

Alokacja aktywów

Nasze przekonania

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

Wybór Donalda Trumpa na prezydenta Stanów Zjednoczonych miał kilka poważnych konsekwencji dla rynków finansowych:

- Po pierwsze, doszło do zdyskontowania zmian perspektyw wzrostu gospodarczego i oczekiwań inflacyjnych, a także wyraźnego wzrostu rentowności obligacji, co jest szczególnie istotne w otoczeniu, w którym wcześniej dominowały debaty dotyczące długotrwałej stagnacji oraz końca inflacji. Pytanie brzmi: czy takie dyskontowanie zmian jest uzasadnione tylko w krótkim terminie, czy również w dłuższym? Krótko mówiąc, czy obserwujemy przedłużenie bieżącego cyklu wzrostu gospodarczego (który ostatnio spowalniał), czy raczej początek „nowego oddechu” i nowego cyklu koniunkturalnego?
- Co więcej, w świecie zdominowanym przez dostosowawcze warianty polityki monetarnej i dążenie rządów do wzmocnienia polityki prorozwojowej pojawiły się źródła poważnych napięć między nową administracją Stanów Zjednoczonych a Fedem — początkowo były one związane z prowadzoną polityką pieniężną, a obecnie skupiają się na aktualnej (uważanej za „niemożliwą do zaakceptowania”) roli Fedu w regulowaniu rynku (w tym sektora bankowego). Oprócz tego, że w 2018 r. Janet Yellen prawdopodobnie nie zostanie ponownie powołana na obecne stanowisko, możemy się spodziewać wzrostu napięć między Fedem i administracją Trumpa, co tylko zwiększy zmienność na rynkach.
- Debata w sprawie protekcjonizmu wzbudza autentyczne obawy. Historia pokazuje, że tego rodzaju epizody nie powinny wzbudzać optymizmu co do wzrostu gospodarczego. Motyw ten powraca w sytuacji, gdy handel towarami gwałtownie spada — powszechnie wiadomo też, że ekspansji wymiany handlowej zwykle towarzyszy polityka zagraniczna zorientowana na otwartość. Autocentryzm ekonomiczny nie wróży dobrze stosunkom międzynarodowym. Tendencje protekcjonistyczne w Stanach Zjednoczonych zdążyły już przełożyć się na napięcia dyplomatyczne i ekonomiczne w relacjach z Chinami (które zaostrzyły swoje mechanizmy kontroli rynku kapitałowego), Meksykiem, a nawet Japonią.

Oto podsumowanie naszych przekonań:

- Obecnie rozsądne jest wykorzystywanie przedłużenia obecnego cyklu — na razie wiara w nowy cykl wzrostu gospodarczego lub poprawę potencjału wzrostu jest przesadzona. Choć wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych skorzysta na bardziej hojnej polityce fiskalnej i podatkowej, nie powinno dojść do rozpoczęcia nowego, bardziej solidnego cyklu koniunkturalnego. Niemniej należy bardzo uważnie przyglądać się przyszłym decyzjom dotyczącym opodatkowania, w tym podatków od firm, ponieważ dadzą one impetu rynkowi akcji.
- Mimo to kontekst raz jeszcze okazał się korzystny dla rynku akcji, a zwłaszcza dla krajowych motywów inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych (mała i średnia kapitalizacja, popyt wewnętrzny i sektory cykliczne). Zmniejszyliśmy jednak te ekspozycje na korzyść rynku europejskiego, który wydaje się obiecujący, a zwłaszcza mniej ryzykowny, jeśli chodzi o wycenę. Przed wyborem Donalda Trumpa wycenę rynku Stanów Zjednoczonych uważaliśmy za przesadzoną (kapitalizacja duża, średnia i mała). Innymi słowy, założenie to nadal będziemy uważać za słusne, jeśli nie damy się przekonać do wiary w nowy cykl wzrostu gospodarczego i zysków. Następną publikacją wyników spółek (w połowie marca) okaże się „sądnym dniem”. Obecnie alokacje krajowe w podziale na Japonię, Stany Zjednoczone i Europę są raczej podobne, choć nieznacznie preferujemy strefę euro. Jako kluczowe czynniki wpływające na nasze alokacje powróciły „jakość” w Stanach Zjednoczonych oraz „wartość”.



Nowość na wiele lat: napięcia między Fedem a administracją prezydenta ”



Ekonomiczny autocentryzm nie wróży dobrze stosunkom międzynarodowym i światowemu wzrostowi ”



Stany Zjednoczone: obecnie rozsądne jest stawianie na przedłużenie obecnego cyklu — na razie wiara w nowy cykl wzrostu gospodarczego lub poprawę potencjału wzrostu jest przesadzona. ”



Rynki akcji: obecnie alokacje krajowe w podziale na Japonię, Stany Zjednoczone i Europę są raczej podobne, choć nieznacznie preferujemy strefę euro ”

Luty 2017

- To samo w przypadku obligacji korporacyjnych: w naszych portfelach przeważamy tę klasę aktywów zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie. Należy jednak zauważyć, że obligacje ze Stanów Zjednoczonych ze względu na poziom zadłużenia tamtejszych firm są w porównaniu ze swoimi europejskimi odpowiednikami bardziej wrażliwe na wszelkie podwyżki stóp i wzrosty rentowności obligacji.
- Wzrost rentowności obligacji amerykańskich nie utrzyma się: oczekujemy tymczasowego przesunięcia zakresu, w przeciwieństwie do zmian o charakterze fundamentalnym. Zwłaszcza różnica oprocentowania w stosunku do Europy lub Japonii, w tym ważona okresem zapadalności, powinna wkrótce spowodować powrót zainteresowania amerykańskimi obligacjami skarbowymi. Warto zwrócić na nie szczególną uwagę ze względu na możliwość zyskowych transakcji carry trade, jednak korzystna jest też ich naturalna charakterystyka jako instrumentu hedgingu makroekonomicznego w przypadku trudności na rynkach wschodzących lub w Europie.
- W środowisku powoli i tymczasowo rosnących rentowności obligacji ze Stanów Zjednoczonych nie należy oczekiwać gwałtownego wzrostu stóp długoterminowych w Europie, zwłaszcza gdy EBC nadal skupuje obligacje o wartości znacznie przewyższającej sumę emisji netto całej strefy euro. Koniec programu QE EBC oznaczałby gwałtowny wzrost rentowności niemieckich obligacji 10-letnich (+150 p.b. do osiągnięcia poziomu równowagi) oraz obligacji krajów peryferyjnych (od 250 do 350 p.b. w zależności od kraju), czyli zasadniczo kryzys na rynku obligacji. Ryzyko to nie zmaterializuje się w 2017 r. w rezultacie działań EBC, jednak rosnące zagrożenia polityczne spowodują, że spready obligacji (w stosunku do papierów niemieckich) utrzymają się na poziomach wyższych niż w trakcie ostatnich dwóch lat. Kluczowym problemem w wyborach w Holandii, we Włoszech lub we Francji jest sprawa przyszłości Europy i dlatego ich wyniki wpłyną na wszystkie spready. Należy wystrzegać się krajów o niskiej wypłacalności oraz wysokiej niestabilności lub niepewności politycznej.
- Inflacja wzrosła w Stanach Zjednoczonych głównie w rezultacie rosnących cen surowców, co pobudza oczekiwania inflacyjne i uzasadnia dalsze podwyżki stóp Fedu. Wzrost cen wkrótce przekroczy cel Fedu (2%), zaś obawy przed utrzymaniem się wzrostu inflacji ponownie znajdują się w centrum uwagi rynków. Na tym etapie wzrostu gospodarczego obawy te wydają się istotnie przesadzone, jednak wystarczyły, by skłonić nas do bardziej uważnego przyjrzenia się obligacjom indeksowanym inflacją. W I kwartale 2016 r. zdecydowaliśmy się powrócić na te rynki ze względu na korzyści oferowane przez tę klasę aktywów w zakresie hedgingu makroekonomicznego — były one również atrakcyjne ze względu na bardzo niską wycenę oraz olbrzymie niedoważenie w portfelach. Obecnie zainwestowaliśmy w te papiery z powodów związanych z ich danymi fundamentalnymi, w tym cyklem inflacji oraz wzrostem cen ropy (ten ostatni przypadek dotyczył obligacji krótkoterminowych).
- Fed nie będzie agresywnie podnosić stóp. Nadal nie rozpoczynamy cyklu normalizacji monetarnej, zaś obecna sytuacja bardzo różni się od cykli zainicjowanych przez Fed w roku 1995 (+ 300 p.b. w trakcie roku) czy 2004 (+ 425 p.b. w trakcie dwóch lat). Rezerwa Federalna z pewnością wykorzysta obecną sytuację („dyskontowanie” zmian tempa wzrostu gospodarczego, polityki ekonomicznej oraz oczekiwań inflacyjnych), aby przywrócić sobie pole manewru, jednak efektywne uwarunkowania (potencjał wzrostu gospodarczego, zadłużenie przedsiębiorstw, realna inflacja...) nie powinny pozwolić jej na wdrożenie wielu działań z zakresu zacieśniania polityki monetarnej. Spodziewamy się dwóch podwyżek stóp w 2017 r.
- Nawet jeśli wybór Donalda Trumpa na stanowisko prezydenta Stanów Zjednoczonych nieprzyjemnie zaskoczył wielu graczy inwestujących na rynkach wschodzących (napięcia polityczne, obawy przed środkami protekcyjnymi, frontalne ataki polityczne...) i również nas skłonił do ograniczenia ekspozycji, utrzymujemy dotychczasowe poglądy w średnim terminie: zaangażowanie w aktywa z rynków wschodzących może pozostać wysokie. Atrakcyjne wyceny, niedowartościowane waluty, znaczące niedoważenie portfeli, potencjalnie wysokie przepływy kapitałowe... wszystko to uzasadnia utrzymanie pozytywnego nastawienia (więcej szczegółów można znaleźć w wydaniu styczniowym — strony 10 i 11 w przypadku Chin oraz



Rynki obligacji korporacyjnych: utrzymujemy przeważenie ”



Trwały wzrost rentowności obligacji USA nie utrzyma się — już odzyskują one niektóre cechy czyniące je dobrym instrumentem carry trade i hedgingu makroekonomicznego ”



Europa: nie oczekujcie znaczącego wzrostu rentowności obligacji w Niemczech, ale spodziewajcie się wyższych spreadów obligacji skarbowych ze względu na kontekst polityczny ”



Obligacje indeksowane inflacją: inwestujemy w równym stopniu w papiery z USA, jak i w ich europejskie odpowiedniki ”



Fed: dwie podwyżki stóp w 2017, ale nadal brak realnej normalizacji ”



Luty 2017

11 i 12 w przypadku rynków wschodzących w ogóle). Oczekujemy dobrych wyników tych rynków w 2017 r. Obecnie nasza ekspozycja na waluty, akcje i produkty dłużne z rynków wschodzących jest niższa od pierwotnie zakładanej. Niemniej preferujemy dług denominowany w twardej walucie w stosunku do instrumentów dłużnych denominowanych w walutach lokalnych. Te ostatnie mają duży potencjał... ale jego realizacja zajmie trochę czasu.

- Utrzymujemy nasze długoterminowe poglądy na USD, zważywszy na rozbieżność oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego, wzrost spreadów między Stanami Zjednoczonymi i Japonią/Europą, a także odmienne orientacje polityki monetarnej. Co więcej, słabość walut rynków wschodzących w rzeczywistości raczej nie minie, dopóki utrzymywać się będą obawy przed wdrożeniem środków protekcyjnych.
- Utrzymujemy dotychczasowe strategie hedgingu makroekonomicznego. Globalny kontekst geopolityczny, napięcia dyplomatyczne między Stanami Zjednoczonymi a niektórymi ważnymi krajami (Chiny...) oraz kontekst polityczny w Europie uzasadniają pewne środki ochronne. Z tej perspektywy szczególnie interesujące są rynki obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, zmienność, gotówka w USD oraz obligacje indeksowane inflacją. Dla tych, którzy stawiają na poważniejsze „strzały ostrzegawcze”, istotne staje się też zajmowanie długich pozycji na złocie.



Utrzymanie długiej pozycji na USD wydaje się właściwe w bieżącym kontekście



Utrzymać zabezpieczenia w kontekście większej zmienności



Poniższa tabela zawiera podsumowanie naszej alokacji aktywów w portfelach obligacji, akcji i mieszanych.

Typ portfela

> Portfele akcji	> Portfele obligacji	> Portfele zdywersyfikowane
<ul style="list-style-type: none"> • Preferować akcje ze strefy euro w stosunku do Stanów Zjednoczonych • Sektory europejskie: przeważać ochronę zdrowia, neutralna na REIT, niedoważenie na bankach, Grecji i Portugalii • Sektory w USA: <ul style="list-style-type: none"> - przeważenie sektorów cyklicznych, finansów, małej i średniej kapitalizacji (krajowe motywy inwestycyjne) - niedoważenie motywów opartych na globalnym handlu • Rynki wschodzące: globalna ostrożność. W obrębie rynków wschodzących: <ul style="list-style-type: none"> - Przeważenie: Indie, Peru, Filipiny, Rosja, Meksyk - Niedoważenie: Chiny, Tajwan, Grecja, Turcja, RPA, Brazylia • Zdecydowana redukcja pozycji na walutach rynków wschodzących 	<ul style="list-style-type: none"> • Nieznaczne niedoważenie aktywów ryzykownych • Niedoważenie na obligacjach skarbowych USA • Redukcja przeważenia na obligacjach nieskarbowych w euro • Przeważenie na obligacjach nieskarbowych w Stanach Zjednoczonych • Pozycja długa na europejskim sektorze finansowym (jednak z zachowaniem selektywnego podejścia) • Zapadalność: globalnie neutralna do krótkiej, z przeważeniem krótkiej w przypadku segmentów oprocentowanych ujemnie • Krótka zapadalność na USD, GBP i JPY • Pozycja długa na obligacjach indeksowanych inflacją w USD i EUR • Dług rynków wschodzących: <ul style="list-style-type: none"> - preferować dług w twardych walutach (pozycja długa na USD) - zdecydowane niedoważenie komponentu długu w walutach lokalnych • Pozycja długa na USD w stosunku do EUR i JPY • Kilka długich pozycji na walutach eksportujących surowce rynków wschodzących 	<ul style="list-style-type: none"> • Długie pozycje na czynniku „wartości” i europejskim sektorze finansowym • Ogólnie pozytywne podejście do japońskich akcji (z zabezpieczeniem przed zmianą kursu jena) • Kilka pozycji długich na walutach, długu i akcjach rynków wschodzących • Zdecydowanie preferować dług rynków wschodzących denominowany w twardych walutach • Utrzymać przeważenie obligacji z krajów peryferyjnych strefy euro (z wyjątkiem Włoch) w stosunku do rdzenia • Utrzymać długą pozycję na obligacjach skarbowych USA (dla celów carry trade i hedgingu makroekonomicznego) • Obligacje przedsiębiorstw: pozytywne podejście zarówno do wysokодоходowych, jak i do inwestycyjnych, zwłaszcza w USA • Pozytywne podejście do inflacji progowej (wszystkie regiony)

Alokacja aktywów

Temat miesiąca

Stopy długoterminowe: zmiana reżimu czy tymczasowe wahania?

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

Wielokrotnie analizowaliśmy przyczyny wyjaśniające, dlaczego wybór Donalda Trumpa spowodował wzrost rentowności obligacji: priorytet wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, a także perspektywy zmiany kierunku polityki fiskalnej i podatkowej w kontekście powrotu inflacji powyżej celu Fedu, dające tej instytucji niekwestionowane pole manewru i umożliwiające jej kontynuowanie podwyżek stóp.

Wszystko to w sposób naturalny doprowadziło do wzrostu spreadów między Stanami Zjednoczonymi i Europą na wszystkich odcinkach krzywej. Rentowności obligacji europejskich (zarówno skarbowych, jak i korporacyjnych) w 2016 r. osiągnęły wartości ujemne, ale wzrost rentowności obligacji ze Stanów Zjednoczonych znacząco zmienił tę sytuację: o ile we wrześniu ponad 50% europejskich obligacji (skarbowych, quasi-skarbowych, korporacyjnych i finansowych) nadal było oprocentowane ujemnie, na koniec roku odsetek ten spadł poniżej 25%.

Mimo iż wzrost rentowności obligacji od czasu wyboru Donalda Trumpa nie zaskakuje, przywołuje kluczowe pytanie: czy jesteśmy świadkami radykalnego zwrotu występującego od wielu dekad trendu fundamentalnego, który powodował spadek rentowności obligacji, czy zakończył się etap anormalnie niskich stóp, czy chodzi raczej „po prostu” o jedną z tych wielu korekt, które regularnie występują na rynkach? Krótko mówiąc, czy chodzi o zmianę reżimu, zmianę poziomu, czy korektę w obrębie pasma fluktuacji?

Tak czy inaczej, wpływu rosnących rentowności obligacji w Stanach Zjednoczonych na europejskie instrumenty dłużne również nie należy ignorować. Wzrost rentowności może pochodzić z ośmiu głównych źródeł:

1. znaczące ożywienie w zakresie perspektyw wzrostu gospodarczego (faktycznego i/lub potencjalnego),
2. mniej dostosowawcze polityki stóp procentowych,
3. zakończenie QE,
4. powrót inflacji,
5. znacząca zmiana kierunku polityki fiskalnej i podatkowej,
6. pytania o wypłacalność (wątpliwości dotyczące długu publicznego, rosnącej premii za ryzyko...),
7. zmiana pozycjonowania portfeli (sygnalizująca koniec otoczenia niskich stóp),
8. w przypadku rentowności europejskich: wyższe rentowności obligacji ze Stanów Zjednoczonych oraz wysoka korelacja ze Stanami Zjednoczonymi.

Jak wygląda obecna sytuacja? W przypadku Stanów Zjednoczonych czynniki 1, 2, 4, 5 i 7 niewątpliwie leżą u podstaw wzrostu rentowności. W przypadku Europy pierwsze trzy czynniki nie urzeczywistniły się (jeszcze), a czwarty na razie nie wzbudza obaw. Piąty ze wspomnianych czynników nabiera kształtów, ale nie w Europie, tylko w Stanach Zjednoczonych... choć wywrze on wpływ na pierwsze cztery. Obecna debata w sprawie polityki podatkowej i fiskalnej ma kluczowe znaczenie dla stóp procentowych i rentowności obligacji. Czynniki szósty (zwłaszcza sytuacja polityczna) i siódmy muszą być ściśle monitorowane. Jedynie ósmy z powyższych czynników jest wysoce wiarygodny, a w połączeniu z pozostałymi powoduje wzrost rentowności.

Podsumowanie

Wzrost rentowności obligacji od czasu wyboru Donalda Trumpa nie zaskakuje, jednak przywołuje kluczowe pytanie: czy jesteśmy świadkami radykalnego zwrotu występującego od wielu dekad trendu fundamentalnego (tj. spadku rentowności obligacji), czy zakończył się etap anormalnie niskich stóp, czy chodzi raczej „po prostu” o jedną z tych wielu korekt, które regularnie występują na rynkach? Krótko mówiąc, czy chodzi o zmianę reżimu, zmianę poziomu, czy korektę w obrębie pasma fluktuacji? Po przeanalizowaniu typowych i charakterystycznych czynników wywołających wzrosty rentowności obligacji trzeba zwrócić uwagę na pięć wniosków:

- I. Przy braku nowego cyklu wzrostu gospodarczego rentowności obligacji Stanów Zjednoczonych powinny utrzymać się w paśmie fluktuacji 1,5%–3%.
- II. Nie powinno dojść do zmiany reżimu w przypadku rentowności obligacji z rdzenia strefy euro ani japońskich stóp procentowych. Poziom wzrost gospodarczego i inflacji, a także realizowane warianty polityki pieniężnej nie uzasadniają tego.
- III. Wpływ stóp amerykańskich będzie ograniczony dopóty, dopóki oczekiwania dotyczące zmiany reżimu pozostaną ograniczone w samych Stanach Zjednoczonych.
- IV. Wydaje się, że tylko przerwanie programów QE może znacząco i trwale zmienić poziom rentowności obligacji w strefie euro.
- V. Z drugiej strony, można powiedzieć, że europejskie wybory i związana z nimi niepewność są wystarczająco istotne, by spowodować zmianę spreadów obligacji krajów peryferyjnych.



Wzrost rentowności obligacji od czasu wyboru Trumpa nie zaskakuje... ale czy jest możliwy do utrzymania?



Luty 2017

W odniesieniu do powyższej tabeli trzeba zwrócić uwagę na pięć konkluzji:

- I. Przy braku nowego cyklu wzrostu gospodarczego rentowności obligacji Stanów Zjednoczonych powinny utrzymać się w paśmie fluktuacji 1,5%–3%.
- II. Nie powinno dojść do zmiany reżimu w przypadku rentowności obligacji z rdzenia strefy euro ani japońskich stóp procentowych. Poziom wzrostu gospodarczego i inflacji, a także realizowane warianty polityki pieniężnej nie uzasadniają tego.
- III. Wpływ stóp amerykańskich będzie ograniczony dopóty, dopóki oczekiwania dotyczące zmiany reżimu pozostaną ograniczone w samych Stanach Zjednoczonych.
- IV. Wydaje się, że tylko przerwanie programów QE może znacząco i trwale zmienić poziom rentowności obligacji w strefie euro.
- V. Z drugiej strony, można powiedzieć, że europejskie wybory i związana z nimi niepewność są wystarczająco istotne, by spowodować zmianę spreadów obligacji krajów peryferyjnych.



Nie należy nie doceniać wpływu wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych na długoterminowe stopy w Europie



Podsumowanie

Przypomnijmy trzy kwestie:

- W 2016 r. europejskie rynki obligacji stopniowo stają się coraz bardziej dysfunkcyjne — rentowności są skrajnie niskie, a w każdym razie dalekie od typowych wartości wynikających z danych fundamentalnych, co być może stanowi największe źródło ryzyka. W rezultacie realizacji programów QE w szczególności mierniki rynku obligacji (cena, rentowności i zmienność) okazują się niewiarygodne i przypominają barometr, który nie przewiduje już trafnie jutrzejszej pogody, podczas gdy ryzyko (wzrost kontra spadek) stało się całkowicie asymetryczne.
- Choć europejskie rynki obligacji zależą od rentowności w Stanach Zjednoczonych, pozostają też „na łasce” polityki EBC w zakresie luzowania ilościowego. Zakończenie programów QE spowodowałoby wzrost rentowności bundów o około 150 p.b. (obecna luka między poziomem bieżącym a poziomem równowagi), a także wzrost spreadów obligacji w krajach peryferyjnych (w stosunku do Niemiec) z 250 do 350 p.b. W niektórych krajach rentowności byłby ponad dwukrotnie wyższe od obecnych! Prawdziwy kryzys finansowy... lub krach na rynku obligacji!
- Powrót zainteresowania obligacjami indeksowanymi inflacją zostaje potwierdzony. Bieżąca konfiguracja od kilku miesięcy sprzyja jej klasie aktywów. To od dawna zaniedbywany rodzaj aktywów, który był znacznie niedoważany w międzynarodowych portfelach i w rezultacie charakteryzował się atrakcyjną wyceną. Do tego dochodzi wzrost cen surowców, na czele z ropą naftową, która ma szczególnie wyraźny wpływ na krótkoterminowe obligacje indeksowane inflacją. Obligacje indeksowane inflacją są nie tylko dobrym narzędziem ochrony przed wzrostem indeksów cen, lecz również instrumentem atrakcyjnym pod względem wyceny.

Luty 2017

W poniższej tabeli przedstawiono analizę zróżnicowanych czynników wpływających na wspomniany powyżej wzrost rentowności obligacji.

Elementy powodujące wzrosty rentowności obligacji w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro		
Wyzwalacz	Stany Zjednoczone	Strefa euro
I. Znaczące ożywienie w zakresie perspektyw wzrostu gospodarczego (faktycznego i/lub potencjalnego)	Poprawa perspektyw wzrostu, jednak wzrost potencjalny dotychczas bez zmian (poniżej 2%). Przyszłe środki podatkowe (zwłaszcza podatek od osób prawnych) prawdopodobnie dodadzą impetu inwestycjom oraz rynkowi akcji. Nie oczekujemy trwałej poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego. Sytuacja sprzyja większej zmienności obligacji.	Sytuacja ekonomiczna stopniowo się poprawia, jednak niewystarczająco, aby doszło do radykalnej zmiany sytuacji, która skompensowałaby wpływ niskiej inflacji, QE oraz polityki stóp procentowych.
Ryzyko	Umiarkowane w krótkim terminie, niskie w średnim terminie.	Niskie w krótkim terminie, niskie w średnim terminie.
II. Mniej dostosowawcze polityki stóp procentowych	Fed chce odzyskać pole manewru, ale na razie nie jest w stanie zrealizować tego zamierzenia. Powinien być w stanie podnieść stopy procentowe dwukrotnie w 2017 r. Nadal nie jest to rzeczywista normalizacja polityki monetarnej.	EBC utrzyma politykę niskich stóp procentowych jeszcze przez kilka lat. Odejście od ujemnych stóp (jako środka raczej nieefektywnego i beзуzytecznego) nie powinno być interpretowane jako powrót do restrykcyjnej polityki monetarnej.
Ryzyko	Niskie ryzyko normalizacji, jednak przy efektywnym dążeniu do zacieśnienia monetarnego w 2017 r.	Niskie ryzyko wzrostu stóp... chyba że EBC zdecyduje się na odejście od stóp ujemnych.
III. Zakończenie programów QE	Fed zatrzymał swoje programy skupu aktywów, jednak nadal reinwestuje środki w zapadające papiery. Jest oczywiste, że jego suma bilansowa pozostaje bez zmian. Korekta tej strategii byłaby mocnym, a zarazem negatywnym komunikatem dla rynków akcji.	EBC właśnie zdecydował się przedłużyć obecny program skupu aktywów. Debata w sprawie zakończenia QE powinna regularnie powracać, jednak najprawdopodobniej spowoduje raczej zmianę reżimu zmienności stóp procentowych niż zmianę ich wysokości. Należy jednak pamiętać, że przedwczesny koniec programu QE wywarłby podobne skutki, jak krach na rynku obligacji (wzrost rentowności obligacji, wyższe spready między członkami europejskiej unii walutowej, wyższa zmienność).
Ryzyko	Umiarkowane.	Brak w 2017 r., ale debata jest nieuchronna.
IV. Powrót inflacji	Inflacja rośnie — to fakt, ale nie stanowi zagrożenia, zwłaszcza, że wszyscy zgadzają się co do tego, iż wyższa inflacja byłaby pożądana. Oczekiwania inflacyjne pozwalają Fedowi na podwyższanie stóp. Powoduje to wzrost rentowności obligacji.	Brak widocznych źródeł presji inflacyjnej zarówno po stronie podaży, jak i po stronie popytu.
Ryzyko	Niskie.	Bardzo niskie.
V. Znacząca zmiana kierunku polityki fiskalnej i podatkowej	Administracja Trumpa zależy na pobudzeniu wzrostu gospodarczego za pośrednictwem polityki fiskalnej i podatkowej. Nie należy przeceniać skali wdrażanych środków (wymagana jest zgoda Kongresu) ani nie doceniać opóźnienia między przyjęciem środków a ich wpływem na aktywność gospodarczą.	Cięcia stóp dały europejskim rządów pole manewru, a poza tym zbliżają się ważne wybory. Wiele instytucji (MFW, OECD...) rekomenduje skorzystanie z takiego pola manewru. Znaczące bodźce fiskalne są jednak mało prawdopodobne.
Ryzyko	Umiarkowane, ale utrzymuje się.	Bardzo ograniczone.
VI. Pytania o wypłacalność (wątpliwości dotyczące długu publicznego, rosnące premii za ryzyko...)	Stany Zjednoczone nie kontrolują swojego długu publicznego, podobnie jak wiele innych krajów, jednak dolar pozostaje główną walutą rezerwową. To je chroni. Przy braku wątpliwości dotyczących samego dolara ryzyka tego nie należy przeceniać. Warto tylko przypomnieć, że w 2013 r. wstrzymanie działalności rządu federalnego („shutdown”) nie wystarczyło do wygenerowania premii za ryzyko od długu Stanów Zjednoczonych.	Zmiany już trwają: spready obligacji Włoch rosną, podobnie jak we Francji, ze względu na niepewne i skomplikowane uwarunkowania polityczne. Należy zauważyć, że stawką wyborów w Holandii, we Włoszech, we Francji i w Niemczech (wszystkie odbędą się w 2017 r.) nie jest już tylko sytuacja krajowa. Najważniejsze pytanie dotyczy obaw o zaangażowanie tych krajów w Unię Europejską i europejską unię monetarną, co uzasadnia pogorszenie wszystkich spreadów w stosunku do Niemiec.
Ryzyko	Niskie, ale rosnące.	Wysokie.
VII. Zmiana pozycjonowania portfeli (sygnalizująca koniec otoczenia niskich stóp i rentowności)	Wybór Donalda Trumpa „oczyszczył” w tym momencie rynek, a pozycje na rentownościach obligacji są obecnie znacznie mniej asymetryczne.	Rentowności europejskie również wzrosły po wyborze Trumpa, choć mniej niż za oceanem, co znajduje uzasadnienie w odmiennym kontekście. Jednym z zagrożeń rynku europejskiego jest jego asymetria związana z występowaniem zdecydowanego konsensusu dotyczącego utrzymywania stóp procentowych i rentowności obligacji na niskich poziomach przez długi okres. To z kolei przemawia za wzrostem zmienności w miarę rozwoju wydarzeń (stopy w USA, europejskie wybory, poziomy inflacji...).
Ryzyko	Niskie do umiarkowanego.	Umiarkowane do wysokiego.
VIII. Wzrost rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych oraz wysoka korelacja z rentownościami w tym kraju.	Dopóki poziom potencjalnego wzrostu gospodarczego pozostanie niezmienny (zależy on w znacznej mierze od uwarunkowań demograficznych i wzrostu produktywności), a także dopóki środki fiskalne i podatkowe będą ograniczone, wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych nie przyspieszy. Wzrosty stóp procentowych i rentowności obligacji będą ograniczone.	Umiarkowany poziom korelacji ze Stanami Zjednoczonymi znajduje uzasadnienie w odmienności cykli koniunkturalnych, źródeł presji deflacyjnej, cykli polityki monetarnej... Rentowności obligacji europejskich zachowują pewien poziom autonomii. Należy jednak pamiętać, że nie chodzi tu o jakąś naturalną niezależność strefy euro. Wzrost (lub spadek) rentowności w Stanach Zjednoczonych nieuchronnie znajdzie odzwierciedlenie w stopach europejskich.
Ryzyko	Umiarkowane.	Umiarkowane.

Luty 2017

Alokacja aktywów

Tabele podsumowujące

Alokacja aktywów: prognozy i przekonania dla wielu klas

	Zmiana 1 m	---	--	-	0	+	++	+++
Akcje / obl. skarbowe	→						□	
Obl. przedsiębiorstw / obl. skarbowe	→						□	
Akcje / obl. przedsiębiorstw	→					□		
Zapadalność	→				□			
Obligacje korporacyjne	→					□		
Ropa naftowa	→					□		
Złoto	→				□			
Gotówka EUR	→			□				
Gotówka USD	→					□		

Alokacja aktywów: prognozy względne i przekonania dotyczące znaczących klas aktywów

	Zmiana 1 m	---	--	-	0	+	++	+++
Akcje	Akcje USA	↙						
	Akcje Japonia	→						
	Akcje euro	→					□	
	Akcje Wlk. Brytania	→						
	Pacyfik bez Japonii	↙						
	Akcje r. wschodzące	→						
Obl. skarbowe	Długot. obl. skar. USA, krótka	→		□				
	Długot. obl. skar. USA, długa	→		□				
	Rdzeń euro, krótka	→			□			
	Rdzeń euro, długa	→				□		
	Peryferia euro	→				□		
	Obligacje Wlk. Brytania	→			□			
	Obligacje Japonia	→			□			
	Obligacje przedsiębiorstw	USA inwestycyjne	→					□
USA wysokodochodowe		→					□	
Euro inwestycyjne		→					□	
Euro wysokodochodowe		→					□	
Dług r. wsch. w twardej walucie		→				□		
Dług r. wsch. w walucie lok.		→			□			
FX	USD	→					□	
	EUR	→						
	JPY	→			□			
	GBP	→				□		

Powyższa tabela dotyczy horyzontu inwestycyjnego 6–12 miesięcy. Zmiany odzwierciedlają prognozy przedstawione na ostatnim spotkaniu naszego komitetu inwestycyjnego. W wierszach przedstawiono prognozy względne dla każdej ze znaczących klas aktywów oraz prognozy bezwzględne dla walut i surowców. Prognozy, zmiany prognoz i opinie dotyczące klas aktywów odzwierciedlają spodziewany kierunek (+/-) oraz siłę przekonania (+/+/+/+). Są one niezależne od ograniczeń i aspektów związanych z konstrukcją portfeli.

Strategie hedgingu makroekonomicznego

	zmiana 1m	0	+	++	+++
Skarbowe USA – długa	↗		□		
Bundy – długa	→	□			
USD – długa	→		□		
JPY – długa	→	□			
Zmienność – długa	→		□		
USD gotówka – długa	→		□		
Złoto – długa	→		□		
TIPS USA – długa	→		□		

Wybór Donalda Trumpa jest prawdziwym szokiem dla polityki gospodarczej, w tym w szczególności dla polityki fiskalnej i budżetowej. Dyskontowaniu wzrostu gospodarczego w wycenach towarzyszy wzrost stóp długo- i krótkoterminowych oraz aprecjacja dolara. Napięcie, które pojawiło się po referendum w sprawie Brexitu, osłabło, jednak wiemy, że oczekuje się, iż Wielka Brytania powoła się na artykuł 50 Traktatu przed końcem marca 2017 r. Zbliżające się negocjacje niewątpliwie będą trudne i rozpoczną się w kontekście coraz wrażliwszego europejskiego tła politycznego (wybory w kilku krajach, w tym we Francji i w Niemczech).

W rezultacie utrzymujemy niektóre strategie hedgingu makroekonomicznego (patrz tabela).

Powyższa tabela dotyczy krótkiego horyzontu inwestycyjnego 1–3 miesięcy. Zmiany (kolumna 2) odzwierciedlają prognozy przedstawione na ostatnim spotkaniu naszego komitetu inwestycyjnego. W wierszach przedstawiono poziom naszej awersji do ryzyka, a także nasze strategie hedgingu makroekonomicznego. Tabelę należy rozpatrywać w kontekście tabel alokacji aktywów. Prognoza negatywna pod względem alokacji aktywów nie będzie skutkować hedgingiem. Prognoza tymczasowo negatywna (negatywna w krótkim terminie, ale pozytywna w długim) może skłonić nas do ochrony portfela, bez wpływu na nasze prognozy długoterminowe. Zastosowanie strategii oznaczono symbolem (+), zaś jej skalę przedstawiono na osi (+/+/+/+). Strategie te są niezależne od ograniczeń i aspektów związanych z konstrukcją podlegającego ochronie portfela pierwotnego. Przedstawione pozycje są jednak ze sobą wzajemnie skoordynowane w celu maksymalizacji efektywności.

Czynniki ryzyka

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

W poniższej tabeli przedstawiono 17 czynników ryzyka z przypisanymi prawdopodobieństwami. Opisano w niej również najbardziej prawdopodobne skutki dla rynków.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 1] **Percepcja znaczącej zmiany w policy mix Stanów Zjednoczonych** [PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] **75%**

ANALIZA Wybór Donalda Trumpa niewątpliwie reprezentuje wielką zmianę w amerykańskiej filozofii — jak wynika ze stwierdzeń nowego prezydenta, obecnie mniejsze znaczenie będzie mieć logika „policjanta świata”, a kraj bardziej skupi się na swoich sprawach. Niezależnie od tego przełomu pojawia się jednak również pytanie o to, jak istotnym zmianom ulegnie polityka ekonomiczna, a zwłaszcza polityka fiskalna i podatkowa. Jaka polityka monetarna będzie towarzyszyć tym zmianom? Wszystkie te pytania są niezwykle istotne. Wiemy, że planowane są cięcia podatkowe i ożywienie wydatków na infrastrukturę, jak również że wpływ na deficyt budżetowy może być bardzo znaczący, z typowymi konsekwencjami dla stóp długoterminowych, długu publicznego... i polityki monetarnej. Wiemy również, że amerykański Kongres (nawet z republikańską większością) nie będzie bezwarunkowo wspierał nowego prezydenta w zakresie tych tematów: w istocie nie sprzyja on dużym deficytom budżetowym. W tym kontekście nawet jeśli zmiany pozostaną umiarkowane w odniesieniu do obietnic z czasów kampanii, niestawianie na znaczący przełom niewątpliwie byłoby błędem. Niektóre propozycje, takie jak „propozycja podatku granicznego”, w przypadku wdrożenia okazałyby się autentycznie przełomowe. To samo można powiedzieć o obniżeniu podatku od osób prawnych. Jeśli okaże się ono znaczące, jego skutki będą prawdopodobnie odczuwalne w wielu obszarach, w tym zakresie repatriacji zysków i inwestycji do USA. Rozwój sytuacji w tym zakresie należy ściśle monitorować.

WPLYW NA RYNEK Zwycięstwo Donalda Trumpa wiąże się z niepewnością dotyczącą wielu kwestii: międzynarodowej roli Stanów Zjednoczonych, NATO, umów handlowych, porozumienia w sprawie klimatu, polityki antyimigracyjnej, polityki handlowej, protekcjonizmu oraz możliwych cel. Przyszłe działania Trumpa, o ile zostaną zatwierdzone przez Kongres, wiążą się z dodatkowym ryzykiem dla rynków finansowych (głównie dla dolara, zmienności otoczenia oraz stóp długoterminowych). Ukryty konflikt z Fedem również wzbudza niepokój na rynkach instrumentów stałodochodowych. Ryzyka znaczącej zmiany polityki ekonomicznej, prowadzącego do wzrostu deficytów, ale również przyspieszenia wzrostu gospodarczego, ożywienia dolara i powrotu oczekiwań inflacyjnych, nie należy obecnie traktować jako marginalnego. Konieczne będzie uważne obserwowanie negocjacji z Kongresem.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 2] **Włochy: następnym krokiem referendum w sprawie „Italexit”?** [PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] **15%**

ANALIZA Powołanie rządu technokratycznego (pod przewodnictwem Paolo Gentiloniego) oraz rozszerzenie programu skupu aktywów Europejskiego Banku Centralnego uspokoiły włoskie rynki finansowe, jednak obecnie chodzi raczej o weryfikację ordynacji wyborczej przed zbliżającymi się wyborami powszechnymi. Mimo iż wybory były pierwotnie planowane na luty 2018 r., rynki finansowe z jednej strony obawiają się, że wcześniejsze wybory doprowadziłyby do przejścia władzy przez „populistyczną” partię Ruch Pięciu Gwiazd, a z drugiej strony odczuwają strach przed możliwością przeprowadzenia referendum w sprawie członkostwa w Unii Europejskiej („Italexit”). Wzrost znaczenia populizmu (który jest równoznaczny z odrzuceniem establishmentu, odrzuceniem tradycyjnych partii, wzrostem protekcjonizmu, odrzuceniem globalizacji, niezgodą na rosnące nierówności, odmową centralizacji czy wrogością wobec reform systemów socjalnych itp.) we Włoszech również jest rzeczywistością. Występuje ryzyko znaczącej zmiany po 5 latach względnej stabilności politycznej. Niewątpliwie byłby to najgorszy scenariusz, który początkowo mógłby doprowadzić do politycznej niestabilności, a nawet kryzysu, nieuchronnie skutkując wstrzymaniem reform. Przypomnijmy jednak, że Ruch Pięciu Gwiazd ma charakter bardziej antyestablishmentowy niż antyeuropejski. Niemniej Włosi należą do narodów podchodzących do euro najmniej entuzjastycznie. Chcemy przez to powiedzieć, że ewentualne referendum w sprawie członkostwa w UE wiązałoby się z poważną niepewnością.

WPLYW NA RYNEK Perspektywa wcześniejszych wyborów zapoczątkowałaby etap politycznej niestabilności. Byłaby to zła wiadomość dla kraju, który spóźnia się pod względem wzrostu gospodarczego (zwłaszcza w porównaniu do Hiszpanii, „odpowiednika” Włoch na rynkach). Jego dług jest jednak tak czy inaczej chroniony program QE Europejskiego Banku Centralnego, co zapobiega ucieczce inwestorów (którzy poszukują wysokich rentowności i spreadów). W przypadku referendum w sprawie Italexitu (obecnie nadal antykonstytucjonalnego) włoski rynek obligacji stałby się bardziej ryzykowny od pozostałych, a spready stóp procentowych spadłyby jeszcze bardziej w związku z uwzględnieniem włoskiego ryzyka w wycenach. Niestabilność polityczna osłabiłaby również poważne krajowe rynki akcji i stóp procentowych.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 3] **Niewłaściwa interpretacja intencji Fedu... lub niewłaściwa ocena sytuacji przez Fed** [PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] **30%**

ANALIZA Wybór Donalda Trumpa nieco zwiększył niepewność: nowy prezydent prawdopodobnie nie powoła Janet Yellen na drugą kadencję w 2018 r. Trump jest też znany ze swojej krytyki wobec „samozadowolenia” z polityki monetarnej. Republikanie ostatnio odnosili się też wrogo do przewodniczącej Fedu, zwłaszcza jeśli chodzi o jej stanowisko w sprawie regulacji, których ograniczenie było priorytetem dla prezydenta Trumpa. Zrozumienie przekazu dotyczącego stóp procentowych przysparza trudności: jak można jednocześnie osiągnąć szybszy wzrost PKB, osłabienie dolara i zaostrzenie polityki monetarnej? Niewłaściwa interpretacja intencji lub decyzji Fedu już wcześniej była znaczącym czynnikiem ryzyka. Od czasu wyborów sytuacja tylko się pogorszyła. Przy wzroście PKB zbliżonym do 2%, inflacji około 2% i pełnym zatrudnieniu stopa funduszy Fedu powinna być znacznie wyższa niż obecnie, gdyby realizowany był normalny cykl polityki monetarnej. Pod względem technicznym Fed jest „za krzywą”. Za prawdziwością tego założenia przemawia choćby to, że w połowie przypadków od 1945 roku (sześć z ostatnich 12 razy) w ciągu dwóch lat od zakończenia cyklu zacieśnienia polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych następowała recesja gospodarcza. Właśnie tego niewątpliwie obawia się rynek w związku z możliwością zbyt szybkich, a przede

Luty 2017

Czynniki ryzyka

wszystkim zbyt mocnych posunięć Fedu. Na razie Fed pozostaje ostrożny. Dobrze zdaje sprawę z tego, że poziomy wzrostu gospodarczego oraz bieżący cykl dotychczas nie gwarantowały znaczącego wzrostu stóp procentowych, jak również że trwające od ośmiu lat odwrócenie ultradostosowawczej polityki monetarnej ma znaczenie większe niż zwykle. Celem Fedu jest powstrzymanie aprecjacji dolara (modele tej instytucji pokazują, że wzrost efektywnego kursu dolara o 10% odpowiada zacieśnieniu stóp procentowych banku centralnego o 175 p.b.). Wskaźniki inflacji są obecnie bliskie celowi Fedu, a ponadto oczekuje się, że bank centralny Stanów Zjednoczonych w 2017 r. podniesie stopy dwukrotnie. Jest jednak jedno zastrzeżenie: Fed musi uniknąć błędów komunikacji. Rynki mogłyby zareagować kiepsko, gdyby stopy zostały zwiększone zbyt wcześnie, nadmiernie lub bez solidnego uzasadnienia, bądź też w przypadku istotnych niespodzianek.

WPLYW NA RYNEK Jeśli Fed zmieni stopy, będzie można liczyć na ostre załamanie kursów akcji oraz rozprzestrzenienie się spadków na już osłabione rynki wschodzące. Taka sytuacja przełożyłaby się na wzrost spreadów i różnic stóp procentowych między Europą i Stanami Zjednoczonymi, a także dalsze osłabienie euro — co stanowi dwa czynniki przemawiające za europejskimi aktywami ryzykownymi.

[RYZIKO NR 4] „Twarde lądowanie” dla Chin / pęknięcie banki kredytowej

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 20%

ANALIZA Model biznesowy Chin w ostatniej dekadzie uległ zmianie. Wzrost PKB nie zależy już od eksportu tak bardzo, jak kiedyś, a jego głównym czynnikiem stał się popyt wewnętrzny. Taka ewolucja ma pewne wady: występują oznaki przekredytowania, dług rośnie do niebotycznych poziomów, a konkurencyjność przemysłu spada, podobnie jak wzrosty produktywności. Krótko mówiąc, maleje potencjał wzrostu gospodarczego. 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 (5% obecnie w stosunku do 10% przed 15 laty). Innymi słowy, czy Chiny doświadczą kryzysu ekonomicznego na dużą skalę? Z kolei poważniejsze załamanie chińskiego wzrostu gospodarczego wydłużyłoby i tak już pokazną listę globalnych źródeł presji deflacyjnej. Najnowsze wskaźniki ograniczyły to ryzyko — wzrost PKB w skali rocznej w trzech ostatnich kwartałach ustabilizował się na poziomie około 6,7%. Wprowadzenie ceł na poziomie 45% (które Donald Trump obiecywał w trakcie kampanii) sprzyjałoby zainicjowaniu tej spirali ujemnego sprzężenia zwrotnego, jednak w ogóle nie wierzymy w zastosowanie takiego środka.

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 5] Załamanie globalnego wzrostu

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 15%

ANALIZA Twarde lądowanie chińskiej gospodarki oznaczałoby załamanie globalnego wzrostu, jednak możliwe są też inne okoliczności. 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. Dotychczas spowolnienie na rynkach wschodzących było namacalną rzeczywistością, podczas gdy sytuacja na rynkach „rozwiniętych” od czterech 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, zatrudnieniem... krótko mówiąc, z popytem wewnętrznym (głównie konsumpcją prywatną) — obecnie głównym czynnikiem napędowym wzrostu gospodarczego.

WPLYW NA RYNEK Abstrahując od ekspansjonistycznej polityki ekonomicznej (a zwłaszcza polityki fiskalnej), 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 6] Recesja w Stanach Zjednoczonych

[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 20%

ANALIZA Oczekujemy wzrostu PKB na poziomie 2% w 2017 r. (w porównaniu z 1,6% w 2016 r.), a następnie niewielkiego przyspieszenia w 2018 r. (2,2%). W rezultacie wzrost gospodarczy przez najbliższe dwa lata utrzyma się nieznacznie powyżej swojej wartości potencjalnej. 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 425 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 takie podwyżki stóp. Obawy wzbudza również niepewność związana z przyszłą polityką ekonomiczną. W swojej skrajnej postaci protekcjonizm (a w szczególności jego wpływ na Meksyk i Chiny), surowy plan antyimigracyjny (z redukcją siły roboczej i populacji, a także wzrostem kosztów pracy) oraz renegocjacja traktatów handlowych mogłyby doprowadzić gospodarke na próg recesji. Przyjęcie programu w jego obecnej postaci jest jednak mało prawdopodobne — zamiast tego powinniśmy skupić się na nieznacznie lepszych perspektywach wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych (przynajmniej w krótkim okresie).

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 napięć. Należy oczekiwać, że w przyszłości budżety nadal będą istotnie niezrównoważone.

Luty 2017

Czynniki ryzyka

[ŹRÓDŁO RYZYKO NR 7] Gwałtowna dewaluacja juana

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 10%

ANALIZA Przez kilka dni w połowie sierpnia 2015 r. Chiny sprawiły wrażenie, że rezygnują ze swojej polityki kursów wymiany, przygotowując rynek na znaczącą deprecjację juana (w 1994 r. zdevaluowały juana o 30%). Te same obawy powróciły na początku stycznia 2016 r. 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 tego robić, a juan wchodzi obecnie (od 1 października) w skład SDR. W 2016 r. Chiny skorygowały swój system wymiany walutowej i realizują plan stopniowej dewaluacji juana. Wdrożenie polityki protekcjonistycznej w Stanach Zjednoczonych miałyby fatalne skutki — chińskie władze byłyby niezdolne do realizacji tej polityki walutowej, a nawet niechętne jej, zwłaszcza ze względu na to, że juan nie jest znacząco niedowartościowany. W przeciwieństwie do tego, w co wierzy lub co twierdzi Trump, Chiny de facto nie manipulują swoją walutą, a ostatnia sytuacja zmusiła chińskie władze do zaostrzenia mechanizmów kontroli kapitału, mimo iż decyzja ta pozostaje w sprzeczności z ich dotychczasowym planem długoterminowym. Oprócz natychmiastowych, wysoce negatywnych konsekwencji dla rynków finansowych gwałtowna dewaluacja (o przynajmniej 10% w ciągu jednego dnia) niewątpliwie została zinterpretowana jako przyznanie się do słabości polityki ekonomicznej jako całości. Bardzo niskie ryzyko, jednak bardzo wysoka potencjalna szkodliwość, ponieważ najważniejszym wyzwaniem stojącym obecnie przed Chinami jest otwarcie rachunku kapitałowego: przyciągnięcie międzynarodowych inwestorów oznacza akceptację mniej niezależnej polityki pieniężnej, wyższą zmienność kursu wymiany, różne reguły dla rynku onshore i offshore, bardziej zmienne przepływy kapitałów, trudniejszą administrację rynkami bardziej zależnymi od międzynarodowych inwestorów, większą przejrzystość w zakresie funkcjonowania przedsiębiorstw (zwłaszcza państwowych)... Krótko mówiąc, chodzi o dość radykalną zmianę w zakresie nadzoru. Znacząca dewaluacja juana byłaby bardzo kiepską decyzją.

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. Byłby to cios dla euro i dla europejskiej gospodarki, ponieważ waluty rynków wschodzących odpowiadają za ponad 70% efektywnego kursu wspólnej waluty.

[ŹRÓDŁO RYZYKO NR 8] Znaczące spowolnienie w gospodarkach wschodzących

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 20%

ANALIZA Spadające ceny surowców, problemy ze wzrostem gospodarczym w Chinach oraz zbliżająca się zmiana polityki monetarnej (i handlowej) Stanów Zjednoczonych — wszystkie te czynniki w ostatnich latach pobudziły 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. Azji udało się wytrzymać to napięcie dzięki dobrej kondycji chińskiej gospodarki oraz jej zdolności do radzenia sobie z trudnościami — pewne znaczenie miało również to, że strefa ta jest konsumentem surowców netto. Bankructwa przedsiębiorstw i wskaźniki wyprzedzające aktywności niekiedy wzbudzały alarm na rynkach, jednak zasoby zaangażowane przez władze Chin (cięcie stóp procentowych i obniżenie stopy rezerw obowiązkowych dla banków, zastrzyki płynności, środki fiskalne i podatkowe, utrzymanie polityki walutowej itp.) ostatecznie ustabilizowały sytuację. Ryzyko wiąże się z tym, że popyt krajowy załame się, a polityka ekonomiczna stanie się całkowicie nieefektywna. Tak czy inaczej, w ostatnich miesiącach ryzyko spadło: w szczególności wzrost cen ropy (większa spójność działań w ramach OPEC) i napływ kapitału (z wyjątkiem Chin) sprawiły, że rynki te odzyskały siły. Obawy przed przywróceniem protekcjonizmu w Stanach Zjednoczonych doprowadziły do powrotu wątpliwości dotyczących wyników gospodarczych wielu gospodarek wschodzących.

WPLYW NA RYNEK 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 oraz załamania aktywności gospodarczej 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 RYZYKO NR 9] Problemy po Brexicie trwale osłabiają Wielką Brytanię

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 70%

ANALIZA „Brexit to Brexit, a my przekazujemy go w sukces”. Takie stanowisko przedstawiła Theresa May w momencie objęcia funkcji premiera. „Nie będzie [...] drugiego referendum” — dodała. „Nie wolno podejmować prób pozostania w UE, ponownego dołączenia do niej tylnymi drzwiami lub zorganizowania drugiego referendum. Kraj zagłosował za opuszczeniem Unii Europejskiej, a obowiązkiem Rządu i Parlamentu jest zadbanie o to, by tak się stało”. Obecnie wiemy nieco więcej: premier ogłosiła, że procedura przewidziana w artykule 50 Traktatu zostanie zainicjowana w I kwartale 2017 r. Rezultatem będzie „twardy Brexit”. Szacuje się, że wpływ na PKB byłby znacząco negatywny. Wielka Brytania „straciłaby” od 2,5% do 9,5% PKB. 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. Ryzyko dla Wielkiej Brytanii wiąże się z jej przyszłymi możliwościami swobodnego handlu na wspólnym rynku, a także z osiągnięciem pożądanej niezależności bez ograniczeń narzucanych przez UE. Wydaje się to nieprawdopodobne, a w każdym razie to właśnie będzie stawką w negocjacjach, które rozpoczną się nie później niż w II kwartale 2017 roku... i mogą potrwać dwa lata (więcej na ten temat w naszym raporcie „Co po Brexit – kilka pytań i odpowiedzi”, Cross Asset Investment Monthly Strategy, Amundi, lipiec 2016). Brak jakiegokolwiek planu kryzysowego w Wielkiej Brytanii, brak negocjacji między Wielką Brytanią a krajami UE (w oczekiwaniu na aktywację procedury z artykułu 50 Traktatu), a także charakter debaty (w której pragmatyków przeciwstawia się ideologom Brexitu) sprawiają, że sytuacja jest raczej zagmatwana.

WPLYW NA RYNEK W takim przypadku oczekiwalibyśmy dodatkowego osłabienia funta szterlinga i długoterminowego negatywnego wpływu na brytyjskie PKB — to dwa czynniki, które mogły przyczynić się do utrzymania monetarnego status quo. Niewątpliwie zaobserwowalibyśmy też wzrost wrażliwości aktywów finansowych ze strefy euro.

Luty 2017

Czynniki ryzyka

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 10] Nowy kryzys w Europie związany z Brexitem

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 20%

ANALIZA Z perspektywy czysto ekonomicznej Brexit prawdopodobnie nie wpłynie zbyt mocno na UE. Najbardziej ucierpiąby kraje utrzymujące z Wielką Brytanią bliskie więzi, czyli przede wszystkim Irlandia, ale też Luksemburg, Belgia, Szwecja, Malta i Cypr, jeśli uwzględnimy charakter eksportu, przepływy inwestycji bezpośrednich czy sektor finansowy. Ryzyko ma charakter przede wszystkim polityczny i wiąże się z tym, że pozostałe państwa europejskie mogłyby opowiedzieć się za „Europą niesolidarną” lub ujawnić głębokie podziały związane z porażką z kryzysem, przekonania Europy o istnieniu planu działania w tym zakresie, a także eliminacji wszelkich prób utworzenia „Europy niesolidarnej”, które mogłyby pojawić się w poszczególnych państwach UE. Europejskie instytucje regularnie dochodzą do granic swoich możliwości, ponieważ „dogmat konwergencji” nie przygotował ich na takie scenariusze ryzyka. Zadanie polegało na zareagowaniu na wyzwania takie jak europejski deficyt nadzoru, brak koordynacji polityk 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). Ostatnie referendum w Wielkiej Brytanii dodało nowy komponent niepewności. Zarządzanie wyjściem Wielkiej Brytanii z UE można porównać do zarządzania najbardziej skomplikowanym rozwojem w historii. Jedno jest pewne: jest to ważny test europejskiej zdolności do (ponownego) poradzenia sobie z kryzysem, przekonania Europy o istnieniu planu działania w tym zakresie, a także eliminacji wszelkich prób utworzenia „Europy niesolidarnej”, które mogłyby pojawić się w poszczególnych państwach UE. Ewentualny nowy kryzys europejski mógłby być „śmiertelny” w skutkach, chyba że nastąpi (wysoko nieprawdopodobny) „wielki skok naprzód” w stronę federalizmu. Należy zauważyć, że negocjacje z Wielką Brytanią rozpoczną się w samym środku roku wyborczego we Francji i w Niemczech, co z pewnością nie jest idealną konfiguracją polityczną. Konieczne będzie pogodzenie Europejczyków z europejską ideą, a w szczególności uspokojenie eurosceptyków. Nie będzie to łatwe. Sytuacja w Europie była skomplikowana już przed Brexitem i przed wyborami w Stanach Zjednoczonych.

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.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 11] Wzrost niestabilności finansowej

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 70%

ANALIZA W trakcie ostatnich kilku lat działania banków centralnych umożliwiły powrót stabilności finansowej. Niższe stopy krótko- i długoterminowe, ograniczona zmienność oraz niższe spready kredytowe — wszystkie te czynniki wpływają na tworzenie otoczenia o większej stabilności. Warto jednak mieć się na baczności: (i) Stabilność to skomplikowany aspekt, którego nie należy nie doceniać. Banki centralne nie mogą rozwiązać wszystkich problemów samodzielnie (rynek pracy, inwestycje, rozwój itp.), a jeśli bieżące warunki nie ulegną znaczącej poprawie, może pojawić się pewne rozczarowanie, które z kolei mogłoby stać się źródłem niestabilności. (ii) Polityki monetarne dotarły do kresów swoich możliwości pod względem zarówno ujemnych stóp, jak i luzowania ilościowego — obecnie trudno jest oczekiwać po nich więcej. Reakcja makroekonomiczna byłaby ostatecznie skutkiem polityki fiskalnej i podatkowej — historia pokazuje jednak, że wydatki publiczne mają znacznie mniej stabilizujący wpływ na rynki finansowe niż niższe stopy procentowe. (iii) I wreszcie wybory, które mają się odbyć w Europie, nie pozostaną bez konsekwencji dla zmienności aktywów finansowych.

WPLYW NA RYNEK Wzrost niestabilności finansowej doprowadziłby do wzrostu zmienności i spreadów kredytowych — zwłaszcza w Europie, gdzie rynek pracy jest słabszy, a ryzyko społeczne jest wyższe.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 12] Kryzys płynności

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 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 stałochodowych, a zamknięcie pozycji lub portfela wymaga obecnie więcej czasu (jeśli wierzyć Bankowi Anglii, trwa siedmiokrotnie dłużej niż przed kryzysem finansowym z 2008 r.). Mimo że spready między cenami bid i ask zmalały od czasu kryzysu finansowego (z powodu spadku stóp procentowych), obroty ostro zmalały, podobnie jak szybkość wykonania — dwa znaczące aspekty płynności (lub jej braku). Należy pamiętać, że mniejsza płynność na rynkach oznacza pogorszenie zależności między fundamentami a cenami, wzrost podatności na manipulacje wycenami, wzrost ryzyka rozprzestrzeniania się problemów, wzrost zmienności i jej niestabilności, a także ograniczenie zdolności do absorbowania szoków. To dość niepokojąca perspektywa.

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.

Luty 2017

Czynniki ryzyka

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 13] Upadek banków

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 10%

ANALIZA To zagrożenie wydaje się nam wysoce przesadzone. Nie podchodzimy jednak do sprawy optymistycznie: ujemne stopy stanowią sankcje dla banków, wysoki koszt kapitału odzwierciedla obciążenie kryzysami z przeszłości i obawami o nowe, zaś niepewność związana z regulacjami i przeżywane przez inwestorów trudności związane z rozróżnianiem poszczególnych banków i systemów bankowych stanowią kluczowe czynniki wpływające na kiepskie wyniki banków, które zostały tylko pogorszone przez brytyjskie referendum właśnie ze względu na dodatkową niepewność związaną ze wzrostem gospodarczym. Nasze stanowisko nie jest też przesadnie pesymistyczne. Banki z roku 2016 nie mają nic wspólnego z bankami z lat 2008 lub 2011: nie tylko pozyskały duże ilości kapitału, lecz również mogą liczyć na dobrze już ugruntowany system antykryzysowy EBC, obejmujący nadzór bankowy i testy obciążeniowe. Co więcej, zapewniane przez EBC rozwiązania zwiększające dostęp do płynności już od ponad dwóch lat znacząco ograniczają ryzyko związane z poszczególnymi podmiotami oraz ryzyko systemowe. Łatwo jest też jednak wykazać bliski związek między kiepskimi wynikami banków a spadkiem stóp długoterminowych do poziomu ujemnego — pojawia się także pytanie o to, jak dobrze banki są w stanie poradzić sobie z ujemnym oprocentowaniem aktywów. Nie przewidujemy załamania, a raczej dalszą presję na rentowność, nasiloną w związku z problemem cyfryzacji, która zmusza banki do ograniczenia poziomu zadłużenia i dalszego przyjmowania ostrożnego podejścia do udzielanych kredytów. Niemniej należy pamiętać, że w trakcie ostatnich kilku tygodni — a zwłaszcza od czasu wyboru Donalda Trumpa — znaczna część instrumentów stałodochodowych powróciła do dodatniego oprocentowania, a ponadto krzywa rentowności stała się bardziej stroma. Obydwa te zjawiska korzystnie wpływają na zyski banków. Krótko mówiąc, sytuacja uległa znaczącej poprawie.

WPLYW NA RYNEK Wśród czynników powodujących wzrost wrażliwości najistotniejszym jest niewątpliwie trudność z odróżnieniem banków od systemów bankowych — wszelkie pogłoski lub trudności dotyczące banków generują fale napięć, wzrostów spreadów i krachów na rynku papierów wartościowych banków. Skutki ewentualnych upadłości banków są tak oczywiste, że nie ma potrzeby zagłębiania się w szczegóły związane ze stabilnością finansową lub kondycją gospodarek.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 14] Intensyfikacja ryzyka geopolitycznego

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 70%

ANALIZA Pod względem geopolitycznym rynki działają obecnie w trudnym otoczeniu: Syria, Państwo Islamskie, ataki terrorystyczne, napływ migrantów oraz Turcja to niektóre z sił osłabiających więzi dyplomatyczne między krajami — zwłaszcza w Europie. Stany Zjednoczone oficjalnie zaangażowały się w tę debatę, wybierając Donalda Trumpa i plan antyimigracyjny oraz budowę muru na granicy z Meksykiem. Sytuację pogorszyły wojna na słowa oraz napięcia między Stanami Zjednoczonymi i Chinami. Nie należy oczekiwać, że obecne problemy i konflikty zostaną szybko rozstrzygnięte. Uwzględnienie źródeł ryzyka geopolitycznego w portfelach (systematyczne wdrożenie strategii hedgingu makroekonomicznego) ma obecnie większe znaczenie.

WPLYW NA RYNEK Niewątpliwie należy przygotować się na regularne skoki napięcia i zmienności. Bieżące źródła ryzyka geopolitycznego są dobrze zidentyfikowane i skonkretyzowane. Skala pozostałych źródeł ryzyka politycznego, w tym konsekwencji nowego kierunku dyplomacji Stanów Zjednoczonych, jest na tym etapie trudniejsza do oszacowania. Czy jednak ta kombinacja czynników wpłynie na perspektywy wzrostu gospodarczego lub na rynki finansowe? Na tym etapie nic nie jest pewne, jednak prawdopodobieństwo jest bardzo wysokie.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 15] Intensyfikacja ryzyka politycznego (kalendarz wyborczy, populizm itp.) [PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 70%

ANALIZA Pod względem politycznym rynki działają obecnie w trudnym otoczeniu: W 2017 r. odbędzie się wiele wyborów, a niektóre z nich są naprawdę ważne: wybory powszechne w Holandii w marcu 2017 r., wybory prezydenckie (23 kwietnia i 7 maja 2017 r.) oraz wybory parlamentarne (11 czerwca i 18 czerwca) we Francji, a także wybory powszechne w Niemczech jesienią 2017 r. Intryguje i wzbudza obawy wzrost znaczenia partii ekstremistycznych (skrajnej prawicy w państwach z rdzenia strefy euro i skrajnej lewicy w krajach peryferyjnych) oraz populizmu, który odzwierciedlony jest w propozycjach zakładających protekcjonizm, zwalczanie imigracji i zwiększanie deficytu sektora publicznego. Część partii nieuchronnie da się skusić takim postulatem, aby zadowolić coraz wrażliwszy na rosnące nierówności i obciążenia podatkowe elektorat. Historia pokazuje, że tego rodzaju polityka (zwłaszcza protekcjonizm) zasadniczo prowadzi do etapów słabego lub zerowego wzrostu gospodarczego i wyższej inflacji. Takie fazy stagnacji ekonomicznej i wysokich deficytów publicznych nieuchronnie prowadzą do okresów recesji oraz niestabilności politycznej i finansowej. Europa musi również liczyć się z perspektywą referendum w krajach takich jak Francja i Włochy. Nie stawiamy na przejście władzy przez partie populistyczne we Francji lub w Niemczech (o Włoszech piszemy szerzej w opisie źródła ryzyka nr 2 powyżej), a raczej na możliwość wzmocnienia współpracy między tymi krajami.

WPLYW NA RYNEK Obecne zagrożenia polityczne zostały wyraźnie zidentyfikowane, ale perspektywa znaczących wyborów w Europie doprowadzi do wzrostu zmienności i pojawienia się pytań o nadzór oraz przyszłe przywództwo w UE. Czy jednak wpłynie to na perspektywy wzrostu gospodarczego lub na rynki finansowe? Odpowiedź na to pytanie jest twierdząca. Realizowany przez EBC program QE nie będzie w stanie zapobiec utrzymaniu się premii za ryzyko od niektórych europejskich obligacji, takich jak papiery francuskie czy włoskie.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 16] Francuskie wybory ożywią obawy związane ze strefą euro

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 65%

ANALIZA W nadchodzących miesiącach rynki będą niewątpliwie poświęcać wiele uwagi francuskim wyborom: prezydenckim (23 kwietnia i 7 maja 2017) oraz parlamentarnym (11 i 18 czerwca). Powiedzmy jasno: problem z europejskimi wyborami (Holandia, Włochy, Francja i Niemcy) wiąże się z trwałością integracji Starego Kontynentu. Nie stawiamy na zwycięstwo Frontu Narodowego Marie Le Pen, które uwiarygodniłoby scenariusz Frexit. Le Pen albo rozpocznie reformy UE, albo skupi się na jej opuszczeniu. Jeśli Francja nie będzie w stanie zmienić stanowiska EBC w sprawie polityki ekonomicznej itp. w

Luty 2017

Czynniki ryzyka

ciągu sześciu miesięcy, to Marine Le Pen zgodnie z obietnicą rozpocznie kampanię na rzecz referendum w sprawie opuszczenia UE. Nie ma wątpliwości co do tego, czy zagrożenie to (Frexit) będzie nadal wpływać na UE, a zwłaszcza europejską unię monetarną: wrażliwość euro czy wzrost spreadów obligacji skarbowych z krajów peryferyjnych (w tym Francji) w stosunku do papierów niemieckich... Nie wierzymy w taki scenariusz. Zamiast tego sądzimy, że możliwe jest wzmocnienie osi francusko-niemieckiej. Zanim do tego dojdzie, rynki finansowe będą musiały stawić czoła trzem krytycznym sytuacjom:

- Po pierwsze będą musiały liczyć się z perspektywą zwycięstwa partii skrajnie prawicowej w pierwszej turze wyborów prezydenckich. Według bieżących sondaży, gdy piszemy te słowa, Marine Le Pen wyprzedziaby Emmanuela Macrona (ruch „En Marche”, umiarkowana lewica), François Fillona (konserwatywna prawica) oraz Benoîta Hamona (Partia Socjalistyczna) i Jean-Luca Mélenchona (lewica) — uzyskaliby oni odpowiednio 27%, 22%, 20%, 15% oraz 11%.

- Następnie według publikowanych raportów i obecnych wyników sondaży Marie Le Pen zostanie prawdopodobnie wyeliminowana w drugiej rundzie wyborów prezydenckich. Należy zauważyć, że ze względu na zdolność partii prawicowych do wycofywania się na rzecz partii lewicowych i vice versa francuskiemu elektoratowi dotychczas udawało się wykluczać skrajną prawicę z wyborów ogólnokrajowych, regionalnych i gminnych.

- Poza tym nowo wybrany prezydent (być może będący liderem sondaży E. Macron bądź F. Fillon) będzie musiał przyciągnąć wyborców, aby uzyskać większość prezydencką w wyborach parlamentarnych, co jest jedynym sposobem na utworzenie stabilnego rządu. Wspomniani dwaj kandydaci są wyraźnie proeuropejscy, a ich wybór wzmocniłby oś francusko-niemiecką, oznaczając również utworzenie rządu zdolnego do wprowadzenia reform strukturalnych. F. Fillon cieszy się poparciem dużej partii oraz wsparciem partii prawicowych, czego w rzeczywistości nie można powiedzieć o E. Macronie, którego wielu wyborców socjalistycznych uważa za „dysydenta”. W przypadku zwycięstwa E. Macrona (na które wskazuje coraz więcej sondaży) postrzegane ryzyko wiązałoby się z objęciem urzędu przez prezydenta bez wsparcia homogenicznej partii, co prawdopodobnie skomplikowałoby sytuację.

WPLYW NA RYNEK Francuskie wybory stanowią poważne źródło ryzyka dla rynków finansowych, ponieważ odzwierciedlają one bieżące trendy: wzrost znaczenia partii skrajnie prawicowych w krajach stanowiących rdzeń europejskiej unii monetarnej, rosnącą niechęć wobec establishmentu, pokusy związane z protekcjonizmem, wrogość wobec Europy i instytucji europejskich... Wybór kandydata antyeuropejskiego lub kandydata zamierzającego zreformować Europę bądź opuścić UE w przypadku porażki (Marine le Pen lub Jean-Luc Mélenchon) stanowiłby kontynuację trendu wyznaczonego przez Brexit oraz wybór Donalda Trumpa w Stanach Zjednoczonych. Nie jest to nasz scenariusz bazowy, jednak założenie, że premie za ryzyko (spready obligacji w stosunku do Niemiec, zmienność, CDS-y...) będą wzrastać do momentu ogłoszenia wyniku wyborów, wydaje się uzasadnione. Francuskie wybory ożywiają obawy związane ze strefą euro, choć wątpliwości te wydają się przesadzone. Stawiamy na wzrost spreadów obligacji skarbowych i CDS-ów po wyborach.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 17] Utrzymujący się wzrost oprocentowania europejskich obligacji

[PRAWDOPODOBIENIŃSTWO] 10%

ANALIZA Od czasu kryzysu finansowego stopy długoterminowe nie tylko kontynuowały spadki, lecz również stały się ujemne w ślad za ujemnymi kluczowymi stopami krótkoterminowymi (w szczególności w Europie i w Japonii), wpływając w ten sam sposób na obligacje przedsiębiorstw klasy inwestycyjnej. Poszukiwanie spreadów na tej pustyni ultraniskich lub ujemnych stóp sprzyjało trzem oazom spreadów: długowi rynków wschodzących, długowi prywatnemu oraz długowi wysokodochodowemu. Ryzyko wzrostu rentowności obligacji pochodzi ze Stanów Zjednoczonych, a nie ze strefy euro. Wzrost stóp długoterminowych w Stanach Zjednoczonych może pochodzić z pięciu głównych źródeł: (i) znaczącej poprawy perspektyw wzrostu, (ii) bardziej zdecydowanego zacieśniania polityk stóp procentowych, (iii) faktycznego zakończenia programów luzowania ilościowego (poprzez zaniechanie wykupu zapadających obligacji), (iv) powrotu inflacji oraz/lub (v) poważnej zmiany kierunku polityk fiskalnych i podatkowych. W Stanach Zjednoczonych znaczenie wszystkich tych czynników (może z wyjątkiem trzeciego) wzrosło. Właśnie dlatego prowadzona obecnie w Stanach Zjednoczonych i Europie debata dotycząca polityk fiskalnych i podatkowych ma kluczowe znaczenie dla stóp procentowych. Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, oczekujemy przedłużenia obecnego etapu wzrostu gospodarczego (który od kilku kwartałów traci na dynamicę), jednak nie rozpoczęcia nowego cyklu koniunkturalnego. W rezultacie liczenie na trwały wzrost stóp długoterminowych w Stanach Zjednoczonych wydaje się nam przedwczesne. Nie należy jednak nie doceniać wpływu decyzji podejmowanych przez nową amerykańską administrację, które powinny przełożyć się na wzrost stóp procentowych. Ze względu na poziom wzrostu gospodarczego, inflację, etap cyklu polityki monetarnej, program QE Europejskiego Banku Centralnego oraz ograniczoną zdolność do ponownego uruchomienia silnika gospodarczego za pomocą polityki budżetowej i fiskalnej europejskie rynki są skutecznie chronione przed wzrostem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Premie za ryzyko rosną jednak w następstwie niepewności politycznej. Istotne jest odróżnienie krajów rdzenia (takich jak Niemcy), krajów peryferyjnych oraz krajów pośrednich (takich jak Francja).

WPLYW NA RYNEK Niezależnie od niepewności politycznej, która z pewnością jest istotnym czynnikiem, ryzyko znaczącego wzrostu rentowności europejskich obligacji jest niskie. Należy zachować ostrożność w przypadku Stanów Zjednoczonych: wrażliwość na długoterminowe stopy procentowe wzrosła wraz ze wzrostem ogólnego poziomu zadłużenia przedsiębiorstw (i jest obecnie rekordowo wysoka), co osłabia wzrost gospodarczy i sugeruje możliwość przyszłego spadku rentowności obligacji. Należy również zauważyć, że wszelki wzrost stóp długoterminowych stanowi przeszkodę dla polityki monetarnej oraz potencjału wzrostu stóp procentowych Fedu w ogóle. To kolejny powód, by wątpić w zrównoważony i znaczący wzrost rentowności amerykańskich obligacji.

Luty 2017

Perspektywa makroekonomiczna

AMERYKA PŁN. I PŁD.		CZYNNIKI RYZYKA
STANY ZJEDNOCZONE	<p>Przedłużenie cyklu wzrostu na tle znaczącej niepewności politycznej</p> <ul style="list-style-type: none"> > W drugim półroczu gospodarka odbiła się i była napędzana przez popyt wewnętrzny. Poprawa sytuacji na rynku pracy trwa, jednak stawki wynagrodzeń nie przyspieszają — ich wzrost utrzymuje się na granicy pokrycia utraty mocy nabywczej spowodowanej przez rosnące ceny ropy. Doszło ponadto do spowolnienia inflacji bazowej pod koniec roku (+1,7% w ciągu jednego roku w przypadku deflatora wydatków osobistych). > Donald Trump obiecał środki stymulujące (cięcia podatkowe dla firm i gospodarstw domowych, wydatki na infrastrukturę) oraz protekcyjnizację. Będzie jednak w stanie wdrożyć tylko część swojego programu ze względu na wrogie nastawienie republikańskich kongresmenów wobec zwiększania deficytu. > Środki, które zostaną wdrożone (prawdopodobnie przede wszystkim cięcia podatków) z pewnością będą mieć stymulujący wpływ na gospodarkę, co stanie się bardziej widoczne w roku 2018 niż w roku 2017. Prawdopodobieństwo wprowadzenia środków protekcyjnizacyjnych wzrosło w związku z pierwszymi decyzjami Donalda Trumpa jako prezydenta. Środki te stanowią zagrożenie dla handlu międzynarodowego. Niepewność geopolityczna utrzymuje się na wysokim poziomie. 	<ul style="list-style-type: none"> > Istotna niepewność towarzysząca decyzjom nowej administracji. > Potencjał wzrostu opóźniony w przewidywalnej przyszłości (trwała stagnacja). > Erozja marż przedsiębiorstw.
BRAZYLIA	<ul style="list-style-type: none"> > Zmiana PKB w III kwartale wyniosła -2,9% r/r, w porównaniu do -3,6% kwartał wcześniej. Inwestycje, które w II kwartale wzrosły, kwartał później ponownie spadły. > Inflacja znacząco spowolniła, a brazylijski bank centralny rozpoczął cykl łagodzenia polityki pieniężnej, co w świetle słabości wskaźników cyklicznych mogłoby doprowadzić do przyspieszenia, gdyby real ustabilizował się do dolara. > Rząd przedstawił Kongresowi propozycję reformy systemu ubezpieczeń społecznych, która w przypadku przyjęcia powinna poprawić jego obecną sytuację. > Rząd kontynuuje realizację swoich reform politycznych i planów antykorupcyjnych, wdrażając środki, które zostały już przegłosowane przez parlament. 	<ul style="list-style-type: none"> > Ciągłe utrzymujący się kryzys polityczny. > Presja spadkowa na kurs wymiany i wzrost inflacji.
EUROPA		
STREFA EURO	<p>Nieznaczne spowolnienie, na które wywrze wpływ erozja czynników tymczasowych oraz ryzyko polityczne</p> <ul style="list-style-type: none"> > Dane za IV kwartał były dobre, co skłoniło nas do skorygowania prognozy wzrostu gospodarczego na rok 2017 (1,5% w stosunku do 1,3%). Ożywienie będzie trwało, a sprzyjać mu będą pozytywne cykle kredytowania oraz zatrudnienia. > Istnieje możliwość niewielkiego spowolnienia związanego z rozproszeniem wsparcia zapewnianego w latach 2014–2016 przez spadek cen ropy oraz euro. > Pełny istotnych wydarzeń kalendarz polityczny w strefie euro (wybory w Holandii, Francji i Niemczech w 2017 r., niepewna sytuacja we Włoszech) oraz niepewność dotycząca Brexitu i polityki władz Stanów Zjednoczonych mogą również skłonić przedsiębiorstwa do opóźnienia niektórych inwestycji. 	<ul style="list-style-type: none"> > Ryzyko polityczne (liczne wybory, wzrost znaczenia partii anty-establishmentowych, Brexit). > Rozprzestrzenienie się problemów gospodarczych i finansowych, z którymi borykają się rynki wschodzące.
WIELKA BRYTANIA	<p>Gospodarka radzi sobie lepiej niż oczekiwano. W 2017 r. niepewność polityczna będzie jej jednak szkodzić.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Brak jasności do przyszłych ram relacji w Europie będzie obciążeniem dla gospodarki. Wskaźniki aktywności pozostają na razie zachęcające, ale w 2017 r. aktywność spowolni. > Inwestycje prywatne (przedsiębiorstw, w nieruchomości) i konsumpcja ucierpią. Oprócz niepewności zaszkodzi im inflacja rosnąca w rezultacie deprecjacji funta. 	<ul style="list-style-type: none"> > Szok związany z niepewnością dotyczącą Brexitu. > Deficyt finansów publicznych i deficyt na rachunku bieżącym nadal bardzo wysokie.
AZJA		
CHINY	<p>Chiny: globalne stabilizatory ekonomiczne i walutowe w 2017 r.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Sądzymy, że stabilizację gospodarki Chin uda się utrzymać do końca 2017 r. > Przyczyny stabilizacji gospodarczej Chin mają charakter zarówno oddolny, związany z ożywieniem w sektorze prywatnym, jak i odgórny, związany z inwestycjami infrastrukturalnymi, które odegrają istotną rolę w uspokojeniu chińskiej gospodarki w roku 2017, gdy nastąpią zmiany polityczne. > Nie sądzymy, by obecnie spełnione były którekolwiek ze zdefiniowanych przez nas warunków chińskiego twardego lądowania, jak również jesteśmy przekonani, iż Chiny odniosą największy względny sukces pod względem opóźniania takich problemów, jak globalne zadłużenie i bańki na rynku nieruchomości, poprzez podejmowanie prób ich rozwiązania. 	<ul style="list-style-type: none"> > Globalny stabilizator ekonomiczny w 2017 r. > Globalny stabilizator walutowy w 2017 r.
INDIE	<p>Indie: w 2017 r. stabilny motor wzrostu dla Azji</p> <ul style="list-style-type: none"> > Indie nastawione są na stabilne przyspieszenie wzrostu gospodarczego, jednak „wąskie gardła” oraz niepewność dotycząca polityki monetarnej nadal powstrzymują ten kraj przed uwolnieniem pełnego potencjału rozwoju. > Ograniczanie inflacji jest możliwe do utrzymania w 2017 r. > Nadal sądzymy, że bank centralny Indii utrzyma dostosowawczą politykę monetarną dłużej niż oczekiwano, a także będzie ją łagodzić bardziej niż oczekuje rynek. 	<ul style="list-style-type: none"> > Wzrost gospodarczy w Indiach powinien przyspieszyć. > Ograniczanie inflacji jest możliwe do utrzymania.
JAPONIA	<p>Ożywienie nadal trwa, a wzrost gospodarczy wykracza ponad potencjał.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Na początku 2017 r. gospodarka wykazuje oznaki ożywienia pod względem popytu wewnętrznego. Konsumpcji powinien nadal sprzyjać wzrost realnych wynagrodzeń. Warto też wspomnieć o planie budżetowych środków stymulujących oraz niższej stawce podatku od osób prawnych, które w połączeniu ze stabilizacją w Chinach również stanowią czynniki wspierające. 	<ul style="list-style-type: none"> > Narażenie na chińskie spowolnienie gospodarcze. > Polityka ujemnych stóp procentowych.

Prognozy makroekonomiczne i finansowe

PROGNOZA MAKROEKONOMICZNA

- Stany Zjednoczone:** w IV kwartale 2016 r. inwestycje w dobra kapitałowe odbiły się. Popyt wewnętrzny pozostaje czynnikiem napędowym wzrostu gospodarczego. Wzrost wynagrodzeń nie przyspiesza jednak mimo szybkiego przyrostu liczby etatów. Co więcej, inflacja bazowa spowolniła pod koniec roku. Niepewność związana z polityką budżetową i handlową Stanów Zjednoczonych utrzymuje się. Z perspektywy makroekonomicznej nastroje są optymistyczne. Niektóre środki wdrożone przez nową administrację mogą jednak mieć negatywne skutki w średniej i długiej perspektywie (inflacja, protekcjonizm), a nawet spowodować zwrot cyklu wcześniej niż oczekiwano.
- Japonia:** ze względu na spowolnienie globalnego handlu wzrost wynagrodzeń ma kluczowe znaczenie dla trwałego ożywienia. Polityka fiskalna pozostanie głównym motorem wzrostu. Polityka Banku Japonii, której celem jest utrzymanie zerowej rentowności obligacji skarbowych w przewidywalnej przyszłości, zapewni władzom pole manewru. To sytuacja, którą warto obserwować.
- Strefa euro:** ożywienie gospodarcze trwa. Badania wskazują, że na początku 2017 r. gospodarka umocniła się. Skorygowaliśmy naszą prognozę wzrostu w górę o 0,2 p.p. do 1,5%. Czynniki tymczasowe (deprecjacja euro i spadek cen ropy) tracą jednak na znaczeniu, a ryzyko polityczne związane z wyborami (w Holandii, Francji, Niemczech i we Włoszech) pozostaje słabym ogniwem tego regionu. Warto obserwować rozwój sytuacji.
- Brazylia:** zmiana PKB w III kwartale wyniosła -2,9% r/r, w porównaniu z -3,6% kwartał wcześniej. Inwestycje, które w II kwartale ponownie zaczęły rosnąć, ponownie spadły. Produkcja przemysłowa w listopadzie ponownie zmalała (-1,1% r/r) – był to 33. z kolei miesiąc spadków. W rezultacie nadal przewidujemy spadek PKB o 0,5% w 2017 r.
- Rosja:** PKB za III kwartał (-0,4% r/r) małał wolniej niż w poprzednim kwartale (-0,6%). Utrzymujemy nasz scenariusz wyjścia z kryzysu w 2017 r. i przewidujemy wzrost gospodarczy na poziomie 1%.

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

Źródło: Amundi Research

PROGNOZA KLUCZOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

- FED:** w grudniu Fed podwyższył zakres docelowy dla stopy środków federalnych do 0,50–0,75%. Wzrost oczekiwań inflacyjnych okazał się przełomem. W 2017 r. Fed powinien podnieść stopy jeszcze dwukrotnie. Normalizacja sumy bilansowej może stać się motywem rynkowym.
- EBC:** EBC przedłużył swój program luzowania ilościowego do grudnia 2017 r., jednak zmniejszył jego tempo (do 60 mld euro miesięcznie). W krótkim okresie nie należy oczekiwać wielu zmian, ale rozbieżności w obrębie Rady Zarządzającej będą coraz wyraźniejsze.
- Bank Japonii:** Bank Japonii będzie kontynuował swoją politykę kontroli krzywej rentowności (YCC) i nie powinien zmienić docelowych poziomów swoich stóp.
- Bank Anglii:** Bank Anglii przeszedł w tryb oczekiwania na rozwój zdarzeń. Wydarzenia związane z negocjacjami w sprawie Brexitu będą mieć kluczowe znaczenie dla ewolucji polityki Banku Anglii.

	2017-02-03	Amundi +6 m.	Konsensus II kw. 2017 r.	Amundi 12m.	Konsensus IV kw. 2017 r.
USA	0,75	1,00	0,95	1,25	1,30
Strefa euro	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Japonia	-0,10	-0,20	-0,10	-0,30	-0,10
Wlk. Brytania	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

PROGNOZA STÓP DŁUGOTERMINOWYCH

- Stany Zjednoczone:** utrzymanie się efektów bazy w przypadku inflacji może spowodować nieznaczny wzrost stóp długoterminowych. Tak czy inaczej, stop progowe inflacji nie są dalekie od „normalnych” poziomów.
- Strefa euro:** nadal występuje znacząca przestrzeń wzrostu stóp progowych inflacji. Krótki koniec krzywej w tym roku stawać się coraz bardziej strony w miarę jak rynki będą przygotowywać się do normalizacji swojej polityki stóp procentowych w nadchodzących latach.
- Wielka Brytania:** ze względu na perspektywę twardych negocjacji w sprawie Brexitu i spodziewany brak zmiany polityki Banku Anglii oczekuje się, że stopy długoterminowe zatrzymają się w okolicach aktualnych poziomów.
- Japonia:** Bank Japonii kontroluje długi koniec krzywej i prawdopodobnie sprzyja spadkowi rentowności obligacji krótkoterminowych.

Rentowność obl. 2-letnich					
	2017-02-03	Amundi +6 m.	Forward + 6m	Amundi 12m.	Forward + 12m
USA	1,18	1,20/1,40	1,52	1,60/1,80	1,79
Niemcy	-0,74	-0,80/-0,60	-0,66	-0,80/-0,60	-0,64
Japonia	-0,23	-0,40/-0,20	-0,15	-0,40/-0,20	-0,08
Wlk. Brytania	0,11	0,00/0,20	0,24	0,00/0,20	0,46

Rentowności obligacji 2-letnich					
	2017-02-03	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi 12m.	Forward 12m.
USA	2,44	2,40/2,60	2,60	2,40/2,60	2,74
Niemcy	0,42	0,40/0,60	0,53	0,60/0,80	0,65
Japonia	0,10	0	0,17	0	0,24
Wlk. Brytania	1,36	1,40/1,60	1,56	1,40/1,60	1,70

PROGNOZA DLA WALUT

- EUR:** wraz ze wzrostem niemieckich obligacji długoterminowych oraz zakłóceniami związanymi z możliwą zmianą polityki EBC ryzyko będzie wzrastać.
- USD:** ewolucja kursów dolara amerykańskiego zależy obecnie głównie do różnicy stóp procentowych. Władze Stanów Zjednoczonych (Fed, nowa administracja) nie zaakceptowałyby znaczącej aprecjacji dolara. Znaczące środki stymulujące spowodowałyby jednak aprecjację amerykańskiej waluty.
- JPY:** jen ponownie stał się niedowartościowany. W kontekście polityki kontroli krzywej rentowności wzrost rentowności w Stanach Zjednoczonych powoduje deprecjację jena.
- GBP:** ewolucja funta będzie zależeć od rozwoju sytuacji politycznej.

	2017-02-03	Amundi +6 m.	Konsensus I kw. 2017	Amundi 12m.	Konsensus III kw. 2017
EUR/USD	1,08	1,05	1,03	1,10	1,05
USD/JPY	113	115,00	118,00	110,00	117,00
EUR/GBP	0,86	0,90	0,86	0,90	0,85
EUR/CHF	1,07	1,05	1,07	1,00	1,08
EUR/NOK	8,85	8,70	8,74	8,50	8,66
EUR/SEK	9,45	9,20	9,41	9,00	9,20
USD/CAD	1,30	1,40	1,35	1,45	1,36
AUD/USD	0,77	0,75	0,72	0,70	0,72
NZD/USD	0,73	0,70	0,68	0,67	0,68