

Alokacja aktywów: strategie inwestycyjne Amundi

ECB, Fed, Trump, Renzi, Rajoy i Brexit. Czyli nowe reguły gry... ale czy na pewno?

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

Sierpień był spokojnym miesiącem na rynkach finansowych: bez szoku w Stanach Zjednoczonych, nieznaczna poprawa sytuacji na rynkach wschodzących oraz spadek napięcia, które pojawiło się po brytyjskim referendum. Indeksy MSCI pozostały zasadniczo stabilne (+0,2% w przypadku MSCI World, +0,5% w przypadku MSCI Europe), a wyraźnie dobry wynik osiągnął jedynie indeks krajów wschodzących (+3,2%). Indeksy europejskiego rynku akcji również niewiele się zmieniły – pozostały bez zmian we Francji i Włoszech oraz umiarkowanie wzrosły w Hiszpanii (+0,8%) i Niemczech (+2,4%). Należy jednak zwrócić uwagę na znaczące odbicie ceny ropy (gatunek Brent podrożał o 18%, do 50 dolarów za baryłkę) oraz wzrost stóp długoterminowych: +16 p.b. w przypadku 10-letnich obligacji ze Stanów Zjednoczonych (1,60%), +8 p.b. w Niemczech (-0,04%) oraz +13 p.b. w Japonii (-0,06%). Rentowność brytyjskich obligacji 10-letnich powróciła w pobliże poziomu 0,55% (-12 p.b.).

Ta cisza nie powinna odwracać uwagi od obecnych źródeł ryzyka, jednak nie należy jej też uważać za anomalię. Jak zawsze pozostają pytania. Sądzimy, że obecnie siedem z nich ma kluczowe znaczenie. Omówiliśmy je w trakcie naszego najnowszego posiedzenia komitetu inwestycyjnego:

PYTANIE NR 1	Czy EBC przedłuży swój program luzowania ilościowego poza marzec 2017 r., czy przygotuje rynki finansowe na jego stopniowe wygaszanie?
PYTANIE NR 2	Czy EBC może zdecydować się na skup akcji lub papierów wartościowych banków?
PYTANIE NR 3	Czy Fed będzie kontynuować swój minicykl zacieśniania polityki pieniężnej w 2016 r.?
PYTANIE NR 4	Czy włoskie referendum doprowadzi do rezygnacji Matteo Renziego i wywoła kolejny kryzys polityczny we Włoszech?
PYTANIE NR 5	Czy Hiszpania zmierza w stronę kryzysu politycznego?
PYTANIE NR 6	Co się stanie, jeśli Donald Trump zostanie prezydentem Stanów Zjednoczonych?
PYTANIE NR 7	Czy Wielka Brytania powoła się na artykuł 50, aby opuścić UE? A jeśli tak, to kiedy?

PYTANIE NR 1 Czy EBC przedłuży swój program luzowania ilościowego poza marzec 2017 r., czy przygotuje rynki finansowe na jego stopniowe wygaszanie?

Sytuacja gospodarcza i finansowa w strefie euro poprawiła się dramatycznie od czasu kiedy EBC przejął kontrolę, wdrażając swój niekonwencjonalny program. Wpływa on w szczególności na zmienność, a także zapewnia większą wypłacalność państwom europejskim (mniej warunków finansowania oraz powszechna, systemowa obecność kupca instytucjonalnego, czyli EBC). W istocie, wiedza o tym, że Europejski Bank Centralny skupi obligacje na kwotę przekraczającą sumę emisji netto wszystkich europejskich rządów, wystarcza do uspokojenia akcjonariuszy, a gra przeciwko EBC staje się niebezpieczna. Przedmiotem bardziej otwartej debaty jest kwestia tego, czy stopy procentowe zostaną obniżone do bardziej ujemnych poziomów – ma to znaczenie zwłaszcza w kontekście rentowności banków, ponieważ nic nie wpływa na nią gorzej niż niskie lub ujemne stopy oraz ultrapłaskie krzywe rentowności (takie jak obecne). Zważywszy, że oprócz tego banki nadal mają trudności z wysokimi kosztami kapitału, można stwierdzić, że obecne środki są nieodpowiednie. Banki bezustannie deponują też nadwyżki płynności w EBC – kwoty te przekroczyły ostatnio poziom 1 biliona euro (w porównaniu z zaledwie 100 mld euro w momencie wprowadzania QE). W rezultacie stawianie na nowe obniżki stóp na tym etapie nie ma już sensu. Sądzimy jednak, że jest jasne, iż EBC ogłosi (niewątpliwie we wrześniu) przedłużenie programu QE poza marzec 2017 r. – prawdopodobnie na kolejny rok. Co więcej, decyzja taka pozwoli na ograniczenie pojawiających się zagrożeń politycznych (patrz niżej).

Podsumowanie

W miarę zbliżania się końca lata pojawia się kilka kluczowych punktów.

- Globalny wzrost nie przyspiesza – ale też nie zwalnia. Jego siłą napędową pozostaje popyt wewnętrzny, a globalny handel nieco stracił na znaczeniu. Polityki pieniężne pozostaną zasadniczo dostosowawcze: spadające stopy w Wielkiej Brytanii, ciąg dalszy QE w strefie euro i w Japonii, a także daleki od normalizacji polityki stóp procentowych Fed.
- Inflacja pozostaje pod kontrolą, w tym w Stanach Zjednoczonych, pomimo wzrostu wynagrodzeń.
- Stopy długoterminowe nadal utrzymują się na niskim poziomie – zwłaszcza w strefach, w których banki centralne wykupują aktywa (Japonia) lub wykupują obligacje o wartości znacznie przekraczającej emisje netto (strefa euro).
- Poszukiwanie rentowności i spreadów jest siłą napędową inwestycji.
- Przy niskich stopach i zadowalającym wzroście gospodarczym wyceny aktywów ryzykownych mogą tylko utrzymać się na wysokim poziomie.
- Wzrost cen ropy naftowej generuje zainteresowanie walutami państw eksportujących surowce.
- Wykorzystuje to pewna liczba rynków wschodzących, które mają przewagę ze względu na atrakcyjne wyceny oraz powrót przepływów kapitałowych.
- Nadal zalecamy selektywność: na rynkach wschodzących (kilka specyficznych źródeł ryzyka) oraz w Europie (zbliżające się wybory lub bieżące impasy polityczne). Innymi słowy, choć wyceny są atrakcyjne, nadal utrzymuje się znacząca rozbieżność między faktycznym i postrzeganym ryzykiem.
- Impas polityczny w Hiszpanii wiąże się z mniej więcej takim samym ryzykiem, co zbliżające się włoskie referendum. EBC chroni dług Włoch i Hiszpanii, jednak obecnie ryzyko związane z Hiszpanią może być niedoszacowane, podczas gdy ryzyko związane z Włochami jest naszym zdaniem przeszacowane.
- Niektóre źródła ryzyka osłabły (normalizacja polityki monetarnej Fedu, twarde lądowanie Chin, koniec QE w strefie euro), podczas gdy inne ustabilizowały się (skutki Brexitu). Dla odmiany, niepewność polityczna wzrosła – w Hiszpanii, we Włoszech, we Francji... i Stanach Zjednoczonych, choć szanse Trumpa na prezydenturę maleją.

PYTANIE NR 2 Czy EBC może zdecydować się na skup akcji lub papierów dłużnych banków?

EBC skupuje obligacje skarbowe, obligacje przedsiębiorstw klasy inwestycyjnej (poza papierami wartościowymi banków) oraz instrumenty typu ABS, co negatywnie wpływa na płynność na rynkach instrumentów stałodochodowych. Jest to tak oczywiste, że stawianie na podwyżki stóp w takim otoczeniu wydaje się nierozsądne. Kontynuowanie skupu, gdy niektóre rządy wstrzymały lub ograniczyły emisje, staje się coraz trudniejsze — właśnie dlatego niektórzy inwestorzy (świadomi tej zależności i spodziewający się, że Bank Japonii pójdzie w ślady EBC) sądzą, że rozpoczęcie skupu akcji lub uprzywilejowanych obligacji banków staje się nieuniknione. Nie liczymy na to. Celem EBC nie jest już skup aktywów jako taki, ale raczej uwzględnienie zachowań związanych z oszczędnościami i konsumpcją z jednej strony oraz zmiana modelu oszczędności (lub ich struktury) z drugiej (więcej na ten temat w „*Searching for the savings accelerator / multiplier*” P. Blanqué - Ph. Ithurbide, lipiec 2016). Europejskie gospodarstwa domowe nie są jednak na tyle „zamożne” w akcje, by taki środek był skuteczny. Jeśli chodzi o dług banków, dotychczas był on wyłączony z programu QE. EBC przejął rolę dostawcy płynności dla banków (TRO, LTRO) oraz zdecydował się ułatwić im dostęp do (nisko oprocentowanego) finansowania, jednocześnie nie wspierając ich bezpośrednio ze względu na bliskie powiązania między bankami i obligacjami skarbowymi oraz ryzyko nadużyć, które byłoby nieodłącznie związane ze skupem długów banków. Sądzymy, że postawa EBC jest bardzo spójna, i nadal twierdzimy, że odejście od bieżącego podejścia byłoby niebezpieczne oraz przyniosłoby skutki przeciwne do zamierzonych.

PYTANIE NR 3 Czy Fed będzie kontynuować swój minicykl zacieśniania polityki pieniężnej w 2016 r.?

W trakcie kilku ostatnich kwartałów Fed regularnie przygotował rynki na podwyżki stóp. Wielokrotnie korygował też jednak swoje stanowisko w świetle sytuacji w Chinach, skoków zmienności oraz niepożądanych zakłóceń kursów walut. Janet Yellen i Stanley Fisher, prezes i wiceprezes Fedu, ponownie nastawiają się na podwyżki stóp, a obecnie występują dobre powody, by sądzić, że podejmą działania przed końcem roku. Powstrzymujemy się jednak przed posłużeniem się terminami „normalizacja” lub „cykl monetarny”. Fed nadal będzie zmieniać stopy w sposób ekstremalnie stopniowy i ostrożny. Nie da się jednak zaprzeczyć, że kluczowe stopy procentowe będą krok po kroku podwyższane. Obecne okoliczności nie powinny jednak wywołać szoku na rynkach obligacji. To prawda, wynagrodzenia rosną, ale inflacja pozostaje ograniczona — zwłaszcza bazowa. Ponadto tempo tworzenia miejsc pracy jest obecnie niskie, a bezrobocie przestało spadać. Wskaźniki wyprzedzające sugerują, że roczny wzrost gospodarczy nie przekroczy 2%. Innymi słowy, Fed nie musi się spieszyć, a przesadnie agresywna polityka monetarna prawdopodobnie zwiększyłaby ryzyko załamania wzrostu gospodarczego — nadmiernie w stosunku do obecnego (stosunkowo niewielkiego) ryzyka inflacji. Podsumowując, w ramach naszego głównego scenariusza zakładamy, że Fed podniesie stopy pod koniec 2016 r., a następnie w 2017 r.

PYTANIE NR 4 Czy włoskie referendum doprowadzi do rezygnacji Matteo Renziego i wywoła kolejny kryzys polityczny we Włoszech?

Wybory w latach 2016 i 2017 w istocie mogłyby doprowadzić do objęcia stanowisk przez nowych liderów w dość wielu krajach: w Niemczech, we Francji, we Włoszech i w Hiszpanii. Wziąwszy pod uwagę, że w Stanach Zjednoczonych wkrótce będziemy mieć nowego prezydenta, jak również że od kilku miesięcy Wielką Brytanią kieruje nowy premier, zwracamy baczną uwagę na zmiany, które wywrą wpływ na Europę. W przeciwieństwie do innych krajów Włochy nie przygotowują się obecnie do wyborów powszechnych, ale do referendum.

> Kalendarz polityczny w Unii Europejskiej – przypomnienie

EBC chroni rynki obligacji przez źródłami ryzyka politycznego, co jest korzystne w świetle pełnego wydarzenia europejskiego kalendarza politycznego.

- Węgry: referendum w sprawie limitów imigracyjnych, 2 października 2016.
- Austria: wybory prezydenckie, początkowo planowane na 2 października 2016. Prawdopodobnie przełożone na 27 listopada lub 4 grudnia.
- Włochy: referendum w sprawie konstytucji, ma się odbyć w okresie od 15 listopada do 5 grudnia.
- Holandia: wybory powszechne, marzec 2017.
- Francja: wybory prezydenckie (23 kwietnia i 7 maja 2017) oraz wybory parlamentarne (11 i 18 czerwca).
- Niemcy: wybory powszechne, jesień 2017.

Uwzględniliśmy wydarzenia, które nastąpią w najbliższym czasie (Hiszpania, Włochy, USA). W najbliższym możliwym terminie zajmiemy się też dwoma istotnymi wydarzeniami zaplanowanymi na przyszły rok — wyborami we Francji i w Niemczech.



EBC ogłosi przed końcem roku, że QE będzie kontynuowane po marcu 2017 r.



QE nie zostanie poszerzone o akcje lub dług banków



W ramach naszego głównego scenariusza zakładamy, że Fed podniesie stopy pod koniec 2016 r., a następnie w 2017 r.



Włoskie referendum zasadniczo dotyczy reformy senatu (więcej szczegółów i kompletną analizę można znaleźć w artykule nr 3, „Kluczowe elementy włoskiego referendum”).

Istnieją cztery możliwe scenariusze:

- **Scenariusz 1: głos za reformą. Matteo Renzi zachowuje stanowisko premiera.** Niewątpliwie jest to najlepszy scenariusz: nie ma kryzysu politycznego, rząd jest stabilny, reformy są kontynuowane, a kraje europejskie są usatysfakcjonowane.
- **Scenariusz 2: głos przeciwko reformie. Renzi rezygnuje i rozpoczynają się przygotowania do kolejnej rundy wyborów powszechnych:** najgorszy scenariusz, który może prowadzić do niestabilności politycznej/kryzysu, a także niewątpliwie spowodować całkowite wyhamowanie wszelkich reform.
- **Scenariusz 3: głos przeciwko reformie – Renzi rezygnuje i powołany zostaje nowy rząd techniczny:** to nieprzyjemny scenariusz, ponieważ nowy rząd prawdopodobnie uważałby za swoją misję wdrożenie w pierwszej kolejności reformy konstytucyjnej. Rezygnacja z nowych reform i poniesienie politycznej porażki przez Włochy z pewnością byłoby szkodliwe, jeśli chodzi o postrzeganie ryzyka politycznego.
- **Scenariusz 4: głos przeciwko reformie – Matteo Renzi zachowuje stanowisko premiera.** Zaledwie kilka tygodni temu taki scenariusz był nieprawdopodobny, ponieważ premier osobiście ogłosił swoją rezygnację i koniec kariery politycznej w przypadku odrzucenia reform. Od tamtej pory zdążył już ponownie zastanowić się nad swoim stanowiskiem, ponieważ jego los nie musi zależeć od reformy senatu – prawdopodobnie wpłynęły na to również jego rozmowy z europejskimi partnerami (głównie Niemcami i Francją), którzy chcą, by człowiek konstruktywny i zorientowany na reformy nadal przewodził Włochom.

Nie jesteśmy w stanie przewidzieć, jak zagłosują ludzie. Możemy tylko polegać na sondażach. Wydaje się nam jednak, że prawdopodobieństwo utrzymania urzędu przez Matteo Renziego jest wysokie niezależnie od tego, czy Włosi opowiedzą się za reformą, czy przeciwko niej. Innymi słowy, prawdopodobnie nie zmierzamy w kierunku etapu niestabilności, kryzysu i chaosu politycznego. To dobra wiadomość dla tego kraju, spóźnionego pod względem rozwoju gospodarczego (w porównaniu z Hiszpanią, swoim „odpowiednikiem” na rynkach), ale objętego ochroną długu przez EBC i nadal przyciągającego inwestorów (poszukujących rentowności i spreadów).

PYTANIE NR 5 Czy Hiszpania zmierza w stronę kryzysu politycznego?

W Hiszpanii trwa pat. Pod koniec sierpnia Mariano Rajoy nie uzyskał wotum zaufania od parlamentu. Hiszpańscy parlamentarzyści odmówili odnowienia jego kadencji, co oznacza przedłużenie kryzysu politycznego, który rozpoczął się osiem miesięcy temu i rozpoczął odliczanie okresu dwóch miesięcy negocjacji przed zwołaniem nowych wyborów – po raz trzeci w ciągu roku.

Rajoy potrzebował bezwzględnej większości 176 z 350 głosów, aby zainaugurować kadencję zgodnie ze swoim zamiarem – jako szef rządu mniejszościowego. Dostał tylko 170 głosów: 137 od własnej partii, czyli Partii Ludowej, 32 od liberalnej partii Ciudadanos i jeden z Wysp Kanaryjskich. Jest to tylko powtórka scenariusza, z którym mieliśmy do czynienia po wyborach z 20 grudnia 2015 r. – przy braku porozumienia w sprawie utworzenia nowego rządu między czterema największymi ugrupowaniami, czyli dwoma partiami tradycyjnymi (Partią Ludową, PP, i Partią Socjalistyczną, PSOE) oraz dwoma nowymi graczami (radykalną lewicą z partii Podemos i Ciudadanos), nowe wybory parlamentarne musiały zostać zorganizowane w czerwcu, jednak i one nie pozwoliły uzyskać większości. W istocie, Hiszpania nie ma faktycznego rządu od grudnia ubiegłego roku, ponieważ Rajoy jako pełniący obowiązki premiera ma ograniczoną władzę. Mimo iż sytuacja ta nie wywarła negatywnego wpływu na rynek hiszpańskiego długu (Belgia była w takiej sytuacji przez ponad dwa lata), z pewnością nie pozostaje ona bez konsekwencji dla ciągłości reform strukturalnych i sporządzenia projektu budżetu na rok 2017 (Rajoy tak czy inaczej musi przedstawić go Komisji Europejskiej w połowie października).

Według hiszpańskiej konstytucji brak wotum zaufania w sierpniu zmusza partie polityczne do opracowania formuły rządu w ciągu dwóch miesięcy. W przeciwnym przypadku parlament zostanie automatycznie rozwiązany 31 października i konieczne będzie rozpoznanie nowych wyborów. Sytuacja nie jest (jeszcze?) całkowicie patowa, a Rajoy mógłby wkrótce zostać uznany za „kość niezgody”. Dwa najbardziej prawdopodobne rezultaty to nowy lider lub rząd techniczny. W przeciwnym przypadku będzie można mieć nadzieję na osiągnięcie faktycznej większości w najbliższych wyborach. Na razie realizowany przez EBC program QE spełnia swoje zadanie, chroniąc hiszpańskie rynki instrumentów stałochodowych.



Prawdopodobieństwo utrzymania urzędu przez Matteo Renziego jest wysokie niezależnie od tego, czy Włosi opowiedzą się za reformą, czy przeciwko niej



To przeszkoda polityczna, która jednak nie wpływa jeszcze niewłaściwie na rynki długu... dzięki EBC



PYTANIE NR 6 Co się stanie, jeśli Donald Trump zostanie prezydentem Stanów Zjednoczonych?

W trakcie zaplanowanych na 8 listopada wyborów w Stanach Zjednoczonych Hillary Rodham Clinton (demokratka z Nowego Jorku) zmierzy się z Donaldem Trumpem (republikaninem z Nowego Jorku), Garym Earlem Johnsonem (libertarianinem z Nowego Meksyku) i Jill Stein (z Partii Zielonych z Massachusetts). Następnym prezydentem obejmie urząd 20 stycznia 2017 r.

Wielu inwestorów już teraz sądzi, że Trump nie ma praktycznie żadnych szans na elekcję, ponieważ nie będzie w stanie zebrać 270 elektorów niezbędnych, aby dostać się do Białego Domu. Dzieje się tak z czterech istotnych powodów:

- Geografia wyborcza zdecydowanie sprzyja Clinton.
- W trakcie kampanii wyborczej Trumpa nie oszczędzono praktycznie żadnych mniejszości (takich jak Latynosi i Afroamerykanie), a jego postawa wobec kobiet i LGBTQ bynajmniej mu nie pomogła... a wiemy, jak ważne są głosy mniejszości.
- Pod względem geograficznym jego elektorat nie jest jednak wystarczająco zróżnicowany.
- Jego poglądy są uważane za tak skrajne, że nawet niektórzy reprezentanci Republikanów otwarcie chcą, by przegrał.

Obecnie Republikanie kontrolują Izbę Reprezentantów (246 miejsc na 435) i Senat (54 miejsca na 100). 8 listopada odbędą się wybory na wszystkie miejsca w Izbie Reprezentantów i 34 miejsca w Senacie — istnieje możliwość, że Demokraci odzyskają kontrolę nad Senatem. Co się stanie, jeśli Donald Trump zostanie prezydentem Stanów Zjednoczonych?

W kontekście polityki międzynarodowej i ideologii Trump przyjmuje postawę agresywną wobec Europy, Chin, sąsiedniego Meksyku oraz islamu. Żadnych ustępstw i mnóstwo fanfaronady — trudno jest sobie wyobrazić, że Trump będzie próbował wprowadzać swoje rozmaite propozycje w życie. W tym momencie jest wielkim znakiem zapytania, w przeciwieństwie do Clinton, której opinie są jasne i znane, ponieważ realizuje je w praktyce od wielu lat.

Pod względem ekonomicznym Trump ucieleśnia keynesowski protekcjonizm — na to wskazują jego oświadczenia. Oznacza to:

- znaczące cięcia podatków (wszystkich — zarówno od osób fizycznych, jak i od osób prawnych): redukcja liczby progów podatkowych z siedmiu do trzech, a także zmniejszenie podatku od najlepiej zarabiających z 39,6% do 25%, limit podatków od zysków kapitałowych w wysokości 20%, a także obniżenie podatków od osób prawnych z 35% do 15%;
- działania stymulacyjne o charakterze wydatkowym — chodzi przede wszystkim o infrastrukturę;
- zmniejszenie deficytu sektora publicznego — nie z powodu oszczędności, ale dzięki powrotowi wzrostu gospodarczego;
- zaostrenie polityki celnej (Trump mówił o wprowadzeniu 35% cła na produkty meksykańskie, 45% na produkty chińskie i 10% na dobra z reszty świata) oraz pozataryfowych barier handlowych — Trump krytykował też obecne umowy handlowe (NAFTA, WTO) i sprzeciwiał się ratyfikacji Partnerstwa Transpacyficznego (TPP), obiecując też koniec „uciążliwości regulacyjnych”.

Wybór Hillary Clinton zagwarantowałby kontynuację obecnej polityki gospodarczej.

W grę wchodzi trzy scenariusze:

- **Scenariusz nr 1: Hillary Clinton zostaje wybrana prezydentem:** obecnie wysoce prawdopodobne.
- **Scenariusz nr 2: Donald Trump zostaje wybrany prezydentem i wdraża politykę, którą deklarował w trakcie kampanii wyborczej:** jest to obecnie mało prawdopodobne, wzięwszy pod uwagę brak poparcia członków Kongresu, w tym jego własnej partii, a także skrajny charakter niektórych z proponowanych przez Trumpa środków (astronomicznie wysokie cła, mur między Meksykiem i Stanami Zjednoczonymi, stosunki międzynarodowe — zwłaszcza z Chinami itp.). Krótko mówiąc, przyjęcie ogłoszonych propozycji tylko pogorszyłoby obecne załamanie światowego handlu.
- **Scenariusz nr 3: Donald Trump zostaje wybrany i zmuszony do weryfikacji swoich założeń.** Najprawdopodobniej faktycznie wdrożone zostaną wyłącznie założenia sprzyjające rozwojowi kraju, takie jak cięcia podatków oraz ożywienie wydatków na infrastrukturę. W przypadku wyboru Trumpa jest to najbardziej prawdopodobny scenariusz.



Czy głos za Trumpem to głos za znaczącym spadkiem tempa globalnego wzrostu? Tak... jeśli zrobi lub jest w stanie zrobić to, co obiecuje



Podsumowując, w świetle „szoku niepewności” głosowanie na Trumpa prawdopodobnie doprowadzi do ogólnego osłabienia dolara ze względu na program kandydata Republikanów (Trump odrzuca „dogmat silnego dolara”), deprecjację juana (Chiny prawdopodobnie staną przed problemem wysokich barier celnych), obawy przed załamaniem globalnego wzrostu (do około 2%, a nawet poniżej tego poziomu) i w rezultacie bardzo negatywny początkowy wpływ na rynki akcji. Taki rozwój sytuacji najbardziej uderzyłby w gospodarki otwarte (wystarczyłyby nawet obawy przed realizacją programu Trumpa) — najpierw w rynki wschodzące, a potem w Europę. Sama gospodarka Stanów Zjednoczonych ryzykowałaby z jednej strony wzrost, a z drugiej finansowanie długiem. A co ze wsparciem ze strony zagranicznych inwestorów, objęciem prowadzenia przez Chiny lub skutkami słabnącego dolara? Czy przeniesienie długu Stanów Zjednoczonych do Japonii lub Europy wystarczyłoby do ochrony „zielonego”? ... Wszystko to przy założeniu, że Trump zostanie wybrany (w co wątpimy), jak również że faktycznie zamierza wdrażać wszystko, co proponuje (w co poważnie wątpimy), lub też że uda mu się tego dokonać dzięki wsparciu Kongresu (w co także równie poważnie wątpimy). Jeśli zajmiemy pozycję w oparciu o najbardziej prawdopodobny scenariusz, będzie to oznaczać przyjęcie, że środki proponowane przez Trumpa (sprzyjanie rozwojowi, sprzyjanie amerykańskiemu biznesowi, słabszy dolar i konsumpcja) zostaną wdrożone, co powinno pozytywnie wpłynąć na rynki akcji. Zwycięstwo Hillary Clinton (najbardziej prawdopodobny scenariusz) wiązałoby się ze zdecydowanie mniejszą niepewnością. Jej przyszłe działania są wyraźnie określone (bieżąca polityka ekonomiczna i zagraniczna będzie kontynuowana) i nie będą stanowić dodatkowego zagrożenia dla rynków finansowych.

Brexit: obecne scenariusze

Czy zbliżające się negocjacje między Wielką Brytanią a Unią Europejską będą decydujące dla wpływu Brexitu na Wielką Brytanię?

Pierwszy scenariusz: Wielka Brytania zachowuje dostęp do jednolitego rynku i swoje członkostwo w Europejskim Obszarze Gospodarczym (EOG), podobnie jak ma to miejsce w przypadku Norwegii, która — co ciekawe — uczestniczy w europejskim budżecie i zezwala na swobodny obieg dóbr i osób, ale nie jest związana żadnymi umowami o swobodzie handlu z UE.

Drugi scenariusz: Wielka Brytania zachowuje członkostwo w Europejskim Stowarzyszeniu Wolnego Handlu (EFTA), podobnie jak Norwegia, ale ponadto negocjuje z UE dwustronne umowy handlowe, tak jak Szwajcaria. Należy pamiętać, że Szwajcaria objęta jest pewnymi restrykcjami, dotyczącymi na przykład dostępu swojego sektora bankowego do UE. Dla Wielkiej Brytanii tego rodzaju kwestie będą mieć kluczowe znaczenie.

Trzeci scenariusz: Wielka Brytania nie zawiera żadnych specjalnych umów handlowych, ale uzyskuje możliwość bezcłowego eksportu i importu w relacjach z UE, tak jak na przykład Kanada. Trzeba dodać, że niektórzy Brexiterzy chcą ustanowienia ceł w handlu z UE.

Czwarty scenariusz: Wielka Brytania renegocjuje umowy handlowe z partnerami z UE, po jednym naraz.

Piąty scenariusz: Tylko WTO (Światowa Organizacja Handlu), tj. klauzula największego uprzywilejowania.

Oczekuje się, że wpływ na PKB będzie dość negatywny — zwłaszcza jeśli umowy handlowe nie zostaną wdrożone.

Scenariusz	Cło	Swobodny dostęp do wspólnego rynku	Niezależna polityka handlu zewnętrznego	Wpływ na regulacje UE	Niezależna polityka imigracyjna	Składki do budżetu UE	Prawdopodobieństwo
EOG (patrz Norwegia)	Nie	Tak	Nie	Nie (bez prawa głosu)	Nie	Tak, ale zmniejszona	15%
Umowy dwustronne (patrz Szwajcaria)	Nie	Tak dla towarów, nie dla usług	Tak	Nie	? (Szwajcaria nie może ograniczać imigracji z UE)	Tak, ale zmniejszona	15%
Unia celna (patrz Turcja)	Nie	Nie	Nie	Nie	Tak	Nie	5%
Umowa o wolnym handlu (patrz Kanada)	Nie	Tak dla towarów, nie dla usług	Tak	Nie	Tak	Nie	60%
Kraje WTO	Celne i pozacelne bariery UE	Nie	Tak	Nie	Tak	Nie	5%
Preferencje Wlk. Brytanii	Najlepiej określone przez Wlk. Brytanię	Tak	Tak	-	Tak	Nie	

PYTANIE NR 7 Czy Wielka Brytania powoła się na artykuł 50, aby opuścić UE?

„Brexit to Brexit, a my przekazujemy go w sukces”. Takie stanowisko przedstawiła Theresa May w momencie objęcia funkcji premiera. „Nie będzie [...] drugiego referendum” — dodała. Od tamtej pory mimo niezmienionej postawy jej działania pozostają niejasne. Po ostatnim posiedzeniu rządu poświęconemu Brexitowi z 31 sierpnia trudno stwierdzić, co nas czeka w przyszłości. Debaty nie przyniosły dotychczas żadnych jednoznacznych wniosków. Brytyjczycy martwią się brakiem doświadczonych negocjatorów w swoim gronie (przez ostatnie 35 lat Unia Europejska prowadziła negocjacje w imieniu swoich członków). Są ponadto bardzo świadomi braku uczciwości liderów ruchu opowiadającego się za Brexitem, którzy niedoszacowali, zlekceważyli lub ukryli rzeczywiste zagrożenia związane z opuszczeniem Unii (które podsumowaliśmy w tabeli powyżej). Wynik referendum wygląda obecnie bardziej na przeszkodę dla działań rządu niż na warunek konieczny odzyskania swobody działania. Parlamentarzyści zaproponowali wyrażenie zgody na nieuruchamianie procedury przewidzianej w artykule 50 Traktatu o Unii Europejskiej (rozpoczęcie negocjacji w sprawie wyjścia z Unii) przed niemieckimi wyborami powszechnymi (zaplanowanymi na jesień 2017 r.). Dzięki wynikowi referendum stało się jasne, że procedura z artykułu 50 nie zostanie szybko uruchomiona, a dodatkowe dowody na to pojawiły się latem. Dość trudno jest uwierzyć, że Wielka Brytania ostatecznie odniesie zwycięstwo gospodarcze i finansowe. Czy jednak ze względów politycznych brytyjski rząd jest w stanie postąpić wbrew woli wyborców? To pytanie jest obecnie najważniejsze. Niedawne stwierdzenia May nie pozostawiają jednak wątpliwości: „*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*”. Kiedy? To pytanie pozostaje otwarte i jak na razie nie ma na nie odpowiedzi.

Jakie wnioski możemy wyciągnąć z tego szeregu pytań i odpowiedzi?**Wpływ na naszą alokację aktywów, w 12 punktach**

1. **Globalny wzrost** nie przyspiesza, ale też nie słabnie — a to raczej dobra wiadomość. Drugą dobrą wiadomością jest to, że jego motorem nadal jest popyt wewnętrzny. W rezultacie globalny handel stracił nieco na znaczeniu. Nadal stawiamy na globalny wzrost na poziomie około 3% i wzrost w Stanach Zjednoczonych wynoszący około 2% (zgodnie z tym, co sugerują wstępne dane), a także wzrost w Europie na poziomie około 1,5% (zróżnicowany w obrębie strefy euro).
2. **Polityki monetarne** pozostaną zasadniczo dostosowawcze: spadające stopy w Wielkiej Brytanii, ciąg dalszy QE w strefie euro i Japonii. Oczekujemy umiarkowanego zacieśniania polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych — Fed nadal jest daleki od normalizacji swojej polityki stóp procentowych.
3. **Inflacja** pozostaje pod kontrolą, w tym w Stanach Zjednoczonych, pomimo wzrostu wynagrodzeń.
4. **Stopy długoterminowe** nadal utrzymują się na niskim poziomie — zwłaszcza w strefach, w których gracze instytucjonalni, tacy jak banki centralne, skupują duże ilości aktywów (Japonia) lub wykupują obligacje o wartości znacznie przekraczającej emisję netto (strefa euro).
5. **Poszukiwanie rentowności i spreadów** jest siłą napędową inwestycji.
6. Przy niskich stopach i zadowalającym wzroście gospodarczym **wyceny aktywów ryzykownych** mogą tylko utrzymać się na wysokim poziomie... a tym samym pozostać atrakcyjne.
7. Wzrost cen **ropy naftowej** generuje zainteresowanie walutami państw eksportujących surowce.
8. Wykorzystuje to dość wiele **rynków wschodzących**, które mają przewagę ze względu na atrakcyjne wyceny oraz powrót przepływów kapitałowych. Zaczynają one spełniać zidentyfikowane kilka miesięcy temu nadzieje (patrz nasz artykuł z maja 2016 r., „Dlaczego rynki wschodzące mogą być ważnym motywem w 2016 r.”).
9. Nie oznacza to, że musimy **przyjmować podejście selektywne** — wprost przeciwnie: od dawna traktujemy rynki wschodzące selektywnie (jako że nadal występują na ich istotne, specyficzne źródła ryzyka — najnowszym przykładem jest Brazylia). W Europie sytuacja jest podobna — mamy zbliżające się wybory bądź aktualne impasy polityczne. Innymi słowy, choć wyceny są atrakcyjne, nadal utrzymuje się wiele rozbieżności związanych z faktycznym i postrzeganym ryzykiem.
10. **Hiszpania i Włochy** dla inwestorów są krajami porównywalnymi. Impas polityczny



Wynik referendum wygląda obecnie bardziej na przeszkodę dla działań rządu niż na warunek konieczny odzyskania swobody działania ”



Rynki wschodzące są atrakcyjne z powodu cen surowców, wysokich wycen oraz powrotu przepływów kapitałowych ”

w Hiszpanii wiąże się z mniej więcej takim samym ryzykiem, co włoskie referendum. Obecna sytuacja sprzyja poszukiwaniu rentowności i spreadów, zaś EBC niewątpliwie chroni włoski i hiszpański dług, jednak ostatnie wydarzenia zmuszają go do zdecydowania się na jeden z nich w zależności od tego, jakie komunikaty będą prezentowane i jak rozwine się sytuacja. Arbitraż między wspomnianymi dwoma długami będzie prawdopodobnie napędzać europejskie rynki długu w najbliższych miesiącach. Obecnie ryzyko związane z Hiszpanią może być niedoszacowane, podczas gdy ryzyko stwarzane przez Włochy jest naszym zdaniem przeszacowane.

11. W powyższej serii pytań i odpowiedzi zidentyfikowaliśmy zróżnicowane występujące obecnie źródła ryzyka. Należy jednak pamiętać — ze względu na kluczowe znaczenie na tym etapie — że **niektóre źródła ryzyka osłabły** (normalizacja polityki monetarnej Fedu, twarde lądowanie Chin, koniec QE w strefie euro), podczas gdy inne ustabilizowały się (skutki Brexitu). W ostatnich tygodniach **wzrosła jednak niepewność polityczna**: w Hiszpanii, we Włoszech, we Francji, a nawet w Stanach Zjednoczonych.

12. Nadal ma sens **trzymanie się strategii hedgingu makroekonomicznego**: w ubiegłym roku zidentyfikowaliśmy kilka strategii, w tym długie pozycje na obligacjach skarbowych Stanów Zjednoczonych, zmienności i złocie. Nadal zamierzamy je zajmować. Kalendarze polityczne we Włoszech, w Hiszpanii i w Stanach Zjednoczonych, a także dyskusje w sprawie programów luzowania ilościowego w Europie, stanowią czynniki, które prawdopodobnie będą zwiększać zmienność i narażać aktywa ryzykowne na epizody podwyższonego napięcia. **Nie będzie to jednak radykalna zmiana — dlatego preferujemy koncepcję ochrony, a nie fundamentalnej zmiany portfeli.** Należy pamiętać, że wybór Donalda Trumpa, który może zdecydować się na wdrożenie niekiedy skrajnych działań politycznych, o których mówi w trakcie swojej kampanii, stanowi ekstremalne zagrożenie dla światowego wzrostu gospodarczego, gospodarek wschodzących i europejskich (otwartych na wpływy zewnętrzne), dolara oraz rynków akcji. Obecna niepewność może zakończyć się prawdziwym szokiem.

“ W ostatnich tygodniach wzrosła niepewność polityczna: w Hiszpanii, we Włoszech, we Francji, a nawet w Stanach Zjednoczonych ”

> 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	→		▣		

Okres letni okazał się pozytywny dla globalnych rynków finansowych: napięcie po referendum w sprawie Brexitu stopniowo ustępowało, a trudności polityczne w Hiszpanii i we Włoszech nie wystarczyły, by wzburzyć uspokojonych inwestorów.

Obecność EBC ogranicza ewentualny szkodliwy wpływ na rynki instrumentów stałodochodowych — zwłaszcza że przedłużenie programu QE jest nadal możliwe. Źródła ryzyka bynajmniej nie zniknęły i nadal dobrym pomysłem jest utrzymanie długich pozycji na zmienności, złocie oraz obligacjach Stanów Zjednoczonych (dolar i cary trade).

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.

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	→				□			

Powyższa tabela dotyczy horyzontu inwestycyjnego 6–12 miesięcy. Zmiany (kolumna 2) odzwierciedlają prognozy przedstawione na ostatnim spotkaniu naszego komitetu inwestycyjnego. W wierszach przedstawiono naszą prognozę dla wielu klas aktywów w horyzoncie 6–12 miesięcy. Prognozy, zmiany prognoz oraz opinie dotyczące klas aktywów odzwierciedlają spodziewany kierunek (+/-) oraz siłę przekonań (+/+/+/++) — są one niezależne od ograniczeń, a także aspektów wpływających na konstrukcję portfeli.

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 przekonań (+/+/+/++). Są one niezależne od ograniczeń i aspektów związanych z konstrukcją portfeli.

Typ portfela

> Portfele akcji

- Beta portfela około 1
- Niewielkie preferencje dla strefy euro (pozycja neutralna na sektorze finansowym i niedoważenie na przedsiębiorstwach użyteczności publicznej) w stosunku do Stanów Zjednoczonych
- Rynki wschodzące: dobór krajów ma kluczowe znaczenie, jednak w skali globalnej preferujemy je. W obrębie rynków wschodzących:
 - przeważenie: Indie, Tajlandia, Peru, Europa, Filipiny, Rosja
 - pozycja neutralna na Indonezji
 - niedoważenie na Tajwanie, Grecji, RPA, Chinach, Malesji, Brazylii i Turcji
- Zwiększać długie pozycje na walutach rynków wschodzących

> Portfele obligacji

- Utrzymać przeważenie obligacji przedsiębiorstw
- Redukcja pozycji na sektorze finansowym
- W skali globalnej pozycja neutralna na zapadalności, z niedoważeniem pozycji krótkiej na segmentach o ujemnej rentowności oraz GBP i JPY.
- Przeważenie rdzenia strefy euro
- Dług rynków wschodzących:
 - na dal preferować dług w twardych walutach (długa na USD);
 - zwiększać ryzyko w walutach lokalnych;
 - wdrażać motywy inwestycyjne w krajach wschodzących.
- Utrzymać (co najwyżej) przeważenie pozycji neutralnej na GBP
- Długa na USD w stosunku do EUR
- Zwiększać długie pozycje na krajach wschodzących eksportujących surowce (RUB, BRL, MXN), krótkie (CNY, KRW, TWD, CLP) i neutralne na rynkach wschodzących z Europy.

> Portfele zdywersyfikowane

- Niewielkie ograniczenie ryzyka globalnego
- Globalnie neutralne portfele akcji
- Zredukować długą pozycję na akcjach ze strefy euro
- Neutralna na akcjach z Japonii i USA
- Utrzymać przeważenie akcji z rynków wschodzących
- Utrzymać przeważenie na obligacjach państwowych krajów z peryferii strefy euro w porównaniu z jej rdzeniem (choć blisko wartości godziwej)
- Utrzymać długą pozycję na USA (dla celów carry trade i hedgingu makroekonomicznego)
- Obligacje przedsiębiorstw: pozytywne podejście zarówno do wysokodochodowych, jak i do inwestycyjnych
- Pozycje długie na walutach rynków wschodzących za pośrednictwem długu w walucie lokalnej

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] Radykalna zmian polityki gospodarczej Stanów Zjednoczonych

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 10%

ANALIZA W trakcie zaplanowanych na 8 listopada wyborów w Stanach Zjednoczonych Hillary Rodham Clinton (demokratka z Nowego Jorku) zmierzy się z Donaldem Trumpem (republikaninem z Nowego Jorku), Garym Earlem Johnsonem (libertarianinem z Nowego Meksyku) i Jill Stein (z Partii Zielonych z Massachusetts), zaś następny prezydent obejmie urząd 20 stycznia 2017 r. Wielu inwestorów już teraz sądzi, że Trump nie ma praktycznie żadnych szans na elekcję, ponieważ nie będzie w stanie zebrać 270 elektorów niezbędnych, aby dostać się do Białego Domu. Obecnie Republikanie kontrolują Izbę Reprezentantów (246 miejsc na 435) i Senat (54 miejsca na 100). 8 listopada odbędą się wybory na wszystkie miejsca w Izbie Reprezentantów i 34 miejsca w Senacie — istnieje możliwość, że Demokraci odzyskają kontrolę nad Senatem. Co się stanie, jeśli Donald Trump zostanie prezydentem Stanów Zjednoczonych?

Jeśli chodzi o stosunki międzynarodowe i ideologię, Trump zachowywał się agresywnie w stosunku do Europy, Chin, sąsiedniego Meksyku oraz islamu. Żadnych ustępstw i mnóstwo fanfaronady — trudno jest sobie wyobrazić, że będzie próbował wprowadzać swoje rozmaite propozycje w życie. W tym momencie jest wielkim znakiem zapytania, w przeciwieństwie do Clinton, której opinie są jasne i znane, ponieważ realizuje w praktyce od wielu lat.

Pod względem ekonomicznym Trump ucieleśnia keynesowski protekcyjizm — na to wskazują jego oświadczenia. Oznacza to: i) znaczące cięcia podatków (wszystkich — zarówno od osób fizycznych, jak i od osób prawnych): redukcja liczby progów podatkowych z siedmiu do trzech, a także zmniejszenie podatku od najlepiej zarabiających z 39,6% do 25%, limit podatków od zysków kapitałowych w wysokości 20%, a także obniżenie podatków od osób prawnych z 35% do 15%; ii) działania stymulacyjne o charakterze wydatkowym — chodzi przede wszystkim o infrastrukturę; iii) zmniejszenie deficytu sektora publicznego — nie z powodu oszczędności, ale dzięki powrotowi wzrostu gospodarczego; iv) zaostrzenie polityki celnej (Trump mówił o wprowadzeniu 35% cła na produkty meksykańskie, 45% na produkty chińskie i 10% na dobra z reszty świata) oraz pozataryfowych barier handlowych. Trump krytykował też obecne umowy handlowe (NAFTA, WTO) i sprzeciwiał się ratyfikacji Partnerstwa Transpacyficznego (TPP), obiecując też koniec „uciążliwości regulacyjnych”. Wybór Hillary Clinton zagwarantowałby kontynuację obecnej polityki gospodarczej. W grę wchodzi trzy scenariusze:

• **Scenariusz nr 1: Hillary Clinton zostaje wybrana prezydentem: obecnie wysoce prawdopodobne.**

• **Scenariusz nr 2: Donald Trump zostaje wybrany i wdraża w życie politykę, o której mówił w trakcie kampanii wyborczej:** jest to obecnie mało prawdopodobne, wzięwszy pod uwagę brak poparcia członków Kongresu, w tym jego własnej partii, a także skrajny charakter niektórych z proponowanych przez Trumpa środków (astronomicznie wysokie cła, mur między Meksykiem i Stanami Zjednoczonymi, stosunki międzynarodowe — zwłaszcza z Chinami itp.). Krótko mówiąc, wdrożenie ogłoszonych propozycji tylko pogorszyłoby obecne załamanie światowego handlu.

• **Scenariusz nr 3: Donald Trump zostaje wybrany i zmuszony do weryfikacji swoich założeń.** Najprawdopodobniej faktycznie wdrożone zostaną wyłączenia założenia sprzyjające rozwojowi kraju, takie jak cięcia podatków oraz ożywienie wydatków na infrastrukturę. W przypadku wyboru Trumpa jest to najbardziej prawdopodobny scenariusz.

WPŁYW NA RYNEK Podsumowując, w świetle „szoku niepewności” głosowanie na Trumpa prawdopodobnie doprowadzi do ogólnego osłabienia dolara ze względu na program kandydata Republikanów (Trump odrzuca „dogmat silnego dolara”), deprecjację juana (Chiny prawdopodobnie staną przed problemem wysokich barier celnych), obawy przed załamaniem globalnego wzrostu (do około 2%, a nawet poniżej tego poziomu) i w rezultacie bardzo negatywny początkowy wpływ na rynki akcji. Taki rozwój sytuacji najbardziej uderzyłby w gospodarki otwarte (wystarczyłyby nawet obawy przed realizacją programu Trumpa) — najpierw w rynki wschodzące, a potem w Europę. Sama gospodarka Stanów Zjednoczonych ryzykowałaby z jednej strony wzrost, a z drugiej finansowanie długiem. A co ze wsparciem ze strony zagranicznych inwestorów, objęciem prowadzenia przez Chiny lub skutkami słabnącego dolara? Czy przeniesienie długu Stanów Zjednoczonych do Japonii lub Europy wystarczyłoby do ochrony „zielonego”? ... Wszystko to przy założeniu, że Trump zostanie wybrany (w co wątpimy), jak również że faktycznie zamierza wdrażać wszystko, co proponuje (w co poważnie wątpimy), lub też że uda mu się tego dokonać dzięki wsparciu Kongresu (w także równie poważnie wątpimy). Jeśli zajmiemy pozycję w oparciu o najbardziej prawdopodobny scenariusz, będzie to oznaczać przyjęcie, że środki proponowane przez Trumpa (sprzyjanie rozwojowi, sprzyjanie amerykańskiemu biznesowi, słabszy dolar i konsumpcja) zostaną wdrożone, co powinno pozytywnie wpłynąć na rynki akcji. Zwycięstwo Hillary Clinton (najbardziej prawdopodobny scenariusz) wiązałoby się ze zdecydowanie mniejszą niepewnością. Jej przyszłe działania są wyraźnie określone (bieżąca polityka ekonomiczna i zagraniczna będzie kontynuowana) i nie będą stanowić dodatkowego zagrożenia dla rynków finansowych.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 2] Kryzys polityczny we Włoszech

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 10%

ANALIZA Włochy wkrótce (między 15 listopada a 5 grudnia) zorganizują referendum, w trakcie którego głosujący zostaną zapytani, czy akceptują poprawkę włoskiej konstytucji mającą na celu przekształcenie obecnego Senatu Republiki w Senat Regionów, składający się ze 100 senatorów — głównie regionalnych radnych i burmistrzów. Istnieją cztery możliwe scenariusze:

• Głos za reformą i zachowanie Matteo Renziego na stanowisku premiera. Niewątpiwie jest to najlepszy scenariusz: nie ma kryzysu politycznego, rząd jest stabilny, reformy są kontynuowane, a kraje europejskie są usatysfakcjonowane.

• Głos przeciwko reformie i pozostanie Matteo Renziego na stanowisku premiera — te dwa zdarzenia jeszcze kilka tygodni temu całkowicie się wykluczały. W rzeczywistości taki scenariusz był wcześniej nieprawdopodobny, ponieważ premier osobiście ogłosił swoją rezygnację i koniec kariery politycznej w przypadku odrzucenia referendum. Od tamtej pory zdążył już ponownie zastanowić się nad swoim stanowiskiem, ponieważ jego los nie musi zależeć od reformy senatu — prawdopodobnie wpłynęły na to również jego rozmowy z europejskimi partnerami (głównie Niemcami i Francją), którzy chcą, by człowiek konstruktywny i zorientowany na reformy nadal przewodził Włochom.

Czynniki ryzyka

- Głos przeciwko reformie, rezygnacja Renziego i powołanie nowego rządu technicznego: to nieprzyjemny scenariusz, ponieważ nowy rząd prawdopodobnie uważałby za swoją misję nadanie priorytetu wdrożeniu reformy konstytucyjnej. Rezygnacja z nowych reform i poniesienie politycznej porażki przez Włochy z pewnością byłyby szkodliwe, jeśli chodzi o postrzeganie ryzyka politycznego.
- Głos przeciwko reformie. Renzi rezygnuje i rozpoczynają się przygotowania do kolejnej rundy wyborów powszechnych: niewątpliwie jest to najgorszy scenariusz, który może prowadzić do niestabilności politycznej/kryzysu, a także niewątpliwie spowodować całkowite wyhamowanie wszelkich reform.

Nie jesteśmy w stanie przewidzieć, jak zagłosują ludzie. Możemy tylko polegać na sondażach. Wydaje się nam jednak, że prawdopodobieństwo utrzymania urzędu przez Matteo Renziego jest wysokie niezależnie od tego, czy Włosi opowiedzą się za reformą, czy przeciwko niej.

WPLYW NA RYNEK Kryzys polityczny, a nawet rezygnacja Renziego (która wywołałaby nowe wybory), oznaczałaby początek okresu politycznej niestabilności, a być może nawet kryzysu ekonomicznego. Byłaby to bardzo zła wiadomość dla kraju, który spóźnia się pod względem wzrostu gospodarczego (zwłaszcza w porównaniu do Hiszpanii, jego „odpowiednika” na rynkach). Tak czy inaczej, dług Włoch jest chroniony przez EBC i nadal przyciąga inwestorów (poszukujących rentowności i spreadów). Kryzys polityczny osłabił włoskie rynki akcji i obligacji.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 3] Kryzys polityczny w Hiszpanii**[PRAWDOPODOBIENSTWO] 15%**

ANALIZA Hiszpania tkwi w impasie. Pod koniec sierpnia Mariano Rajoy nie uzyskał wotum zaufania od parlamentu. Hiszpańscy parlamentarzyści odmówili przedłużenia jego kadencji, co przedłuża kryzys polityczny, który rozpoczął się osiem miesięcy temu. Według hiszpańskiej konstytucji brak wotum zaufania w sierpniu zmusza partie polityczne do opracowania formuły rządu w ciągu dwóch miesięcy. W przeciwnym przypadku parlament zostanie automatycznie rozwiązany 31 października i konieczne będzie rozpisanie nowych wyborów (po raz trzeci w ciągu roku). Trudno jest uwierzyć, że porozumienie w sprawie utworzenia nowego rządu zostanie osiągnięte przez cztery główne partie — dwie tradycyjne (Partię Ludową, PP, oraz Partię Socjalistyczną, PSOE), a także dwie nowe (radykałną lewicę z partii Podemos i Ciudadanos). W praktyce Hiszpania, nie ma faktycznego rządu od grudnia ubiegłego roku, ponieważ Rajoy jako pełniący obowiązki premiera ma ograniczoną władzę. Mimo iż sytuacja ta nie wywarła negatywnego wpływu na rynek hiszpańskiego długu (Belgia była w takiej sytuacji przez ponad dwa lata), z pewnością nie pozostaje ona bez konsekwencji dla ciągłości reform strukturalnych i sporządzenia projektu budżetu na rok 2017 (Rajoy tak czy inaczej musi przedstawić go Komisji Europejskiej w połowie października). Sytuacja nie jest (jeszcze?) całkowicie patowa, ale Rajoy jest uznawany za „kość niezgody”. Dwa najbardziej prawdopodobne rezultaty to nowy lider lub rząd techniczny. W przeciwnym przypadku będzie można mieć nadzieję na osiągnięcie faktycznej większości w najbliższych wyborach.

WPLYW NA RYNEK Na razie program luzowania ilościowego Europejskiego Banku Centralnego chroni hiszpański rynek instrumentów stałodochoodowych, a polityczny impas nie przekształcił się w kryzys ani totalny chaos. Gdyby do tego doszło, będzie wysoce prawdopodobne, że program luzowania ilościowego Europejskiego Banku Centralnego nie zapobiegnie gwałtownemu wzrostowi spreadów obligacji skarbowych oraz załamaniu na hiszpańskim rynku akcji. W przeciwieństwie do Włoch w Hiszpanii powrócił bardziej solidny trend wzrostowy, co jest dobrą wiadomością dla hiszpańskich przedsiębiorstw. Teoretycznie powinniśmy preferować obligacje przedsiębiorstw, o ile EBC nie przedłuży swojego programu luzowania ilościowego (co naszym zdaniem zrobi). Należy jednak pamiętać, że w Hiszpanii, podobnie jak we Włoszech, nie występują dążenia związane z promowaniem jakiegokolwiek rodzaju wyjścia z UE, co mogłoby tylko pogorszyć obecną sytuację.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 4] Co gdyby Fed podjął niewłaściwą decyzję?**[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20%**

ANALIZA Niewłaściwa interpretacja decyzji Fedu pozostaje znaczącym czynnikiem ryzyka. 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 wszystkim zbyt mocnych posunięć Fedu. Na razie Fed pozostaje ostrożny. Dobrze zdaje sprawę z tego, że poziomy wzrost gospodarczy 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 zbliżone do docelowego poziomu Fedu, a bank centralny Stanów Zjednoczonych (Janet Yellen i Stanley Fisher) raz jeszcze przygotowują rynki do zacieśnienia polityki pieniężnej przed końcem roku. To prawdopodobnie nastąpi, jednak zachowujemy ostrożność: krzywa eurodolara spowodowała przesunięcie kolejnych etapów zacieśnienia polityki pieniężnej na rok 2017. Fed musi uniknąć błędów komunikacji. Rynki mogłyby zareagować kiepsko, gdyby stopy zostały zwiększone zbyt wcześnie, nadmiernie bądź bez solidnego uzasadnienia.

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 argumenty za europejskimi aktywami ryzykownymi.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 5] Twarde lądowanie chińskiej gospodarki**[PRAWDOPODOBIENSTWO] 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. Takie dobre posunięcie 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 przyszyły 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 (od 3 do 5% obecnie w stosunku do 10% przed 15 laty) — innymi słowy, czy Chiny doświadczą kryzysu gospodarczego na dużą skalę. Z kolei poważniejsze załamanie chińskiego wzrostu gospodarczego wydłużyłoby i tak już pokazaną listę globalnych źródeł presji deflacyjnej. Najnowsze wskaźniki ograniczyły to ryzyko.

Czynniki ryzyka

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 6] 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, nadmierne 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 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 — obecnie głównym czynnikiem napędowym wzrostu gospodarczego. Kolejnym potencjalnym wyzwalaczem załamania globalnego wzrostu gospodarczego są wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych i możliwa (choć mało prawdopodobna) elekcja Donalda Trumpa. Jeśli będzie on w stanie zrealizować swoje obietnice (w co wątpimy, chyba że wybory do Senatu i Izby Reprezentantów zapewnią mu solidną większość, co naszym staniem jest bardzo mało prawdopodobne), Stany Zjednoczone rozpoczną okres poważnego izolacjonizmu, spadku przepływów kapitałowych związanych z bezpośrednimi inwestycjami, a także spadku prognoz wzrostu gospodarczego. Cięcia podatków (powszechne i znaczące) oraz ożywienie wydatków (zwłaszcza na wojsko i infrastrukturę) z pewnością spowodowałyby pogorszenie sytuacji budżetu i wzrost zadłużenia Stanów Zjednoczonych. Spadek obrotów handlowych w rezultacie wprowadzenia wysokich cel bardzo uderzyłby w wiele wschodzących i/lub otwartych gospodarek. Skutki byłyby na tyle poważne, że scenariusz globalnego wzrostu gospodarczego na poziomie 2% (a nawet niższego) nabrałby realnych kształtów.

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 7] 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, byliśmy ostatnio świadkami powszechnych korekt prognoz wzrostu gospodarczego. Ze swojej strony skorygowaliśmy prognozę wzrostu gospodarczego na lata 2016–2017. Spodziewamy się wzrostu rządu 1,5% w 2016 r. oraz 2% w 2017 r. (to obecny poziom wzrostu potencjalnego) — patrz artykuł 4 „Stany Zjednoczone: czy to koniec cyklu?”. 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 sprawiają, 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 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.

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 spodziewać się, że w przyszłości deficyty budżetowe będą nadal występować, jak również że będą znaczące.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 8] Gwałtowna dewaluacja juana**[PRAWDOPODOBIENSTWO] 5%**

ANALIZA Przez kilka dni w połowie sierpnia 2015 r. Chiny sprawiły 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 tego robić, zaś juan ma od października 2016 r. wejść w skład SDR. 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. To mało prawdopodobne, ponieważ Chiny jasno pokazały, że chcą stabilizacji juana w stosunku do koszyka walut — a także pokazały, że są w stanie ją osiągnąć — i w związku z tym nie przygotowują się do znaczącej dewaluacji. Niskie ryzyko, ale potencjalnie bardzo poważne szkody. 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.

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.

Czynniki ryzyka

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 9] Ciąg dalszy spowolnienia na rynkach wschodzących (ponowny spadek cen surowców)

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 20%

ANALIZA Spadające ceny surowców, problemy ze wzrostem gospodarczym w Chinach oraz zbliżająca się zmiana polityki monetarnej Stanów Zjednoczonych — wszystkie te czynniki mogłyby wzbudzić obawy przed powtórką z kryzysu z lat 1997–1998 (gdzie 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 udało 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. Ryzyko wiąże się z tym, że popyt krajowy załamie się, a polityka ekonomiczna stanie się całkowicie nieefektywna. Tak czy inaczej, w ostatnich miesiącach ryzyko spadło: wzrost cen ropy i napływ kapitału sprawiły, że rynki te odzyskały siły.

WPLYW NA RYNEK Scenariusz ten byłby kontynuacją trendów widocznych od początku roku — 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 10] Nowy kryzys w Europie związany z Brexitem

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 10%

ANALIZA 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 dodaje nowy komponent niepewności. Zarządzanie wyjściem Wielkiej Brytanii z UE można porównać do zarządzania najbardziej skomplikowanym rozstaniem 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.

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

[PRAWDOPODOBIENSTWO] 40%

ANALIZA 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. 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.

WPLYW NA RYNEK W tej sytuacji powinniśmy spodziewać się wzrostu zmienności i spreadów kredytowych — zwłaszcza w Europie, gdzie rynek pracy jest słabszy, a ryzyko społeczne jest wyższe.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 12] 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.). 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.

Czynniki ryzyka

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 13] Rynki finansowe formułują błędne długoterminowe prognozy stóp procentowych [PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 30%

ANALIZA To ryzyko urzeczywistniło się kilkukrotnie, a oczekiwane poziomy stóp procentowych Fedu i stóp długoterminowych skorygowano w dół. Ryzyko tego, że rynki popełnią ten sam błąd, jest obecnie niższe: istnieje wiele argumentów za utrzymaniem stóp (długo- i krótkoterminowych) na obecnym poziomie (czynniki strukturalne, czynniki instytucjonalne, takie jak postawy banków centralnych, czy też czynniki cykliczne), co wyjaśnia, dlaczego rentowności 10-letnich obligacji niemieckich i japońskich osiągnęły wartości ujemne, a rentowności obligacji amerykańskich spadły. Już od niemal pięciu lat inwestorzy regularnie prognozują 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 stanowiły 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, wynagrodzenia nie rosną w wystarczającym stopniu, przyrosty efektywności są niskie 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 już ogłasza nowe cięcia stóp w odpowiedzi na Brexit.

WPŁYW NA RYNEK Występują potężne czynniki sprzyjające utrzymaniu stóp długoterminowych na niskim poziomie, a nawet jeśli może od czasu do czasu dochodzić do zmiany wycen stóp długoterminowych w związku z wiadomościami, pogłoskami lub wskaźnikami ekonomicznymi, krzywe dochodowości mogą pozostać płaskie i niskie dłużej niż się obecnie oczekuje.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 14] Upadek banków**[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 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 przeżywanie 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 presję na rentowność, nasiloną w związku z problemem cyfryzacji, która zmusza banki do ograniczenia poziomu zadłużenia i dalszego przyjmowania ostrożnego podejścia do udzielanych kredytów.

WPŁYW NA RYNEK Wśród czynników zwiększających wrażliwość banków najbardziej niepokojącym jest niewątpliwie brak umiejętności rozróżniania: zarówno pogłoski o kondycji pewnego niemieckiego banku, jak i złe wiadomości o bankach włoskich i portugalskich powodowały fale napięć, rosnących spreadów i załamań kursów 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 15] Ryzyko polityczne i geopolityczne**[PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 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. Powrót napięć między Arabią Saudyjską i Iranem już na początku stycznia nasiliły to poczucie niepewności. Na lata 2016 i 2017 zaplanowano wiele głosowań, w tym niektórych szczególnie ważnych: referendum na Węgrzech w sprawie kwot imigracyjnych 2 października 2016; wybory prezydenckie w Austrii, początkowo planowane na 2 października 2016 roku (prawdopodobnie przełożone na 27 listopada lub 4 grudnia); referendum w sprawie konstytucji we Włoszech między 15 listopada i 5 grudnia; wybory parlamentarne w Holandii w marcu 2017; wybory prezydenckie (23 kwietnia i 7 maja 2017) oraz wybory parlamentarne (11 czerwca i 18 czerwca) we Francji, a także wybory parlamentarne w Niemczech jesienią 2017 r. Wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych odbędą się 8 listopada 2016 r.

WPŁYW NA RYNEK Niewątpliwie należy przygotować się na regularne skoki napięcia i zmienności. Bieżące źródła ryzyka politycznego są wyraźnie określone i konkretne, ale czy to wystarczy, by zminimalizować ich wpływ na perspektywy wzrostu lub rynki finansowe? Na tym etapie nic nie jest pewne.

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 16] Okres po Brexicie wiąże się ze znaczącymi i trwałymi zmianami politycznymi [PRAWDOPODOBIEŃSTWO] 50%

ANALIZA „Brexit to Brexit, a my przekujemy go w sukces”. Takie stanowisko przedstawiła Theresa May w momencie objęcia funkcji premiera. „Nie bédzie [...] drugiego referendum” — dodała. „Nie wolno podejmować prób pozostania w UE, ponownego dołączenia do niej tylnymi drzwiami lub zorganizowania drugiego referendum. Kraj zgłosił za opuszczeniem Unii Europejskiej, a obowiązkiem Rządu i Parlamentu jest zadbanie o to, by tak się stało”. Od tamtej pory mimo niezmienionej postawy jej działania pozostają niejasne. Po ostatnim posiedzeniu rządu poświęconemu Brexitowi z 31 sierpnia trudno stwierdzić, co nas czeka w przyszłości. Debaty nie przyniosły dotychczas żadnych jednoznacznych wniosków. Według szacunków przewiduje się znaczący ujemny wpływ na PKB. Według niektórych szacunków 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. Obóz Brexit jest bardzo podzielony — protekcjonści są za zamknięciem granic kraju, podczas gdy zwolennicy wolnego handlu optują za renegeacją porozumień handlowych. Pod względem ekonomicznym Brexit prawdopodobnie nie wywrze znaczącego wpływu na UE. Najbardziej ucierpiąby kraje

Czynniki ryzyka

utrzymujące z Wielką Brytanią bliskie więzi, czyli przede wszystkim Irlandia, ale też Luksemburg, Belgia, Szwecja, Malta i Cypr, jeśli uwzględnimy eksport, 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 poradzeniem sobie z opuszczeniem UE przez Wielką Brytanię.

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

[ŹRÓDŁO RYZYKA NR 17] **Obawy o to, że referendum wywoła w Europie „efekt domina”**

[PRAWDOPODOBIENSTWO] **10%**

ANALIZA Brexit tchnął nowe życie w oczekiwania dotyczące referendum w różnych krajach Unii Europejskiej, wzmocnione przez oświadczenia licznych partii opozycyjnych, które dostrzegają w tej okazji możliwość doprowadzenia do głosowania na niekorzystnych obecnych rządzących. Szkocja jest przypadkiem szczególnym: chce opuścić Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej, aby pozostać w UE — w rezultacie kolejne referendum jest bardzo prawdopodobne. Wśród bardziej przywiązanych do Europy od pozostałych Brytyjczyków Szkotów jest wielu wierzących w niepodległą, europejską Szkocję. Sytuacja nie do końca jest jednak tak prosta, jak mogłoby się wydawać: po pierwsze, brytyjski parlament musi zatwierdzić taką propozycję, a po drugie okres przejściowy charakteryzowałby się wysoką złożonością. Jedno jest pewne: Brexit wiąże się z opuszczeniem UE również przez Szkocję. W rezultacie ze złożeniem wniosku o akcesję do UE Szkocja będzie musiała poczekać do momentu zakończenia negocjacji i oficjalnego opuszczenia Unii przez Wielką Brytanię — o ile wcześniej uda jej się uzyskać niepodległość. To długi i zdradliwy proces, ponieważ wówczas Szkoci będą musieli przygotować się do wprowadzenia krajowej waluty. Nie będzie to funt szterling i prawdopodobnie również nie euro, ponieważ Szkoci nie będą już w UE. Trudno powiedzieć, jak zostanie rozwiązana ta kwestia. W Niemczech konstytucja nie przewiduje możliwości organizowania referendum innych niż w sprawie granic landów oraz łączenia i dzielenia krajów związkowych. Referenda przeprowadzane są na terytoriach, których dotyczą zmiany. W zależności od prawodawstwa poszczególnych landów i wspólnot możliwe jest jednak zatwierdzanie referendum lokalnych. Konstytucja belgijska nie przewiduje możliwości przeprowadzenia referendum. We Włoszech przeprowadzenie referendum wymaga zebrania 500 tysięcy podpisów, ale oficjalna procedura może potrwać co najmniej rok. Referenda nie mogą jednak obecnie dotyczyć traktatów, a trybunał konstytucyjny z pewnością nie zaakceptuje propozycji przeprowadzenia takiego plebiscytu. Tak samo wygląda sprawa w Austrii, gdzie traktaty nie mogą być przedmiotem referendum. We Francji referenda ogólnokrajowe (artykuły 11, 88-5 i 89 konstytucji) organizowane są głównie w sprawach związanych z ustawodawstwem, traktatami i konstytucją. Wszelkie referenda organizowane są z inicjatywy prezydenta, który na razie zajmuje się przede wszystkim najbliższymi, zaplanowanymi na kwiecień i maj przyszłego roku wyborami prezydenckimi. Trudno jest jednak wyobrazić sobie, że Partia Republikańska lub Partia Socjalistyczna podążą taką drogą po wyborach prezydenckich. W Finlandii obowiązuje wymóg przeprowadzenia debaty parlamentarnej po zebraniu 50 tysięcy podpisów, jednak procedura nie musi wiązać się z referendami. W Polsce 500 tysięcy podpisów wystarcza do wszczęcia procedury organizacji referendum, które jednak nie może dotyczyć odrzucenia postanowień traktatów europejskich. Na Węgrzech 100 tysięcy podpisów wystarcza do wszczęcia procedury organizacji referendum, jednak nie jest możliwe organizowanie referendum przeciwko traktatom z UE lub zobowiązaniom wynikającym z traktatów międzynarodowych. Ogólnie rzecz biorąc, prawdopodobieństwo przeprowadzenia referendum w którymkolwiek z tych krajów jest niewielkie, ale nie ma też wątpliwości co do tego, że właściwe tematy będą przedmiotem debat.

WPŁYW NA RYNEK Przynajmniej na razie prognozy dotyczące referendum lub wniosków o referenda będą osłabiać obecnie rządzących, którzy często są niechętni przeprowadzaniu takich głosowań. Jest tak zwłaszcza w przypadku ważnych wyborów zbliżających się we Francji (wybory prezydenckie 23 kwietnia i 7 maja 2017) i w Niemczech (wybory federalne w okresie od sierpnia do września 2017), by wymienić najistotniejsze. Debaty dotyczące referendum prawdopodobnie nie wystarczą do osłabienia euro lub zmiany spreadów obligacji skarbowych i pozostałych papierów dłużnych.

Perspektywa makroekonomiczna

		WRZESIEŃ	
AMERYKA PŁN. I PŁD.			CZYNNIKI RYZYKA
STANY ZJEDNOCZONE	<p>Tymczasowe odbicie w drugim półroczu w kontekście końca cyklu.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Wzrost PKB będzie w drugim półroczu wyższy niż w pierwszym z powodu odbicia składników zmiennych (zapasów). > Poprawa na rynku pracy spowolni (praktycznie pełne zatrudnienie, erozja marż przedsiębiorstw z bardzo wysokich poziomów). Pod względem ogólnego wzrostu mocy nabywczej umiarkowane przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń nie zrekomensuje spowolnienia w zakresie nowopowstających miejsc pracy. Wzrostu mocy nabywczej związanego z cenami ropy z roku 2015 nie uda się powtórzyć. > Mimo rosnącego trendu jednostkowych kosztów pracy (niska produktywność, podwyżki stawek) inflacja (i pozostanie) ograniczona przez erozję marż przedsiębiorstw. 	<ul style="list-style-type: none"> > Potencjał wzrostu opóźniony w przewidywalnej przyszłości (trwała stagnacja). > Erozja marż przedsiębiorstw. > Ryzyko polityczne (wybory prezydenckie). 	
BRAZYLIA	<ul style="list-style-type: none"> > Dilma Rousseff została odwołana w rezultacie impeachmentu, zostawiając otwarte drzwi dla Michela Temera, który, jeśli wszystko dobrze pójdzie, będzie kierować krajem do końca 2018 r. Wiadomość ta nie zaskakuje i zasadniczo dobrze rokuje na przyszłość. Październikowe wybory mogą jednak ograniczyć uprawnienia Temera i uniemożliwić mu uzyskanie aprobaty dla niezbędnych działań związanych z budżetem w celu uniknięcia eksplozji zadłużenia kraju. > Pod względem danych makroekonomicznych w II kwartale PKB okazał się wyższy niż w I kwartale, co sugeruje, że najgorsze jest już za nami, choć droga do wyjścia z kryzysu pozostaje długa. 	<ul style="list-style-type: none"> > Niewystarczająca konsolidacja budżetu. > Powrót presji inflacyjnej. > Monetyzacja długu. 	
EUROPA			
STREFA EURO	<p>Nieznaczne spowolnienie ożywienia gospodarczego, na które wywrze wpływ erozja czynników tymczasowych oraz ryzyko polityczne</p> <ul style="list-style-type: none"> > Ożywienie będzie trwać — będzie też mu sprzyjać popyt wewnętrzny. Pozytywny cykl kredytowy będzie kontynuowany. > Wsparcie zapewnione w ostatnich kwartałach przez spadek cen ropy i kursów euro będzie stopniowo zanikać, co wpłynie negatywnie na stopę wzrostu gospodarczego. > Pełny istotnych wydarzeń kalendarz polityczny w strefie euro (włoskie referendum w październiku oraz wybory w Holandii, Francji i Niemczech w 2017 r.) może również skłonić przedsiębiorstwa do opóźnienia niektórych inwestycji. 	<ul style="list-style-type: none"> > Ryzyko polityczne (Brexit, kryzys migracyjny, włoskie referendum, wzrost znaczenia partii anti-establishmentowych). > Rozprzestrzenienie się problemów gospodarczych i finansowych, z którymi borykają się rynki wschodzące. > Zwiększająca się presja deflacyjna. 	
WIELKA BRYTANIA	<p>Ostre spowolnienie spowodowane niepewnością polityczną.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Brak przejrzystości dotyczącej sposobu zarządzania opuszczeniem UE przez Wielką Brytanię oraz przyszłych ram relacji w Europie będzie stanowić poważne obciążenie dla gospodarki. Przewidujemy krótką recesję w drugim półroczu (najprawdopodobniej w IV kw.), po której w pierwszym półroczu 2017 r. powinno nastąpić odbicie, choć wolniejsze. > Inwestycje prywatne (przedsiębiorstw, w nieruchomości) i konsumpcja poważnie ucierpią. Zaskodzi im inflacja rosnąca w rezultacie deprecjacji funta. Zmniejszyliśmy naszą prognozę wzrostu PKB na rok 2017 z 2% do 0,2%. 	<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: pozostają motorem wzrostu światowej gospodarki w latach 2016–2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > Sądzymy, że umiarkowanie kiepska sytuacja ekonomiczna w Chinach jest możliwa do utrzymania, ale typowy etap cyklu gospodarczego w kształcie litery „U” jest mało prawdopodobny. > Ma to związek z opóźniającym wpływem agresywnego łagodzenia polityki pieniężnej w roku 2015 i w I kwartale roku 2016. > Ryzyko związane z barikadami na rynku nieruchomości, kredytu i długu wzbudza obawy, jednak sądzymy, że Chiny dołożą wszelkich starań, aby w roku zmian politycznych, 2017, opóźnić wystąpienie tych problemów ze względu na kluczowe znaczenie stabilności. > Oczekiwania dotyczące wejścia deprecjacji chińskiego juana w etap stabilizacji po ustabilizowaniu się tempa spadku rezerw walutowych, zgodnie z tym, czego spodziewaliśmy się w sierpniu 2016 r. 	<ul style="list-style-type: none"> > Motor wzrostu światowej gospodarki w latach 2016–2017. > Spada ryzyko dla światowych rynków związane z juanem. 	
INDIE	<p>Indie: w 2016 i 2017 r. stabilny motor wzrostu dla Azji</p> <ul style="list-style-type: none"> > Indie nastawione są na stabilne przyspieszenie wzrostu gospodarczego, jednak „wąskie gardło” nadal powstrzymują ten kraj przed uwolnieniem pełnego potencjału rozwoju. > Ograniczanie inflacji jest możliwe do utrzymania w 2016 r. ze względu na wysokie prawdopodobieństwo dobrego monsunu. > Indyjski bank Centralny będzie zmierzać w kierunku określania kierunków polityki pieniężnej przez Komitet Polityki Pieniężnej, w przeciwieństwie do samodzielnego ustalania ich przez gubernatora. 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>Wzrost PKB skorygowano w górę. Spodziewamy się powolnego ożywienia.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Wzrost PKB w II kwartale skorygowano w górę z 0,2% do 0,7% kw./kw. z powodu wyższych niż oczekiwano nakładów kapitałowych oraz wzrostu zapasów. Skorygowano ponadto dane za I kwartał. Zaobserwowaliśmy wzrost wydatków konsumenckich od marca w związku z niższymi cenami żywności oraz wzrostem wynagrodzeń realnych i wyższymi, letnimi premiami, jednak to ożywienie jest niezbyt trwałe. Gospodarka nadal korzysta na wydatkach publicznych oraz popytowi importowemu, które redukują wpływ słabych wydatków konsumenckich. Na przyszłość plan budżetowych środków stymulujących oraz niższa stawka podatku od osób prawnych również stanowią czynniki wspierające. 	<ul style="list-style-type: none"> > Narażenie na chińskie spowolnienie gospodarcze. > Rosnący jen. 	

Prognozy makroekonomiczne i finansowe

PROGNOZA MAKROEKONOMICZNA

- Stany Zjednoczone:** koniec cyklu. Zyski osiągnęły maksimum, ale sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra — pojawiają się nawet napięcia związane z poziomem wynagrodzeń. Przemysł stabilizuje się po krótkim zastoju z końca 2015 r. i początku 2016 r., jednak sektor usługowy, który dotychczas stanowił podporę ożywienia dzięki solidnej konsumpcji gospodarstw domowych, zaczyna przejawiać pewne oznaki spowolnienia (patrz artykuł 4 w tej sekcji).
- Japonia:** powolne wyjście z deflacji. Gospodarstwa domowe muszą przystosować się do wyższych cen. Ze względu na spowolnienie globalnego handlu i aprecjację jena wzrost wynagrodzeń ma kluczowe znaczenie dla trwałego ożywienia. Polityka fiskalna pozostanie głównym motorem wzrostu.
- Strefa euro:** ożywienie trwa, a jego jakość poprawia się dzięki odbiciu inwestycji przedsiębiorstw. Krajowe czynniki cykliczne są sprzyjające, ale czynniki tymczasowe (depresiasiacja euro i spadek cen ropy) przestają mieć znaczenie, a ryzyko (niepewność polityczna, narażenie na spowolnienie na rynkach wschodzących) rośnie.
- Brazylia:** PKB w II kwartale nie był tak zły jak kwartał wcześniej (-3,7% w stosunku do -5,4%). Choć przewiduje się, że PKB będzie nadal spadać w tempie -3% rocznie, preferujemy utrzymanie naszej prognozy zmiany PKB na poziomie -2,5% w 2016 r. i -0,5% w 2017 r. W rezultacie nadal opowiadamy się przeciwko konsensusowi, który przewiduje w tym roku głęboką recesję (-3,7%) oraz powrót dodatniego wzrostu w roku 2017.
- Rosja:** chociaż letnie dane z gospodarki okazały się znacznie mniej pozytywne niż oczekiwaliśmy, utrzymujemy nasze prognozy wzrostu na lata 2016 i 2017 na poziomie -0,7% i 1%.

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

Źródło: Amundi Research

PROGNOZA KLUCZOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

- FED:** wystąpienia członków FOMC ujawnią, czy Fed zamierza podwyższyć stopy po raz drugi. Tak czy inaczej słabość zarówno wzrostu gospodarczego, jak i inflacji, zapobiegnie podejmowaniu radykalnych kroków przez tę instytucję.
- EBC:** EBC przedłuży swój program QE przynajmniej do września 2017 r. Poza tym słabość rentowności niemieckich obligacji utrudnia wdrażanie PSPP, co skłoni EBC to zmiany zasad tego programu.
- Bank Japonii:** obecnie jest bardzo prawdopodobne, że Bank Japonii zwiększy skalę swojego programu luzowania ilościowego.
- Bank Anglii:** Bank Anglii obniży swoje kluczowe stopy do 0,25% i wznowi swoją politykę luzowania ilościowego. Nowe oznaki słabości ekonomiczne zachęciłyby go do dalszego cięcia stóp.

	2016-09-12	Amundi +6 m.	Konsensus IV kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus II kw. 2017 r.
USA	0,50	0,75	0,70	1,00	0,95
Strefa euro	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Japonia	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Wlk. Brytania	0,25	0,00	0,10	0,00	0,10

PROGNOZA STÓP DŁUGOTERMINOWYCH

- Stany Zjednoczone:** wysoki poziom niepewności makroekonomiczne, perspektywa bardzo ograniczonego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej Fedu, reinwestowanie zapadających obligacji skarbowych przez Fed, a także realokacja portfela europejskich inwestorów nie sprzyjają znaczącemu wzrostowi rentowności długoterminowych w średnim terminie. Krzywa dochodowości nadal będzie się spłaszczać.
- Strefa euro:** presja spadkowa na rentowności długoterminowe utrzyma się jeszcze przez pewien okres. Prawdopodobna jest zmiana struktury programu QE Europejskiego Banku Centralnego na rzecz obligacji z krajów peryferyjnych.
- Wielka Brytania:** wdrożenie programu luzowania ilościowego Banku Anglii przez pewien czas będzie wpływać na rentowności brytyjskich obligacji.
- 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.

Rentowności obligacji dwuletnich					
	2016-09-12	Amundi +6 m.	Konsensus IV kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus II kw. 2017 r.
USA	0,79	0,80/1,00	0,98	1,00/1,20	1,13
Niemcy	-0,63	-0,60/-0,40	-0,62	-0,60/-0,40	-0,62
Japonia	-0,20	-0,40/-0,20	-0,21	-0,40/-0,20	-0,20
Wlk. Brytania	0,18	0,00/0,20	0,19	0,00/0,20	0,23

Rentowności obligacji 10-letnich					
	2016-09-12	Amundi +6 m.	Konsensus IV kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus II kw. 2017 r.
USA	1,68	1,60/1,80	1,81	1,60/1,80	1,92
Niemcy	0,05	0,00/0,20	0,13	0,00/0,20	0,20
Japonia	0,00	-0,20/0,00	0,04	-0,20/0,00	0,09
Wlk. Brytania	0,89	0,60/0,80	1,02	0,60/0,80	1,12

PROGNOZA DLA WALUT

- EUR:** oczekujemy względnej stabilności efektywnych kursów euro w najbliższych miesiącach.
- USD:** dolar zyskał po głosowaniu w sprawie Brexitu, jednak nie występuje obecnie żaden katalizator trwałej aprecjacji. USD spadłby w przypadku gdyby Fed zrezygnował ze swojego cyklu zacieśniania.
- JPY:** długa pozycja na jenie jest obecnie raczej ryzykowna, ponieważ reakcja japońskich władz jest bardzo prawdopodobna.
- GBP:** funt uległ znaczącemu załamaniu po głosowaniu w sprawie Brexitu i obecnie jest niedowartościowany. Powinien jednak pozostawać pod presją w związku z wdrożeniem programu luzowania ilościowego przez Bank Anglii.

	2016-09-12	Amundi +6 m.	Konsensus IV kw. 2016 r.	Amundi 12m.	Konsensus II kw. 2017 r.
EUR/USD	1,12	1,10	1,09	1,10	1,08
USD/JPY	103	105	104	105	105
EUR/GBP	0,85	0,90	0,85	0,90	0,84
EUR/CHF	1,10	1,10	1,08	1,10	1,09
EUR/NOK	9,26	9,10	9,20	9,00	9,03
EUR/SEK	9,53	9,10	9,35	8,90	9,19
USD/CAD	1,30	1,30	1,31	1,30	1,30
AUD/USD	0,76	0,75	0,74	0,75	0,72
NZD/USD	0,73	0,70	0,70	0,70	0,68