

## Alokacja aktywów: strategie inwestycyjne Amundi

### Czy obawy rynków są uzasadnione?

PHILIPPE ITHURBIDE, Szef ds. Badań, Strategii i Analiz na Świat

Od ostatniego lata sprawy nie układają się tak dobrze, jak powinny. Rynki finansowe pogrążyły się w mroku, który sprawił, że inwestorzy zaczęli patrzeć na wszystko pesymistycznie. W rezultacie można łatwo zrozumieć przyczyny przeceny ryzyka, wdrażanie strategii ochrony portfela, a nawet likwidowanie pozycji do tego stopnia, że praktycznie wszystkie rynki akcji w znaczących krajach spadły o 10–15%. Tymczasem rentowności obligacji 10-letnich załamały się, spadając do 1,74% w Stanach Zjednoczonych (-55 p.b. od początku roku) i 0,23% w Niemczech (-40 p.b. od stycznia). Spready obligacji (komercyjnych i państwowych) wzrosły — indeks iTraxx Main wzrósł o 45 p.b. (do 120 p.b.), podczas gdy indeks iTraxx Crossover wzrósł o 150 p.b. (do 460 p.b.) — a przy tym zwiększyła się intensywność realizacji zysków na spółkach i sektorach, które nadal zapewniają dodatnie zwroty. Złoto podróżowało o 12% w trakcie kilku tygodni, co jest dobrym odzwierciedleniem skali awersji do ryzyka.

Jak do tego doszło? Czy musimy znacząco zrewidować nasze prognozy ekonomiczne i finansowe, a także zmienić alokację aktywów? Celem tego artykułu jest próba udzielenia odpowiedzi na te tak istotne w obecnym otoczeniu pytania.

#### 1. Dlaczego inwestorzy tak bardzo obawiają się spadku cen ropy?

Cena ropy Brent od początku stycznia spadła o 12% do obecnego poziomu 33 dolarów za baryłkę. **Rynki finansowe zwykle reagują korzystnie na niższe ceny ropy** — z kilku powodów:

- niższe ceny są dobre dla krajów będących konsumentami netto surowców;
- niższe ceny ropy oznaczają wzrost marż i zysków przedsiębiorstw;
- tańsza ropa przekłada się na spadek inflacji — zwłaszcza w krajach rozwijających się — co zapewnia większą swobodę kształtowania polityki monetarnej itp.;
- niższe ceny wspierają wzrost gospodarczy i popyt wewnętrzny, gdy ten drugi jest głównym czynnikiem napędzającym wzrost PKB (poza wydatkami publicznymi).

Trzeba jednak zauważyć, że **od połowy 2015 r. ostry spadek cen ropy jest dla rynków finansowych źródłem obaw**. Co było powodem tej reakcji?

- Niskie ceny osłabiły kraje wydobywające ropę, zwiększając ich wrażliwość (Arabia Saudyjska i kraje z regionu Zatoki Perskiej w ogóle, Kanada, Norwegia itp.), a w niektórych przypadkach narażając je na skrajne trudności (Wenezuela, Azerbejdżan itp.). W rezultacie doszło do wzrostu ryzyka związanego z krajami.
- Niskie ceny ropy wzbudziły obawy co do tego, że firmy z sektora energetycznego (patrz: udział sektora energetycznego w wolumenie obligacji wysokodochodowych ze Stanów Zjednoczonych) mogą przestać terminowo regulować zobowiązania lub ogłosić upadłość.
- W tym kontekście papiery wartościowe z sektora finansowego (zwłaszcza bankowego) również stały się znacznie bardziej wrażliwe ze względu na to, że ich ekspozycja na sektor energetyczny zaczęła mieć krytyczne znaczenie.
- Spadek cen ropy zbił wskaźniki inflacji dokładnie w momencie, gdy bankom centralnym — zwłaszcza w Japonii i strefie euro — zależy na wzroście inflacji lub oczekiwaniach inflacyjnych, co zagraża efektywności wcześniejszych środków.
- Niskie ceny ropy wpływają na rezerwy niektórych państwowych funduszy majątkowych (opartych na przychodach z ropy i państwowych funduszy majątkowych w ogóle), które mogą zostać zmuszone do wyprzedaży swoich portfeli w celu pobudzenia podejmowanych przez władze działań na rzecz wzrostu płynności.

Warto zauważyć, że spadły ceny wszystkich surowców — w ślad za niższym popytem związanym z globalnym spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Ropa ma jednak pewną wyjątkową cechę: dwie trzecie spadku wiąże się z tym, co dzieje się po stronie podaży. Nadmierne wydobycie jest powszechnym zjawiskiem: brak zdolności OPEC do regulowania rynku, aktywne zaangażowanie Stanów Zjednoczonych w rozwój technologii eksploatacji ropy łupkowej (wydobycie ropy w USA wzrosło w trakcie pięciu lat o 65%), wysokie prawdopodobieństwo wkroczenia Iranu na światowy rynek, nieprzebrane ustalenia kartelowych przez niektóre kraje — krótko mówiąc, wiele czynników przyczyniających się

### Podsumowanie

**Od ostatniego lata sprawy nie układają się tak dobrze, jak powinny. Rynki finansowe pogrążyły się w mroku, który sprawił, że inwestorzy zaczęli patrzeć na wszystko pesymistycznie. Łatwo jest więc zrozumieć, dlaczego mieliśmy do czynienia z korektą kosztów ryzyka, wdrożeniem strategii ochrony portfela, a nawet likwidacją pozycji. Jak do tego doszło?**

Spadek cen ropy jest źródłem obaw, ponieważ osłabił kraje będące jej producentami, zwiększając ich wrażliwość, a w niektórych przypadkach narażając je na skrajne trudności. To samo można powiedzieć o firmach energetycznych, narażonych na wyższe ryzyko niewypłacalności i upadłości. Występują również konsekwencje dla banków z ekspozycją na sektor energetyczny. Wszelkie pozytywne aspekty spadku cen ropy wydają się marginalne w porównaniu z zagrożeniami. Wygląda na to, że banki centralne nie są w stanie uspokoić rynków finansowych ze względu na potencjalny brak efektywności polityk monetarnych w średnim terminie. Kolejnym źródłem obaw są Chiny, których strategia walutowa jest uważana za skomplikowaną i niestabilną. Co więcej, prognozy makroekonomiczne od dawna są zbyt optymistyczne, zaś w Stanach Zjednoczonych powracają obecnie obawy przed recesją.

Podsumowując, można łatwo zrozumieć, dlaczego rynki finansowe są tak wrażliwe. Problem nie polega już tylko na wrażliwości — jest to też kwestia potencjalnego załamania światowego wzrostu gospodarczego i systemów bankowych. Nie sądzimy, że tego rodzaju zagrożenia urzeczywistnią się, jednak jest jasne, że otoczenie makrofinansowe w ostatnich kilku miesiącach istotnie się pogorszyło. W rezultacie tego rodzaju obawy niewątpliwie uzasadniają przedstawione w niniejszej publikacji i stosowane w naszych portfelach w trakcie ostatnich sześciu miesięcy strategie hedgingu makroekonomicznego (pozycja długa na obligacjach skarbowych USA i Niemiec, zmienności, USD i JPY, USD w gotówce oraz złocie).

Celem tego artykułu jest omówienie korekt, które wprowadziliśmy w naszych portfelach w rezultacie rynkowych zawirowań. Załamanie cen akcji, wzrost spreadów obligacji przedsiębiorstw i jego wpływ na rynek akcji, wyższa zmienność, spadek rentowności obligacji w krajach uważanych za bezpieczne, takich jak Niemcy i Stany Zjednoczone... wszystkie te zdarzenia skłoniły nas do ponownego przemyślenia kształtu strategii (hedging makroekonomiczny, płynność portfela, ryzyko, testy obciążeniowe...), jednak niekoniecznie wpłynęły na przesłanki leżące u podstaw naszej alokacji aktywów.

do wzrostu nierównowagi między podażą i popytem, choć rozwiązanie (stabilizacja cen ropy naftowej) niewątpliwie będzie dotyczyć strony podaży. **Trudno jest przewidzieć ruchy o charakterze tak politycznym, jak decyzja o ograniczeniu wydobycia ropy**, a następny oficjalny szczyt krajów OPEC zaplanowano dopiero na czerwiec. „Nie jesteśmy gotowi do ograniczenia wydobycia” — stwierdził Sekretarz Generalny OPEC Abdallah el-Badri po spotkaniu w Moskwie w lipcu ubiegłego roku. Pod koniec stycznia Wenezuela poprosiła o spotkanie kryzysowe mające na celu stabilizację cen, jednak kraje regionu Zatoki Perskiej pod przewodnictwem Arabii Saudyjskiej jak dotąd są mu przeciwne. **W rezultacie rynki obawiają się, że ceny ropy będą nadal spadać bez ograniczeń aż do czerwca, z negatywnymi konsekwencjami dla krajów będących producentami oraz firm z sektora.**

## 2. Dlaczego banki centralne nie są w stanie uspokoić rynków finansowych?

**Wydaje się, że banki centralne utraciły swoją przewagę.** Rynki finansowe już zbyt długo pozostają zależne od banków centralnych, a **same banki centralne nie cieszą się już taką samą wiarygodnością, jak niegdyś.**

**Bank Japonii** wprowadził ujemną stopę oprocentowania depozytów banków, co było raczej oczywistą próbą zapobieżenia gwałtownej aprecjacji jena (waluty, która jest obecnie niedowartościowana) oraz uznaniem nieskuteczności programu QQE (luzowania jakościowego i ilościowego). Oczywiście, Bank Japonii kontynuuje swój program skupu aktywów (na 2016 r. zaplanowano skup aktywów o wartości 600 mld dolarów) — jednocześnie przyznał też, że sytuacja w zakresie oczekiwań inflacyjnych/deflacyjnych pogorszyła się. Co więcej, japońskie giełdy odnotowały najgorsze rozpoczęcie roku od 1949 r., co w znacznej części wyjaśnia decyzje podjęte przez władze monetarne.

**EBC** przyznał, że ma zamiar ponownie przeanalizować swoją politykę monetarną w świetle nowych wydarzeń, takich jak powrót zmienności, wahania kursów juana czy sytuacja w Chinach oraz na rynkach wschodzących — czynniki odpowiedzialne za dalszy spadek zarówno obecnych, jak i przyszłych oczekiwań inflacyjnych — a także ponowne ożywienie euro oraz wzrost ryzyka związanego z eksportem. Czynniki presji inflacyjnej przybierają na sile. Rynki finansowe nie zareagowały dobrze na decyzje podjęte w grudniu (zwiększenie skali QE, obniżenie stopy depozytów), co odzwierciedla trudności, z którymi ma obecnie do czynienia EBC. EBC ma wdrożyć nowe środki w marcu.

### Dostępnych jest kilka opcji:

- Rozszerzenie obecnego programu QE: przedłużenie terminu zapadalności i/lub zwiększenie skali skupu aktywów. Należy pamiętać, że już obecnie skup prowadzony jest na masową skalę: tylko w bieżącym roku EBC ma zamiar zakupić papiery o wartości stanowiącej 140-krotność łącznej emisji netto papierów niemieckich lub dwukrotność emisji netto papierów hiszpańskich. W takim otoczeniu trudno jest wyobrazić sobie wzrost stóp procentowych.
- Rozszerzenie QE o nowe klasy aktywów: mowa tu o obligacjach przedsiębiorstw.
- Zmiany kompozycji skupowanych aktywów w celu zwiększania skali skupu aktywów z krajów peryferyjnych.
- Dalsza redukcja oprocentowania przyjmowanych przez EBC depozytów. Nie jesteśmy największymi zwolennikami takiego rozwiązania, jednak w przypadku gdy EBC zechce doprowadzić ten argument do skrajności (testując poziom, przy którym banki przestaną być skłonne do deponowania w nim gotówki), będzie kontynuować ruchy w tym kierunku. Obniżka stóp byłaby logicznym krokiem, jednak w naszej ocenie jej skutki z wielu powodów okazałyby się przeciwne do zamierzonych, a zakotwiczenie obaw deflacyjnych bynajmniej nie byłoby najmniej istotnym z nich. W istocie, ogłoszenie takiego środka zarówno w Europie, jak i w Japonii spowodowało niestabilność na rynkach finansowych.
- Wprowadzenie TLTRO jako metody wsparcia systemu finansowego — głównie w określonych krajach na peryferiach strefy euro. Istotną kwestią jest konsolidacja ożywienia gospodarczego oraz defragmentacja sektora finansowego i akcji kredytowej banków.

Tymczasem w braku inflacji, a także w obliczu spadającego wzrostu (w ostatnim kwartale 2015 r. PKB wzrósł jedynie o 0,7%), **Fed** będzie mieć trudności z aktywną realizacją jakiegokolwiek rodzaju cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Nadal liczymy, że do końca 2016 roku Fed zdecyduje się na tylko jedną rundę zacieśniania polityki monetarnej. Fed jako jedyny ze znaczących banków centralnych podnosi swoje kluczowe stopy procentowe, a droższy dolar w tym momencie niewątpliwie nie jest pożądanym. Co więcej, Fed nie ma



Od połowy 2015 r. ostry spadek cen ropy jest dla rynków finansowych źródłem obaw.



Rynki obawiają się, że będą nadal spadać bez ograniczeń aż do czerwca, z negatywnymi konsekwencjami dla krajów będących producentami oraz firm z sektora.



EBC przyznał, że ma zamiar ponownie przeanalizować swoją politykę monetarną w świetle nowych wydarzeń.



swobody działania i niewątpliwie będzie zmuszony do uruchomienia czwartej rundy luzowania ilościowego (QE4), jeśli chce pobudzić wzrost PKB i inflację.

### 3. Dlaczego Chiny nadal są źródłem obaw dla rynków finansowych?

Chiny stanowią niewątpliwie największe źródło ryzyka systemowego, a wydarzenia z ostatnich kilku miesięcy (deprecjacja juana i tymczasowe zamknięcie rynków akcji w sierpniu i styczniu) tylko pogłębiły wątpliwości. Czy chiński bank centralny nadal kontroluje sytuację? Czy chińskie spowolnienie gospodarcze mogłoby stać się jeszcze brutalniejsze? Czy polityka ekonomiczna nadal jest skuteczna? Tak brzmią kluczowe pytania. Naszym zdaniem obecne obawy są przesadzone.

- Chińskie spowolnienie gospodarcze stało się faktem — stanowi ono konsekwencję wyższego rozwoju. W istocie, wyższemu poziomowi rozwoju gospodarczego zawsze towarzyszy spadek oszczędności, spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz spadek jego potencjału. Sytuację pogarsza kiepska demografia (Chiny zestarzejają się zanim się wzbogacą) oraz ograniczone przyrosty produktywności, które bezpośrednio wpływają na potencjał wzrostu. Żaden z tych czynników nie jest nowością.
- Chiny nie zdevaluują juana. Poczytny pewną liczbę zobowiązań wobec G20 i MFW (od października juan wejdzie w skład koszyka walut SDR) i mają nadzieję na ustanowienie juana regionalną walutą wzorcową (stabilność kursu wymiany na kluczowe znaczenie), a obecny wzrost gospodarczy jest napędzany raczej przez popyt wewnętrzny niż przez eksport netto (innymi słowy, juan nie jest już tak istotny dla wzrostu PKB).
- Chiny nie zmienia radykalnie swojej polityki ekonomicznej. Pozostanie ona połączeniem polityki monetarnej, fiskalnej, budżetowej i przychodowej. Prowadzona przez Chiny polityka kursów wymiany (dewaluacja) nie podąży w tym kierunku. Trzeba jednak zauważyć, że mimo iż dotychczas juan podążał za dolarem, w przyszłości Chiny będą zarządzać stabilnością swojej waluty w stosunku do koszyka walut — będzie to trudne zadanie, które nie będzie wykluczać ani zmienności, ani deprecjacji juana do dolara. Od lata 2015 r. polityka ta jest jednak naprawdę skuteczna.
- Można zatem powiedzieć, że Chiny, mają potencjał wspierania wzrostu w razie potrzeby. Prognozujemy wzrost PKB na poziomie około 6% w 2016 r. i 5,8% w 2017 r.
- Bez twardego lądowania i katastrof w najbliższej przyszłości. Dość trudno jest zdefiniować, jak tego rodzaju zdarzenia mogłyby wyglądać w przypadku Chin, jednak dla porównania możemy spojrzeć na Japonię w latach siedemdziesiątych XX wieku, gdy twarde lądowanie oznaczało tempo wzrostu na poziomie 3%.
- Tempo wzrostu gospodarczego Chin w najbliższych dwóch latach nie osiągnie 3%, jednak osiągnięcie ostatecznego poziomu zbliżonego do potencjału (10% około 10–15 lat temu, 5% obecnie i niewątpliwie mniej za 5–10 lat) jest nieuchronne.
- W rzeczywistości tempo wzrostu nie jest aż tak istotne. Zrównoważony, napędzany popytem wzrost na poziomie 5% jest lepszy niż 10% wzrostu napędzanego wyłącznie eksportem. Taka sytuacja byłaby zdrowsza dla Chin i krajów będących ich partnerami, a także dla stabilności finansowej.

### 4. Czy powinniśmy obawiać się recesji w Stanach Zjednoczonych?

**Wielokrotnie wspominaliśmy, że konsensus rynkowy był zbyt optymistyczny.** Obecnie obserwujemy znaczącą zmianę prognoz. Zaledwie kilka dni temu jeden z dużych banków zrewidował swoją prognozę wzrostu gospodarczego Stanów Zjednoczonych w 2016 r. z 3,3% do 1,8%. Mimo że samo obniżenie prognozy nie powinno nikogo zaskakiwać, można by zapytać, czy tak wysoka prognoza była uzasadniona, biorąc pod uwagę, że wskaźniki wyprzedzające od dawna sugerują, iż słuszniejsze są prognozy na poziomie około 2%. Ze swojej strony, zmieniliśmy naszą prognozę wzrostu na rok 2014 r. — była to znacząca korekta globalnego wzrostu PKB z 3,8% do 3,1% w okresie od stycznia do grudnia 2014 r., zasadniczo odzwierciedlająca spowolnienie gospodarcze na rynkach wschodzących, a także mniejsza korekta wzrostu gospodarczego w USA, który powinien stopniowo osiągnąć poziom potencjalny (około 1,8%), jak również korekta prognozy wzrostu PKB w strefie euro w górę. Utrzymujemy nasze stanowisko. Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, nie możemy zapominać, że konsumpcja (odpowiadająca za 70% PKB) nadal ma się dobrze, jak również że występuje znacząca różnica między sektorem usługowym (silny) i produkcyjnym (słabszy). Wszystko to sprawia, że sądzimy, iż należy spodziewać się wzrostu gospodarczego na poziomie około 2%, a nie załamania. **Tym razem recesja w Stanach Zjednoczonych nie jest możliwa, jednak można się martwić tym, że Fed nie ma pola manewru.** Obecna sytuacja bardzo różni się od tej z lat 2004–2006. W trakcie tych dwóch lat Fedowi udało się podwyższyć stopy procentowe 17 razy — łącznie o



TLTRO, rozszerzenie QE o nowe klasy aktywów, nowy klucz alokacji krajów w zakresie skupu aktywów, nowa obniżka stóp procentowych... tak wyglądają wiarygodne opcje EBC.



W lecie ubiegłego roku Chiny zdecydowały się zarządzać stabilnością efektywnego kursu juana.



400 punktów bazowych — dzięki czemu zyskał swobodę działania, z której szybko skorzystał, gdy wybuchł kryzys finansowy. Dziś tego rodzaju kontekst jest bardzo odległą perspektywą. Fed spóźnia się z reagowaniem na cykl ekonomiczny, a ze względu na stabilność finansową oraz (w mniejszym stopniu) dolara nie może sobie pozwolić na podwyżki stóp.

### 5. Czy powinniśmy martwić się załamaniem systemu bankowego?

To pytanie, które obecnie zadają sobie wszyscy. Trzeba stwierdzić, że spadek kapitalizacji rynkowych był dość spektakularny: niektóre spółki flagowe straciły do 40% (Unicredit, Credit Suisse, Deutsche Bank), co stanowi dwukrotność spadków ich krajowych indeksów rynków akcji. Ogółem sektor utracił ponad 20% swojej wartości. Dzieje się tak z kilku powodów:

- powszechne spowolnienie gospodarcze jest, oczywiście, czynnikiem negatywnym;
- spadek cen ropy oraz obawy dotyczące ekspozycji banków na sektor energetyczny stanowią pewien problem, przypominający ekspozycję banków na kredyty sub-prime w 2007 r. — choć proporcje są obecnie wysoce odmienne;
- czynniki szczególne — tak jak we Włoszech, gdzie utworzony „zły bank” nie zdobył jednomyślnego poparcia, lub też w innych krajach peryferyjnych, w których systemy bankowe nadal są wrażliwe;
- media ciągle informują o obawach przed bankrutem dużej instytucji bądź pogłoskach o tym, że może to nastąpić;
- bardzo niskie stopy szkodzą zyskom banków — oczywiście, w Europie nie jest to nowy problem, jednak ostatnie ruchy Banku Japonii oraz ograniczenie oczekiwań dotyczących zacieśniania polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych spowodowały nasilenie tego trendu;
- regulacje nie są obiecujące dla banków, ale to nic nowego;
- kolejnym czynnikiem mającym niewątpliwie negatywny wpływ na sytuację jest udział akcji banków w krótkoterminowych portfelach pieniężnych, które już ucierpiały w rezultacie bardzo niskich (często ujemnych) stóp i które powinny generować wyniki związane z marżami banków — niektóre prawdopodobnie musiały skapitulować, co ostatecznie wyjaśnia, dlaczego wzrost spreadów obligacji po wywarcu wpływu na rynek akcji obecnie dotyczy również spreadów krótkoterminowych;
- występuje również aspekt płynnościowy związany z zadłużeniem banków, a wszelkie wahania szybko przybierają przesadną skalę — tego rodzaju niedobór płynności wiąże się z bieżącymi politykami w zakresie QE oraz poszukiwaniem zwrotów przez inwestorów (stąd bardzo dobre wyniki instrumentów zaliczanych do dodatkowego kapitału Tier I), a ponadto jest rezultatem regulacji, które ograniczyły liczbę dostawców płynności (a także niektórych działań skutkujących jej zwiększaniem).

Tak właśnie wygląda podsumowanie aspektów, na których koncentrują się obecnie rynki finansowe. Przyczyny obecnej awersji do ryzyka są dla nas dość zrozumiałe — musimy się przed nim chronić, ale musimy też zachować odpowiednią perspektywę i poza takimi źródłami ryzyka zidentyfikować również wiarygodne czynniki pozytywne:

- w przeciwieństwie do poprzedniego kryzysu (2008–2009) banki nie mają obecnie problemu z finansowaniem;
- nadzór nad systemem bankowym bardzo się zmienił od czasów kryzysu finansowego, podobnie jak komunikacja związana z tym obszarem — EBC przeprowadził zakrojony na dużą skalę i dokładny audyt, testy obciążeniowe przyniosły w większości uspokajające rezultaty, a źródła ryzyka zostały jasno zidentyfikowane;
- ekspozycja rynków finansowych na sektor energetyczny została dość dobrze zidentyfikowana — możemy przyjąć, że stanowi ona łącznie jedną dziesiątą poziomu ekspozycji na kredyty sub-prime z roku 2008, a trzeba też pamiętać, że wywołane przez nie szkody związane były również z aktywami sekurytyzacyjnymi, w skład których wchodziły kredyty sub-prime: nie ma tu więc mowy o takich samych rządach wielkości czy tym samym „złudzeniu” związanym z sekurytyzacją;
- od czasu kryzysu europejskie banki pozyskały ponad 500 mld euro kapitału własnego, którego poziom obecnie nie budzi zastrzeżeń, zaś bankom ze Stanów Zjednoczonych udało się to nawet wcześniej niż ich odpowiednikom z Europy — niezależnie od takiej znaczącej rekapitalizacji regulatorzy wyraźnie zaostrzyli ograniczenia kapitałowe pod względem zarówno jakościowym (więcej kapitału podstawowego), jak i ilościowym: wymagane poziomy są obecnie znacznie wyższe niż przed kryzysem;
- obecnie ekspozycja na dług nie przypomina poziomów typowych dla roku 2008: przeszliśmy od bańki kredytowej do deficytu w tym obszarze, a jednocześnie nie możemy uznać, że banki są w tym zakresie zbyt ostrożne (patrz argumenty za



Tym razem recesja w Stanach Zjednoczonych nie jest możliwa, jednak można się martwić tym, że Fed nie ma pola manewru.



Wszyscy mówią o możliwości załamania systemu bankowego.



zróżnicowanymi programami QE) i obawiają się ekspozycji na kredyty (z wyjątkiem tych, których portfel kredytowy opierał się na niewielkiej liczbie kredytów skoncentrowanych w sektorze energetycznym), jednak w takim scenariuszu raczej nie ma zagrożenia dla dużych, istotnych dla systemu banków;

Nigdy nie można wykluczyć możliwości krachu, a krach nie musi być następstwem bańki. Uwzględniając powyższe okoliczności, a jednocześnie biorąc pod uwagę trudności banków oraz stan otoczenia gospodarczego (spowolnienie i obawy przed recesją) i finansowego (niskie stopy) oraz nieprzyjazne sektorowi otoczenie regulacyjne, możemy stwierdzić, że nie spodziewamy się takiego załamania systemu bankowego, jak to z 2008 roku.

## 6. Czy trzeba skorygować prognozy dla dolara amerykańskiego i walut w ogóle?

Dotychczas najczęściej pojawiały się następujące prognozy:

- słabość euro, związana głównie z działaniami EBC;
- potencjalna aprecjacja dolara amerykańskiego — ograniczona, ale zauważalna, wzięwszy pod uwagę orientację polityki monetarnej w Europie, Chinach i Japonii (stabilizacja cen ropy oraz chińskiej gospodarki niewątpliwie przełożyłaby się jednak na aprecjację walut rynków wschodzących, co oznaczałoby spadek efektywnych kursów wymiany jena, euro i dolara, ale nie jesteśmy jeszcze na tym etapie);
- możliwa dodatkowa deprecjacja jena, ograniczona pod względem skali ze względu na jego znaczące niedowartościowanie;
- stopniowa i ograniczona deprecjacja juana — bank centralny Chin dąży obecnie do stabilności w stosunku do koszyka walut.

W rzeczywistości wydarzenia z ostatnich kilku tygodni nie są zgodne z przedstawionymi tu prognozami. Trzeba jednak przyznać, że juan znajduje się pod kontrolą, a od ostatniego lata jego efektywny kurs wymiany pozostaje stabilny — w rezultacie kursy juana i dolara amerykańskiego nie są już skorelowane. Również jen przestał tracić, a Bank Japonii stara się zablokować jego przyszłą aprecjację. Euro podrożało jednak, podczas gdy dolar amerykański staniał. Ale czy to naprawdę zaskakujące? Niezupełnie.

Dotychczas aprecjację euro można tłumaczyć działaniem dwóch uzupełniających się czynników:

- nowy czynnik: nowościami są korekta prognoz wzrostu gospodarczego Stanów Zjednoczonych w dół oraz oczekiwania dotyczące zacieśnienia polityki monetarnej — obydwa te aspekty są obecnie bardziej zgodne z naszymi własnymi, skorygowanymi prognozami;
- polityka kursów wymiany: realna, czytelna polityka kursów wymiany prowadzona jest w Japonii, Chinach i Stanach Zjednoczonych, natomiast nie można tego powiedzieć o strefie euro — od czasu wprowadzenia wspólnej waluty euro pełni rolę waluty regulacyjnej, która pozwala na doraźne redukcje skutków występujących w systemie źródeł nadmiernych napięć.

Ostatecznie jen ma realny potencjał aprecjacji, zaś dolar amerykański, podobnie jak jen, stanowi doskonałe narzędzie hedgingu makroekonomicznego. Euro natomiast ze względu na środki planowane przez EBC powinno powrócić do trendu spadkowego mimo korzystnego wpływu nadwyżek na rachunku obrotów bieżących. Utrzymujemy nasz cel dla EUR/USD na poziomie 1,05.

Podsumowując, nadal znajdujemy się w otoczeniu, którego cechy charakterystyczne to:

1. Spowolnienie globalnej gospodarki. Wiąże się ono z rynkami wschodzącymi, wyraźną dekorelacją regionów oraz brakiem jednolitych bloków międzynarodowych. Sytuacja w obrębie bloku euro, bloku rynków wschodzących czy bloku dolara nie jest jednorodna. **Innymi słowy, okazje inwestycyjne** wiążą się z dekorelacją krajów rozwiniętych i rynków wschodzących, krajów z wysokim popytem wewnętrznym i pozostałych państw, a także rynków wschodzących będących producentami surowców i krajów, które je konsumują.
2. Oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego nadal są przesadnie optymistyczne, zaś obawy są definitywnie przesadzone, jeśli chodzi o średni termin (nie uzasadniają całkowitej kapitulacji), jednak zdecydowanie słuszne w krótkim okresie. Zaliczyć można do nich strach przed recesją w Stanach Zjednoczonych, zagrożenia związane z załamaniem cen ropy (dla krajów i przedsiębiorstw), wątpliwości dotyczące zdolności Chin do kontrolowania sytuacji czy wreszcie to, że banki centralne nie są w stanie stabilizować rynków. **Innymi słowy, tego rodzaju obawy niewątpliwie uzasadniają opracowane w Amundi w trakcie ostatnich sześciu miesięcy**



Euro pełni rolę waluty regulacyjnej, która pozwala na doraźne redukcje skutków występujących w systemie źródeł nadmiernych napięć.



Spowolnienie globalnej gospodarki, związane z rynkami wschodzącymi, wyraźną dekorelacją regionów oraz brakiem jednolitych bloków międzynarodowych.



strategię hedgingu makroekonomicznego (pozycja długa na obligacjach skarbowych USA i Niemiec, zmienności, USD i JPY, USD w gotówce oraz złocie). (patrz pole poniżej)

**Poprosiliśmy naszych menedżerów portfeli o opinie w sprawie wpływu na ich inwestycje**

**Portfele instrumentów stałochodowych**

**> Na czym polegają strategie hedgingu makroekonomicznego?**

Zidentyfikowaliśmy pewną liczbę głównych źródeł ryzyka i zasugerowaliśmy pewne strategie hedgingu makroekonomicznego. W obecnym kontekście często jesteśmy pytani o te kwestie — poniżej ponownie przedstawiamy czynniki ryzyka oraz odpowiadające im strategie.

- Źródło ryzyka nr 1: Źłe zrozumiana podwyżka stóp
- Źródło ryzyka nr 2: Twarde lądowanie chińskiej gospodarki
- Źródło ryzyka nr 3: Załamanie wzrostu gospodarczego
- Źródło ryzyka nr 4: Gwałtowna dewaluacja juana
- Źródło ryzyka nr 5: Ponowny spadek cen ropy i surowców
- Źródło ryzyka nr 6: Nowy kryzys w Europie
- Źródło ryzyka nr 7: Kryzys płynności
- Źródło ryzyka nr 8: Recesja w Stanach Zjednoczonych

Obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, BUNDy, zmienność, USD, JPY, gotówka (zwłaszcza USD) oraz złoto stanowią najlepsze źródła ochrony przed skrajnym ryzykiem. Niektóre z tych aktywów uwzględniliśmy w portfelach — częściowo dlatego, że są zgodne z naszym scenariuszem głównym, a częściowo dlatego, że reprezentują solidną strategię hedgingu makroekonomicznego (zdarza się, że spełnione są obydwa te kryteria).

- **Rosnąca ekspozycja na obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych i Niemiec ma sens, jeśli chodzi o ochronę portfeli przez źródłami ryzyka nr 2, 3, 4, 5, 6, 7 i 8.** Ostateczna bezpieczna przystań — w przypadku kryzysu powinny występować silnie negatywne korelacje z rynkami akcji.
- **Długa pozycja na zmienności ma absolutny sens w scenariuszach 1, 2, 3, 4, 7 i 8.** Możemy zająć długą pozycję na zmienności, tworząc oparty na takim podejściu portfel zdywersyfikowany (kilka walut, w tym z rynków wschodzących, bądź waluty + akcje), naturalnie wybierając najniższe zmienności (i najbardziej płynne walory). Do produktów najczęściej wykorzystywanych do zakupu płynności można zaliczyć swapy oparte na zmienności, oparte na odchyleniach swapy dotyczące rzeczywistej zmienności oraz dotyczące zmienności implikowanej kontrakty forward na zmienność, bądź też fundusze zajmujące strukturalnie długie pozycje na zmienności. Kupowanie zmienności akcji lub walut zapewni większą ochronę niż zakup zmienności instrumentów stałochodowych — zwłaszcza w Europie i Japonii, gdzie rynki obligacji są administrowane i nadal będą administrowane w przypadku kryzysu finansowego.
- **Zwiększanie płynności portfeli pasuje do źródeł ryzyka nr 1, 2, 3, 4, 6, 7 i 8.** Jest to naturalna i uzasadniona reakcja — z wyjątkiem tego, że zwroty bynajmniej nie przypominają typowych historycznych poziomów. Preferować USD w gotówce w stosunku do EUR lub JPY w gotówce. Aktywa pozbawione ryzyka w ostatnich latach stały się aktywami pozbawionymi rentowności — nawet w najlepszych przypadkach (gotówka EUR i JPY).
- **Długa pozycja na dolarze jest przydatna w scenariuszach 2, 3, 4, 5, 6 i 7.** W trakcie kryzysu dolar korzysta na statusie bezpiecznej przystani, co sprawia, że jest walutą przeciwcykliczną (skorelowaną ujemnie z rynkami akcji).
- **Długa pozycja na jenie jest właściwa w scenariuszach 2, 4 i 5.** Podobnie jak dolar, jednak w mniejszym stopniu. Obecne głębokie niedowartościowanie może okazać się kluczowym źródłem przewagi.
- **Kupować złoto w scenariuszach 1, 2, 3, 4, 6, 7 i 8.** Złoto jest jedyną klasą aktywów ryzykownych, która drożała w trakcie wojny w Zatoce Perskiej, upadłości funduszu LTCM, 11 września 2001, recesji z 2002 r., Wielkiej Recesji oraz kryzysu na rynku obligacji skarbowych, co realnie wyróżnia je jako inwestycję. Nie odzwierciedla ono niczyjego zobowiązania (w przeciwieństwie do obligacji lub akcji), co w otoczeniu charakteryzującym się wysokim zadłużeniem i w kontekście kryzysu finansowego niewątpliwie jest bardzo cenną cechą.



Obawy uzasadniają strategię hedgingu makroekonomicznego.



Na obecnym etapie jest zbyt wcześnie, by zajmować pozycje zakładające wzrost wycen, a dalsza redukcja budżetów aktywów ryzykownych byłaby bardzo niebezpieczna.



ÉRIC BRARD, *Szef ds. instrumentów stałochodowych na świat*

Rynki instrumentów stałochodowych przechodzą przez fazę wysokiej zmienności — spready znacząco wzrosły zarówno na rynku obligacji przedsiębiorstw, jak i na rynku niepodstawowych obligacji skarbowych. Połączenie rosnących obaw dotyczących wzrostu światowego PKB z tym, co wygląda na spadek wiarygodności banków centralnych, a także brakiem płynności na rynkach, mogłoby doprowadzić do dalszego wzrostu zmienności w krótkim terminie.

Nie kwestionujemy obecnego ożywienia na rynkach rozwiniętych, gdzie fundamenty długu

przedsiębiorstw pozostają solidne. Na spadek podwyższonego obecnie poziomu awersji do ryzyka trzeba będzie jednak jeszcze trochę poczekać. W rezultacie na rynku przez pewien czas będzie się liczyć przede wszystkim zarządzanie ryzykiem — dlatego właśnie jesteśmy zorientowani na ten aspekt inwestowania. W najbliższym okresie nie planujemy zwiększać ryzyka po tym jak w styczniu ograniczyliśmy naszą ekspozycję na dług. Pomimo bardzo niskich poziomów stóp procentowych na głównych rynkach nie zależy nam również na krótkich terminach zapadalności, ponieważ termin zapadalności jest jednym z czynników umożliwiających hedging ryzyka spreadu.

Innymi słowy, na obecnym etapie jest zbyt wcześnie, by zajmować pozycje zakładające wzrost wycen, a dalsza redukcja budżetów aktywów ryzykownych byłaby bardzo niebezpieczna. Nadal ściśle monitorujemy poziom płynności naszych portfeli, choć dotychczas nie mieliśmy do czynienia ze znaczącymi odpyływami.

## Portfele akcji

ROMAIN BOSCHER, *Szef ds. rynków akcji na świat*

### Punkt przegięcia czy punkt zwrotny?

Rynki akcji osiągnęły minima niewidziane od 2014 r. Na akcje wpływają również nastroje związane z wysokim ryzykiem upadłości w sektorze energetycznym i finansowym, jako że teoretycznie mogą stać się one zarzewiem kolejnego kryzysu. Pozytywnym aspektem jest to, że długa lista złych wieści została już zdyskontowana, a nowe dane ekonomiczne nadal są przyzwoite — zwłaszcza w Europie. Co więcej, po ponad 5 chudych latach wyników akcje cykliczne zaczynają radzić sobie lepiej od akcji defensywnych pod względem wyników względnych.

Czy mamy do czynienia z punktem przegięcia, za którym odbicie na rynku akcji zacznie opierać się na walorach bardziej zmiennych i cyklicznych? Jeżeli pominiemy sektory energetyczny i finansowy, pozostałej części rynku nie będzie można uznać za „szorującą po dnie”, co oznacza, że jesteśmy skłonni raczej kupować niż sprzedawać, a także zależy nam bardziej na spółkach o niskich wycenach niż na firmach rozwojowych i defensywnych, które w ujęciu względnym powinny radzić sobie gorzej.

## Portfele zrównoważone

LOÏC BÉCUE, *Szef ds. portfeli zrównoważonych na świat, klienci detaliczni*

RAPHAËL SOBOTKA, *Szef ds. portfeli zrównoważonych na świat, klienci instytucjonalni*

W trakcie ostatnich kilku tygodni mieliśmy do czynienia z otoczeniem bardzo niesprzyjającym ryzyku. Rynki akcji, a także spready obligacji komercyjnych i obligacji państw peryferyjnych poważnie ucierpiały, co oznacza, że nie zbyt wielu miejsc, do których można by przenieść środki — z wyjątkiem obligacji z rdzenia strefy euro oraz obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych. Nastąpiła korekta czynników ryzyka (np. ropa naftowa, Chiny, recesja w Stanach Zjednoczonych), jednak występujące pomiędzy nimi powiązania przyczynowo-skutkowe oraz ich fundamentalny wpływ na globalny wzrost i dynamikę zysków przedsiębiorstw nie są zbyt klarowne.

Jak już wspomnieliśmy, takie czynniki ryzyka prawdopodobnie były katalizatorami znaczącego obniżenia poziomu zadłużenia niektórych instytucji, a my nie sądzimy, że dynamika globalnego wzrostu gospodarczego uległa załamaniu. W rezultacie utrzymujemy główne poglądy i pozycje — na przykład nadal jesteśmy przekonani, że spready obligacji państw z peryferii strefy euro powinny pozostać ograniczone dzięki działaniom EBC, jak również że akcje ze strefy euro mają potencjał, ponieważ cykl zysków jest mniej dojrzały niż w Stanach Zjednoczonych. Na koniec ubiegłego roku i w styczniu ograniczyliśmy ekspozycję na obligacje przedsiębiorstw, a ze względu na znaczący wzrost spreadów i solidne fundamenty nie jest dla nas jasne, czy powinniśmy nadal je redukować. Na tym froncie wstrzymujemy działania i czekamy na rozwój sytuacji.

Jednocześnie uwzględniliśmy w naszych portfelach prawdopodobieństwo pomyłki. Główne zagrożenia związane z naszymi pozycjami dotyczą faktycznego załamania globalnego wzrostu gospodarczego — zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych — a także znaczącej korekty zysków przedsiębiorstw w dół. W takim scenariuszu dekorelacja europejskich aktywów ryzykownych jest bardzo mało prawdopodobna. Można się spodziewać, że szybko przejdą one ze środkowego do końcowego etapu cyklu, a następnie ulegną dalszej korekcie. To wyjaśnia, dlaczego nadal nie sprzedaliśmy obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, a nawet dokupiliśmy je, aby chronić nasze portfele. Oprócz tego w tym samym celu nabyliśmy opcje sprzedaży, a także wdrażamy strategię zarządzania zmiennością.



(--) Znaczące niedoważenie  
 (-) Niedoważenie  
 (●) Pozycja neutralna  
 (+) Przeważenie  
 (++) Znaczące przeważenie



Główne zagrożenia związane z naszymi pozycjami dotyczą faktycznego załamania globalnego wzrostu gospodarczego — zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych



## Czynniki ryzyka

PHILIPPE ITHURBIDE, Szef ds. Badań, Strategii i Analiz na Świat

W poniższej tabeli przedstawiono 11 czynników ryzyka z przypisanymi prawdopodobieństwami. Opisano w niej również najbardziej prawdopodobne skutki dla rynków.

## [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 1] Co gdyby Fed podjął niewłaściwą decyzję?

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 15%

**ANALIZA** Niewłaściwa interpretacja decyzji Fedu pozostaje znaczącym czynnikiem ryzyka. Fed może równie dobrze zachować ostrożność, jednak różnice opinii w obrębie komitetu wzrosły po dołączeniu do niego nowych, stosunkowo jastrzębich członków z prawem głosu. Już od kilku lat banki centralne mają zwyczaj przygotowywać rynki finansowe i gospodarki na zmiany w polityce monetarnej. Zakończenie realizowanej od siedmiu lat ultradostosowawczej polityki monetarnej ma jednak szczególne znaczenie. Naszym zdaniem w tym momencie nie występuje istotna presja na zacieśnienie lub jakiegokolwiek rodzaju normalizację polityki monetarnej. Pogląd ten wreszcie zyskuje akceptację rynków. Fed musi uniknąć błędu komunikacji. Warunki w Chinach i na rynkach wschodzących również wymagają uwagi, ponieważ istnieją obawy o to, że rynki mogłyby źle zareagować na przedwczesną lub pozbawioną solidnego uzasadnienia podwyżkę stóp.

**WPLYW NA RYNEK** Można liczyć na gwałtowne załamanie na rynkach akcji, które rozprzestrzeniłoby się na rynki wschodzące — już osłabione przez sytuację w Chinach, spowolnienie gospodarcze, spadek cen surowców, kiepskie zarządzanie inflacją oraz obniżki ich ratingów kredytowych. EBC realizowałby swój program luzowania ilościowego, sprzyjając wzrostowi spreadów i różnic stóp procentowych między Europą i Stanami Zjednoczonymi, a także dalszemu osłabieniu euro — co stanowi dwa argumenty za europejskimi aktywami ryzykownymi.

## [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 2] Twarde lądowanie chińskiej gospodarki

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20%

**ANALIZA** Trudności przeżywane obecnie przez Chiny są poważniejsze niż w poprzednich okresach stresu dla rynków wschodzących. Jest tak z co najmniej dwóch powodów: Chiny odpowiadają obecnie za 13% światowego PKB, a ich łączne zadłużenie odpowiada 250% PKB (przed kryzysem finansowym z 2008 r. było to 150%). Chiński model gospodarczy traci parę. Gospodarka jest przekredytowana, obciążenie długiem gwałtownie się zwiększa, działalność parabanków jest kiepsko regulowana, konkurencyjność przemysłu eroduje, wzrosty produktywności spadają, a potencjał wzrostu gospodarczego maleje. Pytanie nie dotyczy tego, czy przyszły lub potencjalny wzrost gospodarczy będzie niższy. To już wiadomo na pewno. Chodzi raczej o to, czy istnieje ryzyko tego, że wzrost gospodarczy szybko (i znacząco) spadnie poniżej poziomu potencjalnego — innymi słowy, czy Chiny doświadczą kryzysu gospodarczego na dużą skalę. Dotychczas rząd Chin pokazał, że dysponuje środkami pozwalającymi na zwalczanie negatywnych skutków takiej sytuacji, a mianowicie bodźcami monetarnymi, fiskalnymi i budżetowymi, niewymienialnością juana, mechanizmami kontroli odpływu kapitału i możliwością zamknięcia giełd akcji w razie potrzeby. Z kolei poważniejsze załamanie chińskiego wzrostu gospodarczego wydłużyłoby i tak już pokazaną listę globalnych źródeł presji deflacyjnej.

**WPLYW NA RYNEK** Taki scenariusz miałby bardzo negatywne skutki, a jego wielostopniowe konsekwencje okazałyby się szczególnie katastrofalne: dla systemów bankowych i finansowych, rynków chińskiego długu publicznego i prywatnego, surowców, rynków wschodzących, walut krajów eksportujących surowce i krajów rozwiniętych... Fed skróciłby swój cykl zacieśniania polityki pieniężnej, a EBC wdrożyłby swój program luzowania ilościowego (QE).

## [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 3] Załamanie globalnego wzrostu

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20%

**ANALIZA** „Twarde lądowanie” chińskiej gospodarki oznaczałoby załamanie globalnego wzrostu, jednak możliwe są też inne przyczyny. Dalszy spadek cen surowców i załamanie globalnego handlu, nadmiernie restrykcyjna polityka monetarna Stanów Zjednoczonych, a także strukturalna słabość europejskiej aktywności gospodarczej wzbudzają obawy przed załamaniem globalnego wzrostu gospodarczego. Zespół Amundi podchodzi do prognoz wzrostu mniej optymistycznie niż ogół inwestorów i organizacji międzynarodowych. Zagrożeniem jest w tym przypadku jeszcze gorszy scenariusz, ponieważ może dojść do dramatycznego spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego. Chiny przestałyby być źródłem zaufania. Dotychczas spowolnienie na rynkach wschodzących było namacalną rzeczywistością, podczas gdy sytuacja na rynkach „rozwinętych” od kilku lat rozwija się w dobrym kierunku. Kolejne spowolnienie w „świecie rozwiniętym” mogłoby być związane z wtórnymi konsekwencjami sytuacji na rynkach wschodzących (spadek eksportu), kolejnym spadkiem inwestycji, zatrudnienia... krótko mówiąc, z popytem wewnętrznym.

**WPLYW NA RYNEK** Abstrahując od ekspansjonistycznej polityki ekonomicznej, możemy obawiać się powrotu wojny walutowej między rynkami wschodzącymi z jednej strony a światem rozwiniętym z drugiej. Należy spodziewać się wyjątkowo złych wyników aktywów ryzykownych, akcji i obligacji.

## [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 4] Recesja w Stanach Zjednoczonych

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20 %

**ANALIZA** Przy różnych okazjach wspominaliśmy, że konsensus rynkowy jest zbyt optymistyczny, jak również że obecnie w wielu krajach i regionach, w tym w Stanach Zjednoczonych, jesteśmy świadkami powszechnych korekt prognoz wzrostu gospodarczego. Ze swojej strony skorygowaliśmy prognozę wzrostu gospodarczego na rok 2014. Spodziewamy się wzrostu rządu 2% w 2016 r. oraz 1,8% w 2017 r. (to obecny poziom wzrostu potencjalnego). Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, nie możemy zapominać, że konsumpcja (odpowiadająca za 70% PKB) nadal ma się dobrze, jak również że występuje znacząca (w dłuższym okresie niemożliwa do utrzymania) różnica między sektorem usługowymi (silny) i produkcyjnym (słabszy). Kluczową kwestią jest wiedza o tym, czy taka sytuacja się utrzyma. Wskaźniki wyprzedzające nadal sugerują, że sądzimy, iż należy spodziewać się wzrostu gospodarczego na poziomie około 2%, a nie załamania. Tym razem recesja w Stanach Zjednoczonych nie jest możliwa, jednak można się martwić tym, że Fed nie ma pola manewru i dotychczas nie jest w stanie skutecznie podnosić stóp. Obecna sytuacja bardzo różni się od tej z lat 2004–2006. W trakcie tych dwóch lat Fedowi udało się podwyższyć stopy procentowe 17 razy — łącznie o 400 punktów bazowych — dzięki czemu zyskał swobodę działania, z której



## Czynniki ryzyka

szybko skorzystał, gdy wybuchł kryzys finansowy. Dziś tego rodzaju kontekst jest bardzo odległą perspektywą. Fed spóźnia się z reagowaniem na cykl ekonomiczny, a ze względu na stabilność finansową oraz (w mniejszym stopniu) dolara nie może sobie pozwolić na podwyżki stóp. W jaki sposób radzić sobie z obecnym spowolnieniem? Czy Fed nadal jest wiarygodny?

**WPLYW NA RYNEK** Recesja w Stanach Zjednoczonych byłaby katastrofalna dla globalnej gospodarki zaś Europa mimo lepszej kondycji również ucierpiałaby w jej rezultacie. Stopy krótkoterminowe pozostałyby niskie przez bardzo długi czas, a pozbawiony swobody w zakresie konwencjonalnej polityki monetarnej Fed nie miałby wyboru i musiałby zdecydować się na uruchomienie QE4. Nie należy spodziewać się pozytywnego wpływu na aktywa ryzykowne. Początkowy wpływ będzie negatywny, a brak wiarygodności banków centralnych z pewnością przełożyłby się na wzrost zmienności i napięcie. Należy spodziewać się, że w przyszłości budżety nadal będą istotnie nierównoważone.

**[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 5] Gwałtowna dewaluacja juana****[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 10%**

**ANALIZA** Przez kilka dni w połowie sierpnia ubiegłego roku Chiny sprawiały wrażenie, że rezygnują ze swojej polityki kursów wymiany, przygotowując rynki na znaczącą deprecjację juana (w 1994 r. zdewaluowały juana o 30%). Te same obawy powróciły na początku stycznia. Dotychczas Chiny wykorzystywały politykę monetarną, budżetową, fiskalną i przychodową jako narzędzia stymulacyjne, jednocześnie ostrożnie powstrzymując się od posługiwania się polityką kursów wymiany. Co więcej, obiecały grupie G20, że nie będą się do tego uciekać. Oprócz natychmiastowych, wysoce negatywnych konsekwencji dla rynków finansowych taka decyzja (gwałtowna dewaluacja o przynajmniej 10%) niewątpliwie zostałaby zinterpretowana jako przyznanie się do słabości polityki ekonomicznej jako całości. Umiarkowane ryzyko, ale potencjalnie bardzo poważne szkody.

**WPLYW NA RYNEK** W tego rodzaju scenariuszu należy oczekiwać powszechnych spadków na rynkach. Niespodziewana dewaluacja byłaby początkiem bardziej intensywnej wojny walutowej — zwłaszcza w Azji. Wprowadzono by skrajnie dostosowawcze polityki monetarne, aby powstrzymać aprecjację walut. Byłoby to cios dla euro i dla europejskiej gospodarki, ponieważ waluty rynków wschodzących odpowiadają za ponad 70% efektywnego kursu wspólnej waluty.

**[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 6] Ciąg dalszy spowolnienia na rynkach wschodzących (ponowny spadek cen surowców)****[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 20%**

**ANALIZA** Spadające ceny surowców, problemy ze wzrostem gospodarczym w Chinach oraz zbliżająca się zmiana polityki monetarnej Stanów Zjednoczonych — wszystkie te czynniki wzbudzają obawy przed powtórką z kryzysu z lat 1997–1998 (gdy doszło do powszechnego załamania na rynkach wschodzących). Należy pamiętać, że rynki wschodzące znajdują się pod presją od czasu zakończenia amerykańskich programów QE. Dotychczas wyłącznie Azji udawało się opierać tej presji dzięki dobrej kondycji chińskiej gospodarki oraz jej zdolności do ograniczania skutków trudności. Bankructwa przedsiębiorstw i wskaźniki wyprzedzające aktywności niekiedy wzbudzały alarm na rynkach, jednak zasoby zaangażowane przez władze Chin (cięcia stóp procentowych i obniżenie stopy rezerw obowiązkowych dla banków, zastrzyki płynności, środki fiskalne i podatkowe, utrzymanie polityki walutowej itp.) ostatecznie ustabilizowały sytuację. Obecnie sprawy są bardziej skomplikowane. Prognozy wzrostu są regularnie korygowane w dół — występuje też ryzyko, że popyt wewnętrzny spadnie, a polityka ekonomiczna okaże się nieefektywna.

**WPLYW NA RYNEK** Scenariusz ten byłby potwierdzeniem obecnego — byłby też gorszy dla pewnej liczby rynków wschodzących. Mimo że spadek cen ropy wpływa pozytywnie na kraje rozwinięte będące konsumentami tego surowca, trudno jest wierzyć, że będą one całkowicie odizolowane. W kontekście spadku cen surowców powinniśmy liczyć na dalszą deprecjację walut rynków wschodzących, a także odpływ kapitału z takich krajów. W takiej sytuacji opłacalny będzie wybór aktywów z krajów rozwiniętych i bezpiecznych przystani.

**[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 7] Nowy kryzys w Europie****[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 5%**

**ANALIZA** W trakcie greckiego kryzysu z lata ubiegłego roku wystąpiła poważna różnica zdań w odniesieniu do nadzoru ekonomicznego nad strefą euro, potrzeby stosowania bodźców stymulacyjnych, przyjęcia reform w odpowiedzi na kryzys, a nawet roli EBC. Po raz kolejny obnażone zostały ograniczenia europejskich instytucji. Jednym z głównych powodów jest to, że kryzysy takie jak obecny — i dotyczące ich środki zaradcze — po prostu nigdy nie zostały (lub nie mogły zostać) przewidziane w europejskich traktatach, zaś „dogmat konwergencji” nie przygotował europejskich instytucji na takie scenariusze ryzyka. Zadanie polega obecnie na zareagowaniu na wyzwania takie jak europejski deficyt nadzoru, brak koordynacji polityki budżetowych, niepowodzenie w zakresie nadzoru nad nierównowagą budżetów czy fakt niedokończenia mechanizmu mającego na celu wspieranie krajów przeżywających trudności, jak również nieuwzględnienie współzależności występujących w relacjach między krajami członkowskimi (podczas gdy stosowany przez EBC mechanizm zapobiegania rozprzestrzenianiu się kryzysu uległ znaczącej ewolucji, nie można tego powiedzieć o froncie budżetowym). Krótko mówiąc, konieczne jest obecnie zajęcie się iluzją konwergencji. Ewentualny nowy kryzys europejski będzie „śmiertelny” w skutkach, chyba że nastąpi „wielki skok naprzód” w stronę federalizmu.

**WPLYW NA RYNEK** Skutki negatywne są aż nazbyt dobrze znane: wzrost spreadów obligacji skarbowych i komercyjnych, a także wzrost zmienności — tylko że tym razem towarzyszyłoby im poważne osłabienie euro. Nowy kryzys europejski mógłby równie dobrze potwierdzić scenariusze rozpadu strefy lub przynajmniej opuszczenia jej przez słabsze kraje... chyba że scenariusz wyjścia kusi najsilniejsze z nich, co jest wysoce prawdopodobne, ponieważ staną się one „zmęczone” — z politycznego punktu widzenia — ekonomicznym i finansowym wspieraniem państw przeżywających problemy.

## Czynniki ryzyka

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 8] Kryzys płynności

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **20%**

**ANALIZA** Oprócz opisanych powyżej scenariuszy ryzyka, które mogłyby doprowadzić do likwidacji pozycji i/lub portfeli, warto raz jeszcze przypomnieć, że występujące ograniczenia w zakresie płynności wymagają dodatkowej ostrożności. Od czasu kryzysu finansowego z 2008 r. czynniki takie jak spadek aktywów banków inwestycyjnych, ograniczenia regulacyjne, które doprowadziły do zakupu i utrzymania przez znaczących graczy dużych ilości obligacji, ograniczenie aktywności w zakresie inwestycji na własny rachunek i animowania rynków oraz dominacja banków centralnych za pośrednictwem programów QE „wydrenowały” rynki instrumentów stałodochoodowych, a zamknięcie pozycji lub portfela wymaga obecnie więcej czasu (jeśli wierzyć Bankowi Anglii, trwa siedmiokrotnie dłużej niż przed kryzysem finansowym z 2008 r.).

**WPLYW NA RYNEK** Tego rodzaju trudności muszą być uwzględniane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych jako ograniczenia dla budowania portfeli oraz parametry testów obciążeniowych. Należy spodziewać się planów wyjścia lub strategii hedgingu makroekonomicznego dla mniej płynnych segmentów portfela, lub też takich, które mogą stać się mniej płynne w trakcie kryzysu.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 9] Rynki finansowe formułują błędne długoterminowe prognozy stóp procentowych

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **70%**

**ANALIZA** W ostatnich trzech latach inwestorzy prognozowali zbyt wiele podwyżek stóp procentowych — zwłaszcza jeśli chodzi o Stany Zjednoczone. Koniec kryzysu finansowego, ożywienie aktywności gospodarczej i oczekiwania dotyczące zacieśnienia polityki monetarnej lub inflacji stanowią trzy czynniki najczęściej przywoływane jako argumenty za takimi prognozami. Potencjał wzrostu gospodarczego jest jednak niższy, zaś ożywienie gospodarcze jest mniej solidne niż w trakcie poprzednich cykli (poziom inwestycji jest niewystarczający, rynek pracy pozostaje zbyt słaby, wynagrodzenia nie rosną w wystarczającym stopniu itp.) — w rezultacie nadal jest zbyt wcześnie na normalizację polityki monetarnej. Co więcej, globalny nadmiar płynności w przewidywalnej przyszłości nie zniknie. Japonia i strefa euro nie zakończyły jeszcze swoich programów luzowania ilościowego. Chiny, Indie i wiele innych krajów nadal wdrażają ekspansywną politykę monetarną. Fed pozostanie ostrożny, a Bank Anglii nie jest skłonny zacieśniać polityki monetarnej. A nawet jeśli założymy, że deficyty budżetowe nie są ściśle powiązane ze stopami długoterminowymi, to powszechna redukcja deficytów sektora publicznego wymagałaby raczej utrzymywania takich stóp na niskich poziomach. I wreszcie mamy nadal bardzo realne źródła presji deflacyjnej: słabszy wzrost globalny, spadek globalnego handlu, spadek cen surowców, niższą inflację oraz ceny produkcji przemysłowej, które w najlepszym przypadku nie zmieniają się.

**WPLYW NA RYNEK** Występują bardzo istotne czynniki wpływające na utrzymywanie stóp długoterminowych na niskim poziomie. Równie dobrze może dość do znaczącej „zmiany wyceny” prognozowanych stóp długoterminowych — zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, gdzie oczekiwania dotyczące podwyżek stóp wydają się przesadne, prognozy wzrostu gospodarczego zbyt optymistyczne, a bieżące stopy zbyt wysokie.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 10] Ryzyko polityczne i geopolityczne

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **70%**

**ANALIZA** Pod względem politycznym i geopolitycznym rynki działają obecnie w trudnym otoczeniu: Syria, ataki terrorystyczne, Państwo Islamskie i napływ migrantów to niektóre z sił osłabiających więzi dyplomatyczne między krajami — zwłaszcza w Europie. Na dodatek sytuacja polityczna w niektórych krajach, takich jak Brazylia i Turcja, bynajmniej nie poprawia ogólnego klimatu. Zaangażowanie Stanów Zjednoczonych w walkę z Państwem Islamskim, a co najważniejsze charakter tego zaangażowania, jest obecnie przedmiotem debaty, zaś w 2016 r. prawdopodobnie nadal pozostanie ono kwestią sporną. Powrót napięć między Arabią Saudyjską i Iranem na początku stycznia nasilił to poczucie niepewności.

**WPLYW NA RYNEK** Niewątpliwie należy przygotować się na regularne skoki napięcia i zmienności. Bieżące źródła ryzyka politycznego są wyraźnie określone i konkretne, ale czy wystarczą one, by zmienić perspektywy wzrostu lub orientacje na rynkach finansowych? Na tym etapie nic nie jest pewne.

### [ŹRÓDŁO RYZYKA NR 11] Brexit

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **50%**

**ANALIZA** Jeżeli Wielka Brytania (Anglia, Szkocja, Walia i Irlandia Północna) zagłosuje za opuszczeniem Unii Europejskiej, możliwe będą dwa scenariusze. W scenariuszu nr 1 Wielka Brytania otrzyma status podobny do Szwajcarii, która nie jest członkiem Unii Europejskiej, ale zawarła z nią umowy handlowe. W scenariuszu nr 2 (najbardziej niekorzystnym) wszystkie więzi łączące Wielką Brytanię z Unią Europejską zostaną przecięte. Ucierpią wolumen i koszty handlu, zwłaszcza w zakresie usług finansowych, substancji chemicznych i samochodów — wszystkich sektorów, które w ramach UE są w wysokim stopniu zintegrowane. Negatywny wpływ na kraje UE byłby mniejszy, jednak najbardziej ucierpiałyby te, które utrzymują z Wielką Brytanią bliskie więzi, czyli przede wszystkim Irlandia, ale też Luksemburg, Belgia, Szwecja, Malta i Cypr. „Utrata” Wielkiej Brytanii doprowadzi do korekty składek do budżetu Unii — najbardziej ucierpią, oczywiście, najwięksi płatnicy, czyli Niemcy i Francja. Licząc proporcjonalnie, składka Niemiec wzrośnie o 2,2 mld euro, Francji o 1,9 mld euro, a Włoch o 1,4 mld euro.

**WPLYW NA RYNEK** W przypadku „twardego” wyjścia dojdzie do osłabienia funta szterlinga i długoterminowego negatywnego wpływu na brytyjskie PKB — dwa czynniki, które mogłyby przyczynić się do utrzymania monetarnej status quo: 50% brytyjskiego eksportu trafia do Unii Europejskiej.

## Perspektywa makroekonomiczna

		LUTY	
<b>AMERYKA PŁN. I PŁD.</b>			<b>CZYNNIKI RYZYKA</b>
<b>STANY ZJEDNOCZONE</b>	<p><b>Ożywienie wyhamuje, a zacieśnianie polityki pieniężnej będzie bardzo ostrożne.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Dotychczas czynnikami napędowymi ożywienia były solidny rynek pracy, konsumpcja i usługi, podczas gdy przemysł spowalnia pod wpływem aprecjacji dolara i trudności w sektorze energetycznym. Najnowsze dane wykazują też spadek dynamiki w sektorze usługowym. Dla porównania, sytuacja na rynku pracy jest dobra — widać też niewielki wzrost wynagrodzeń.</li> <li>&gt; Mniej więcej w latach 2016–2017 ożywienie będzie stopniowo tracić parę — głównie ze względu na spowolnienie w zakresie tworzenia miejsc pracy (gospodarka bliska pełnego zatrudnienia, a maksimum zysków osiągnięte) i rozpraszanie mocy nabywczej wywołane przez spadające ceny ropy naftowej.</li> <li>&gt; Z powodu spowolnienia gospodarczego i źródeł ryzyka zewnętrznego, a także pomimo wzrostu wynagrodzeń, Fed zachowa skrajną ostrożność. Nie przewidujemy wzrostu kluczowych stóp w 2016 r.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Potencjał wzrostu opóźniony w przewidywalnej przyszłości (trwała stagnacja).</li> <li>&gt; Nadmierny wzrost dolara.</li> <li>&gt; Nieuchronne rozprzestrzenienie się problemów rynków wschodzących.</li> </ul>	
<b>BRAZYLIA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Oczekuje się, że w 2015 r. recesja będzie tak poważna, jak w Rosji. Mimo oczekiwań dotyczących bardziej dostosowawczego policy mix trudno jest dostrzec koniec kryzysu przed 2017 r.</li> <li>&gt; Podczas gdy inflacja nadal nieustannie rośnie, a real ciągle znajduje się pod znaczącą presją, bank centralny przyjął bardziej gołębie podejście. Wydaje się, że skala recesji skłania władzę polityczną do akceptacji kompromisowych rozwiązań zorientowanych na sprzyjanie wzrostowi gospodarczemu. Co więcej, korekty prognoz wzrostu gospodarczego MFW niewątpliwie miały negatywny wpływ.</li> <li>&gt; Nowy minister finansów ogłosił konsolidację budżetu na mniejszą skalę niż planowano w trakcie tworzenia poprzedniego budżetu.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Zmiana policy mix.</li> <li>&gt; Utrata zależności banku centralnego.</li> <li>&gt; Dalsze sankcje rynków.</li> <li>&gt; Monetyzacja długu.</li> </ul>	
<b>EUROPA</b>			
<b>STREFA EURO</b>	<p><b>Dalsze ożywienie gospodarcze, oparte na popycie wewnętrznym, a jednocześnie ograniczane przez środowisko zewnętrzne.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; W IV kwartale ożywienie trwało, jednak pojawiły się też oznaki rozprzestrzeniania się trudności występujących na rynkach wschodzących.</li> <li>&gt; Finansowe środki naprawcze, plany oszczędnościowe oraz korzyści uzyskane dzięki reformom strukturalnym pozwolą na utrzymanie ożywienia w 2016 r. Potencjał wzrostu dynamiki ożywienia będzie jednak tak czy inaczej ograniczony przez rosnące zagrożenia zewnętrzne.</li> <li>&gt; W kontekście nadal bardzo niskiej inflacji oraz niepewnego środowiska międzynarodowego EBC w marcu 2016 r. ogłosi nowe środki z zakresu luzowania.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Rozprzestrzenienie się problemów gospodarczych i finansowych, z którymi borykają się rynki wschodzące.</li> <li>&gt; Zwiększająca się presja deflacyjna.</li> <li>&gt; Ryzyko polityczne (wysoki wynik partii przeciwnych obecnemu kształtowi europejskich instytucji w wyborach, które odbyły się w 2015 r.).</li> </ul>	
<b>WIELKA BRYTANIA</b>	<p><b>Niewielkie spowolnienie w 2016 r. wywołane przez programy oszczędnościowe i niepewność związana z potencjalnym opuszczeniem UE.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; W 2015 r. aktywność utrzymywała się na solidnym poziomie. Sytuacja na rynku pracy nadal się poprawiała mimo tego, że wzrost wynagrodzeń pozostaje nierówny.</li> <li>&gt; Mimo że środki oszczędnościowe mające na celu zmniejszenie deficytu finansów publicznych zostały ograniczone w stosunku do tego, czego spodziewano się jeszcze kilka miesięcy temu, w 2016 r. nieco umniejszą one wzrost gospodarczy, a niepewność związana z referendum w sprawie opuszczenia UE przez Wielką Brytanię praktycznie na pewno zaszkodzi klimatowi biznesowemu.</li> <li>&gt; Z powodu wzrostu zagrożeń zewnętrznych oraz referendum w sprawie Brexit Bank Anglii pozostanie bardzo ostrożny (brak podwyżek kluczowych stóp przed II półroczem).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Aprecjacja GBP.</li> <li>&gt; Deficyt finansów publicznych i deficyt na rachunku bieżącym nadal bardzo wysokie.</li> <li>&gt; Referendum w sprawie Brexit zaplanowane na 2016 (lub 2017) r.</li> </ul>	
<b>AZJA</b>			
<b>CHINY</b>	<p><b>Chiny: stabilizator dla globalnych rynków kapitałowych oraz silnik wzrostu globalnej gospodarki w 2016 r.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Nadal sądzimy, że chińska gospodarka w 2016 r. będzie prawdopodobnie poruszać się w pobliżu dna, wahając się w niewielkim stopniu.</li> <li>&gt; Biorąc pod uwagę agresywną politykę monetarną i fiskalną, a także agresywne podejście do rynku nieruchomości i inwestycji, można oczekiwać, że chińskie rynki kapitałowe będą wysoce płynne — w rezultacie Chiny mogą być stabilizatorem dla globalnych rynków kapitałowych.</li> <li>&gt; W 2016 r. prowadzona przez Chiny polityka kursów wymiany będzie kluczowym źródłem zmienności na globalnych rynkach kapitałowych.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Stabilizator globalnych rynków kapitałowych.</li> <li>&gt; Silnik wzrostu globalnej gospodarki.</li> </ul>	
<b>INDIE</b>	<p><b>Indie: w 2016 r. azjatycki silnik wzrostu globalnej gospodarki.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Czynniki korzystne nadal obejmują: efekt Modiego, stałe niskie ceny ropy, dezinflację w światowym otoczeniu oraz pole manewru w zakresie luzowania polityki monetarnej przez bank centralny.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Wzrost gospodarczy w Indiach powinien przyspieszyć.</li> </ul>	
<b>JAPONIA</b>	<p><b>Oczekuje się, że popyt wewnętrzny wzrośnie dzięki wsparciu korzystnego policy mix.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; W 2015 r. wzrost gospodarczy Japonii był nieregularny — miłsiśmy do czynienia z niepewnością dotyczącą Chin, a także z trudnościami gospodarstw domowych w zakresie przystosowania się do rosnących cen konsumenckich dóbr podstawowych.</li> <li>&gt; Podwyżki wynagrodzeń i powrót inwestycji będą sprzyjać poprawie w 2016 r. Przedsiębiorstwa skorzystają na zmniejszonym podatku od osób prawnych.</li> <li>&gt; Bank Japonii w styczniu zaskoczył rynki, redukując jedną ze swoich głównych stóp procentowych do poziomu ujemnego. Jeżeli wzrost gospodarczy nadal będzie rozczarowywać, wprowadzenie dodatkowych środków w 2016 r. jest prawdopodobne.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Narażenie na chińskie spowolnienie gospodarcze.</li> <li>&gt; Niepewność polityczna (wybory do izby wyższej parlamentu w połowie 2016 r.).</li> </ul>	

## Prognozy makroekonomiczne i finansowe

### PROGNOZA MAKROEKONOMICZNA

- Stany Zjednoczone:** koniec cyklu. Zyski osiągnęły maksimum, ale sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia — pojawiają się nawet napięcia związane z poziomem wynagrodzeń. Usługi, które obecnie sprzyjają ożywieniu dzięki solidnej konsumpcji gospodarstw domowych, zaczynają spowalniać.
- Japonia:** powolne wyjście z deflacji. Gospodarstwa domowe muszą przystosować się do wyższych cen. Wzrost wynagrodzeń stanowi klucz do trwałego ożywienia, jednak spowolnienie w Chinach szkodzi zaufaniu przedsiębiorstw.
- Strefa euro:** ożywienie trwa, ale jest powolne. Krajowe czynniki cykliczne są korzystne, jednak ryzyko zewnętrzne (narażenie na spowolnienie na rynkach wschodzących) narasta. Ożywienie inwestycji nadal jest wysoce niewystarczające.
- Brazylia:** ze wzrostem PKB w III kw. na poziomie -4,5% w stosunku do -3% w II kw., Brazylia coraz bardziej pogrąża się w recesji. Wydaje się, że brazylijski policy mix zmienił kurs. Bank centralny przyjął bardziej dostosowawczą retorykę, a minister finansów ogłosił, że cel budżetowy zostanie skorygowany. Utrzymujemy prognozę dotyczącą stosunkowo pesymistycznego scenariusza w trakcie następnych dwóch lat — w latach 2015, 2016 i 2017 przewidujemy odpowiednio -3,5%, -2,5% i -0,5%, przy czym nie wykluczamy jeszcze niższych poziomów.
- Rosja:** W 2015 r. wzrost gospodarczy osiągnął poziom -3,7%, a w IV kwartale słaby trend jest kontynuowany (-4%). Co więcej, grudniowe wskaźniki ekonomiczne bynajmniej nie są pocieszające. Mimo wspomnianego kiepskiego wyniku rocznego recesja okazała się płytsza niż przewidywaliśmy, jednak obserwowany trend nie wróży szybkiego ożywienia — tym bardziej że ceny ropy nadal „szorują po dnie”. W rezultacie utrzymujemy nasz scenariusz wyraźnej recesji w 2016 r., oceniając wzrost PKB na -1,8%.

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
USA	2,4	2	1,8	0,1	1,2	2,2
Japonia	0,6	1,3	0,8	0,8	0,7	1,7
Strefa euro	1,4	1,5	1,4	0	0,4	1,2
Niemcy	1,6	1,6	1,51	0,1	0,5	1,4
Francja	1,1	1,2	1,1	0,1	0,5	1,1
Włochy	0,8	1,2	1,4	0,1	0,2	1,4
Hiszpania	3,2	2,3	1,5	-0,4	0,1	1,1
Wlk. Brytania	2,2	2,2	2,2	0	0,8	1,6
Rosja	-3,8	-1,8	1,0	15,6	10,0	8,5
Turcja	2,9	2,6	3	7,4	7,5	7
Chiny	6,5	6	5,8	1,5	1,2	1
Indie	7,2	7,4	7,2	5,2	5,4	5
Indonezja	4,8	5	4,8	7	6,8	6,8
Brazylia	-3,5	-2,5	-0,5	9	8	6,5
Kraje rozwinięte	1,8	1,8	1,6	0,3	0,9	1,8
Kraje wschodzące	4,0	4,0	4,3	4,4	4,3	3,8
Świat	3,0	3,1	3,1	2,6	2,8	2,9

Źródło: Amundi Research

### PROGNOZA KLUCZOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

(prognozy sfinalizowano dn. 20.01.2016)

- FED:** z powodu ostatnich negatywnych niespodzianek ekonomicznych Fed będzie działał ekstremalnie ostrożnie. Podwyżka stóp w marcu wydaje się niemożliwa.
- EBC:** z powodu wzrostu efektywnego kursu euro, spadku długoterminowych oczekiwań inflacyjnych oraz pogorszenia się perspektyw globalnego wzrostu 10 marca EBC ogłosi nowe środki z zakresu łagodzenia polityki monetarnej. Będzie to prawdopodobnie kolejne cięcie stopy depozytowej oraz zwiększenie skali miesięcznego skupu aktywów, jak również zmiana parametrów programu QE.
- Bank Japonii:** Bank Japonii może obniżyć swoje stopy w przypadku zbyt intensywnej aprecjacji jena.
- Bank Anglii:** prawdopodobieństwo podwyżki stóp w 2016 r. znacząco spadło.

	2016-02-10	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2016 r.
USA	0,50	0,75	0,80	0,75	1,15
Strefa euro	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Japonia	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Wlk. Brytania	0,50	0,50	0,55	0,50	0,75

### PROGNOZA STÓP DŁUGOTERMINOWYCH

Rentowności obligacji 2-letnich (prognozy sfinalizowano 20.01.2016)

- Stany Zjednoczone:** transakcje zawierane w ramach ucieczki do jakości pozwalają wyjaśnić znaczący udział rentowności długoterminowych. W takim kontekście perspektywa bardzo ograniczonego cyklu zacieśniania stóp procentowych środków federalnych nie sprzyja znaczącemu wzrostowi rentowności długoterminowych. Krzywa dochodowości nadal będzie się spłaszczać.
- Strefa euro:** presja spadkowa na rentowności długoterminowe związana z programem QE EBC utrzyma się jeszcze przez pewien okres. W takim kontekście utrzymanie agresywnej pozycji długiej na niemieckich obligacjach na poziomach z początku lutego staje się ryzykowne.
- Wielka Brytania:** obawy przed Brexit są jednym z czynników spowolnienia brytyjskiej gospodarki, które spowodowało zmianę parametrów polityki Banku Anglii oraz załamanie rentowności długoterminowych.
- Japonia:** wprowadzenie ujemnych stóp przez Bank Japonii spowodowało szybki spadek rentowności obligacji. Wraz z QQE podejście takie pozwoli na utrzymanie rentowności długoterminowych na bardzo niskim poziomie przez dłuższy okres.

	2016-02-10	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2016 r.
USA	0,73	1,00/1,20	1,15	1,20/1,40	1,56
Niemcy	-0,52	-0,40/-0,20	-0,41	-0,40/-0,20	-0,28
Japonia	-0,22	0,00/0,20	-0,12	0,00/0,20	-0,14
Wlk. Brytania	0,35	0,40/0,60	0,75	0,60/0,80	1,20

Prognozy rentowności obligacji (prognozy sfinalizowano 20.01.2016)

	2016-02-10	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2016 r.
USA	1,74	2,00/2,20	2,29	1,80/2,00	2,60
Niemcy	0,25	0,40/0,60	0,61	0,40/0,60	0,88
Japonia	0,02	0,20/0,40	0,14	0,20/0,40	0,21
Wlk. Brytania	1,43	1,60/1,80	2,04	1,80/2,00	2,32

### PROGNOZY WALUTOWE

(prognozy sfinalizowano dn. 20.01.2016)

- EUR:** środki wdrażane w najbliższej przyszłości przez EBC spowodują deprecjację euro, jednak nie należy się spodziewać spadków poniżej minimum z roku 2015.
- USD:** od połowy 2014 r. efektywny kurs dolara wzrósł o ponad 20%. Dwa główne czynniki leżące u podstaw tego trendu (spadek cen surowców i dekorelacja polityk monetarnych) tracą właśnie parę i w związku z tym nie należy spodziewać się znaczącej aprecjacji amerykańskiej waluty.
- JPY:** wykazywana przez Chiny chęć ograniczenia aprecjacji i zmienności juana na rynkach finansowych sprzyja zajmowaniu długiej pozycji na jenie. Bank Japonii będzie interweniować, jeśli jen stanie się zbyt silny.
- GBP:** obawy przed Brexit są jednym z czynników spowolnienia brytyjskiej gospodarki, które spowodowało zmianę parametrów polityki Banku Anglii oraz załamanie funta. Przyjmujemy neutralne podejście do waluty, jednak w przypadku gdyby Brytyjczycy zagłosowali za opuszczeniem UE, funt poważnie by ucierpiał.

	2016-02-10	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2016 r.
EUR/USD	1,12	1,05	1,06	1,05	1,06
USD/JPY	114	115,00	123,00	115,00	123,00
EUR/GBP	0,77	0,75	0,74	0,75	0,72
EUR/CHF	1,10	1,10	1,10	1,10	1,11
EUR/NOK	9,59	9,50	9,43	9,30	9,30
EUR/SEK	9,48	9,15	9,26	9,10	9,37
USD/CAD	1,39	1,50	1,40	1,55	1,37
AUD/USD	0,71	0,65	0,68	0,65	0,69
NZD/USD	0,67	0,60	0,62	0,60	0,62