

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

POGLĄDY CIO

**KONCENTRACJA NA DANYCH FUNDAMENTALNYCH
JAKO METODA NA BURZLIWE RYNKI**

TEMAT MIESIĄCA

**NIE MA ZSYNCHRONIZOWANEGO GLOBALNEGO
CYKLU GOSPODARCZEGO**

Research
& Macro
Strategy

POGLĄDY CIO

Koncentracja na danych fundamentalnych jako metoda na burzliwe rynki

PASCAL BLANQUÉ, Szef Grupy ds. Inwestycji (CIO)

VINCENT MORTIER, Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Inwestorzy mają obecnie do czynienia z niespokojnym otoczeniem. Uważamy, że w 2019 roku kluczowe znaczenie będzie miało przyjrzenie się trzem obszarom:

1. Od spowolnienia gospodarczego do...? Nadszedł czas, aby przyrzeć się temu, w jakim kierunku zmierza gospodarka po zsynchronizowanym spowolnieniu, które jest obecnie dyskontowane przez rynek. **Globalna recesja gospodarcza nie jest głównym scenariuszem.** Gospodarka Stanów Zjednoczonych nadal cieszy się solidnym wzrostem, a jeśli nie zostaną popełnione żadne błędy w zakresie polityki (przez Fed lub Trumpa), powinna nadal rosnąć w przyzwoitym, choć malejącym tempie. Spowolnienie w Europie jest wyraźniejsze, co jest konsekwencją wielu problemów politycznych (Brexit, Włochy, a ostatnio Francja). Jeśli jednak pewne zagrożenia ulegną osłabieniu lub przeminą (złagodzenie napięć w handlu, niższe ceny ropy naftowej, majowe wybory do Parlamentu Europejskiego), naszym zdaniem możliwa będzie stabilizacja warunków gospodarczych w ciągu roku, przy czym oczekuje się, że tempo wzrostu gospodarczego będzie maleć, ale w latach 2019–20 utrzyma się powyżej poziomu potencjalnego. Sytuacja na rynkach wschodzących jest bardziej zróżnicowana: choć niektóre kraje spodziewają się spadku tempa wzrostu (Chiny), w innych pojawiają się pewne motywy pozytywne (np. Indonezja). Ogólnie rzecz biorąc, nadal dostrzegamy łagodny scenariusz gospodarczy, w którym spory handlowe i czynniki geopolityczne stanowią główne zagrożenia do monitorowania.

2. Czy Fed wstrzyma podwyżki stóp, czy będzie je kontynuować? Nie podzielamy poglądu, zgodnie z którym Fed na razie utrzyma stopy bez zmian, nawet pomimo zaostrzenia warunków finansowych, ponieważ presja płacowa nie zniknęła, a wiarygodność Fedu została nadzarpnięta, gdyby rynek uznał niedawne zakłócenia polityczne za przyczynę wstrzymania podwyżek. Z drugiej strony sądzimy, że Fed ograniczy swoje ambicje w zakresie zaostrzania, ponieważ wyższe stopy już teraz wpływają na zyski przedsiębiorstw, a warunki finansowania są trudniejsze. Posunięcia Fedu będą miały konsekwencje również dla innych banków centralnych; EBC będzie miał większe trudności z podniesieniem stóp procentowych, jeśli Fed zawiesi zacieśnianie polityki pieniężnej. Nie widzimy potencjału normalizacji stóp procentowych w strefie euro w latach 2019/20. Na rynkach wschodzących niektóre banki centralne, które w 2018 r. przyjęły bardziej jastrzębie stanowisko, mogą stać się bardziej neutralne/gołębie w warunkach spadku inflacji i mniejszej presji na waluty lokalne.

3. Rynki wschodzące: sztorm czy ożywienie? Rynki wschodzące ucierpiały z powodu wielu przeciwności – wyższych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, silnego dolara amerykańskiego oraz specyficznych okoliczności lokalnych. Perspektywa ta mogłaby się ustabilizować w pierwszym półroczu i poprawić się później w kontekście bardziej gołębiej postawy Fedu. W naszym głównym scenariuszu zakładamy, że „miękkie lądowanie” Chin jest osiągalne, biorąc pod uwagę dostępne pole manewru w zakresie polityki. Kluczowe znaczenie będą miały specyficzne okoliczności lokalne (zwłaszcza w Ameryce Łacińskiej) oraz perspektywy handlu światowego.

Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że ryzyko globalne pozostaje asymetryczne w miarę postępów procesu przeszacowania oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego i związanych z tym korekt premii z tytułu ryzyka, co prowadzi do przywrócenia wartości we wszystkich obszarach. Wciąż jednak to przywracanie wartości i stopniowy powrót sprzyjających warunków (łagodniejsza ścieżka podwyżek stóp Fedu, szczyt wartości dolara, wolniejszy wzrost gospodarczy w Stanach) dobrze wróżą zwiększeniu ekspozycji na rynki wschodzące. Dlatego też zalecamy rozpoczęcie roku od ostrożnego podejścia do aktywów ryzykownych i gotowości do wykorzystania wszelkich okazji wynikających z obecnych przeszacowań. W przypadku rynków wschodzących sugerujemy rozpoczęcie od małych kroków, podczas gdy w przypadku rynków rozwiniętych w miarę dojrzewania cyklu można bardziej skupić się na aktywach wyższej jakości, unikając aktywów przeszacowanych lub nadmiernie obciążonych długiem oraz mniej płynnych obszarów rynku. W przypadku instrumentów stałodochodowych inwestorzy powinni utrzymać neutralne podejście do duracji w Stanach Zjednoczonych, aby ograniczyć negatywny wpływ ogólnej zmienności rynku. Na rynkach obligacji korporacyjnych **niedawny wzrost spreadów mógłby przełożyć się na powrót okazji, jednak pod warunkiem przyjęcia selektywnego podejścia**, jako że zaostrzenie warunków finansowych, potrzeby w zakresie rolowania oraz wysoki poziom zadłużenia wielu przedsiębiorstw sprawiają, że ta klasa aktywów jest podatna na zagrożenia. Inwestorzy długoterminowi powinni ponownie skupić się na danych fundamentalnych, poszukując wartościowych aktywów na bardziej niestabilnych rynkach.

* EBC = Europejski Bank Centralny.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

PORTFELE ZRÓŻNICOWANE

Uważamy, że inwestorzy powinni utrzymać ograniczoną kierunkową ekspozycję na akcje i obligacje korporacyjne ze względu na słabszą dynamikę wzrostu, ryzyko geopolityczne i niestabilność zaufania inwestorów. W dalszym ciągu koncentrujemy się na dywersyfikacji portfela wśród akcji regionalnych. Rynki wschodzące przykuwają naszą uwagę w kontekście zbliżającego się zakończenia cyklu zacieśniania stóp procentowych Fedu, a także ze względu na to, że wyceny są obecnie niskie. Po stronie obligacji proponujemy ekspozycję na amerykańskie obligacje skarbowe oraz ostrożną ekspozycję na obligacje korporacyjne, z możliwością ich zwiększenia w 2019 r.

INSTRUMENTY STAŁODOCHODOWE

W przypadku Stanów Zjednoczonych utrzymujemy bliskie neutralnemu podejście do duracji. Dostrzegamy niewielką wartość w stopach procentowych w głównych państwach europejskich. Utrzymujemy ostrożne podejście do obligacji korporacyjnych, ponieważ dane fundamentalne pozostają stosunkowo stabilne, ale spready mogą pozostać pod presją ze względu na rosnące potrzeby w zakresie finansowania. Nadal preferujemy mniej zadłużonych emitentów korporacyjnych. Jeśli chodzi o obligacje z rynków wschodzących, przyjmujemy podejście bardziej konstruktywne, ponieważ rynek wydaje się bardziej odporny pomimo presji na aktywa ryzykowne.

AKCJE

W Stanach Zjednoczonych wzrost zysków spowalnia z powodu presji cenowej i spowolnienia gospodarczego. Jest to wyzwanie również dla akcji z Unii Europejskiej – tymczasem my podchodzimy bardziej konstruktywnie do rynków wschodzących. W ujęciu globalnym ze względu na panującą niepewność nadal preferujemy spółki o wysokiej jakości, charakteryzujące się solidnymi bilansami i atrakcyjnymi wycenami. W Europie „tania” jakość to obecnie raczej spółki cykliczne niż defensywne, które zyskały na hossie z ostatnich trzech miesięcy. Uważamy, że inwestorzy powinni przyrzeć się możliwościom związanym raczej z pojedynczymi akcjami niż z sektorami.

MAKROEKONOMIA

Banki centralne: powrót do polityki zarządzania ryzykiem

DIDIER BOROWSKI, Szef ds. Badań Makroekonomicznych

MONICA DEFEND, Szef ds. Strategii, Wiceszef ds. Badań

PHILIPPE ITHURBIDE, Globalny szef ds. badań

Rok 2017 zakończył się na świecie zsynchronizowanym ożywieniem gospodarczym, z ryzykiem presji inflacyjnej, które może skłonić banki centralne do szybszej niż oczekiwano normalizacji polityki pieniężnej. Inwestorzy obawiali się, że władze monetarne mogą popełnić błąd. Wydaje się, że to ryzyko jest już za nami. Po pierwsze, rok 2018 kończy się ryzykiem zsynchronizowanego globalnego spowolnienia gospodarczego; po drugie, inflacja bazowa pozostała niższa niż oczekiwano, w tym w szczytowym okresie cyklu koniunkturalnego w gospodarkach bliskich pełnego zatrudnienia. Wreszcie, warunki finansowania przedsiębiorstw uległy zaostrzeniu zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie.

Niedawno opublikowane badanie pokazało, że nieprzewidziany wzrost kluczowych stóp procentowych – nawet niewielki (25 p.b.) – może mieć znaczący wpływ na inwestycje przedsiębiorstw, zwłaszcza w przypadku młodych firm, których zdolność kredytowa zależy od wartości posiadanego zabezpieczenia. Zależność tę można prawdopodobnie uogólnić na najbardziej zadłużone spółki. A wśród największych gospodarek rozwiniętych to właśnie w Stanach Zjednoczonych sytuacja jest najbardziej niepokojąca.

Nie ma więc uzasadnienia dla „niespodzianki pieniężnej”.

W bardzo niepewnym otoczeniu globalnym **wydaje się, że dominuje podejście oparte na „zarządzaniu ryzykiem”**. Inflacja nie jest realnym zagrożeniem, jeżeli wzrost gospodarczy ulegnie spowolnieniu; zbyt szybka normalizacja polityki pieniężnej stwarza obecnie większe ryzyko niż utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie.

Fed: nawet najmniejsze rozczarowanie wzrostem gospodarczym doprowadziłyby do wstrzymania cyklu podwyżek stóp.

EBC: ostatnie pogorszenie sytuacji gospodarczej w strefie euro oraz brak presji inflacyjnej utrudniają normalizację kluczowych stóp procentowych. Jest to tym bardziej prawdziwe, że EBC również poważnie rozważa rozszerzenie programu długoterminowych pożyczek dla sektora bankowego (TLTRO), aby odciążyć banki (zwłaszcza włoskie, cierpiące z powodu rosnących rentowności obligacji skarbowych).

Bank Anglii: polityka pieniężna pozostaje uzależniona od wyniku Brexitu. Wysoki poziom niepewności zmusza do utrzymania status quo w krótkim okresie.

Bank Japonii: w przeciwieństwie do tego, co przewidywaliśmy kilka miesięcy temu, nie widać oznak zacieśnienia polityki monetarnej. Wzrost stawki VAT (w dniu 1 października 2019 r.) prawdopodobnie spowoduje wzrost ryzyka w tym zakresie. Gubernator Banku Japonii poinformował niedawno o możliwości dodatkowego zwiększenia elastyczności w razie potrzeby poprzez dalsze obniżanie stóp procentowych do poziomu ujemnego, a nawet skup aktywów.

Brak (znaczącego) zacieśnienia polityki pieniężnej w dużych gospodarkach rozwiniętych w 2019 r. nie oznacza, że w bieżącym roku powróci płynność. Suma bilansowa Fedu będzie nadal maleć, a suma bilansowa EBC właśnie przestała rosnąć.

Na froncie finansowym inwestorzy stracili zatem ochronę oferowaną przez wdrażane przez banki centralne programy skupu aktywów. Z drugiej strony, zmiana tonu wypowiedzi władz monetarnych wielu banków centralnych (w tym Fedu) powinna złagodzić obawy przed recesją lub kontynuacją obecnego gwałtownego spowolnienia i uspokoić rynki finansowe.

Przeszacowanie aktywów ryzykownych zaszło zbyt daleko, dyskontując bardzo negatywny scenariusz.”

Perspektywa strategiczna

Rozbieżność między ryzykiem krótko- i długoterminowym

Chociaż widoczność jest niewielka, a warunki ekonomiczne/finansowe są płynne i niepewne, trzymamy się naszej listy kontrolnej oceny ryzyka, aby skalibrować ogólne narażenie na ryzyko, które pozostaje zrównoważone. Nasza ocena ryzyka skupia się na wkładzie wskaźników krótkoterminowych (w tym warunków finansowych) oraz wskaźników bardziej średnioterminowych (w tym wycen skorygowanych o ryzyko, prędkości obiegu pieniądza i łącznej akumulacji zadłużenia ponad wzrost). **Wskaźniki krótkoterminowe** uwidaczniają **awersję inwestorów do ryzyka**, która wzrosła ostatnio z powodu pogorszenia sytuacji na rynku obligacji korporacyjnych (wysokodochodowych w sektorze energetycznym) oraz wzrostu spreadów. Warunki finansowe w Europie uległy zaostrzeniu, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych stopniowo się pogarszają. Biorąc pod uwagę mikro- i makroekonomiczne dane fundamentalne, **potwierdzamy, że przeszacowanie aktywów ryzykownych zaszło zbyt daleko, dyskontując poziomy zbliżone do recesji**. Mimo iż krótkoterminowa poprawa sytuacji jest możliwa, w perspektywie średnioterminowej **wykrywamy niestabilną równowagę pomiędzy generowaniem wzrostu (PKB)/bodźcami pieniężnymi (prędkość obiegu pieniądza) a bodźcami fiskalnymi (akumulacja zadłużenia) w czasie, gdy stopy realne rosną**. Stąd bardziej gołębi ton Fed byłby uzasadniony. Rozbieżność między **nastawieniem do ryzyka (negatywnym) a danymi fundamentalnymi (wciąż pozytywnymi)** uzasadnia możliwość krótkotrwałej poprawy sytuacji aktywów ryzykownych, jednak w 2019 r. konieczne będzie rozważenie **ograniczenia ryzyka**. Pierwszy kwartał będzie prawdopodobnie punktem zwrotnym pod względem finansowym po fazie wolniejszego wzrostu gospodarczego, wyższych stóp procentowych i kumulacji zadłużenia. Zmiana podejścia Fedu na bardziej gołębie oraz sezon publikacji wyników spółek za I kwartał mogłyby jednak wywołać przełom, jeszcze bardziej wydłużając cykl finansowy.



PORTFELE ZRÓŻNICOWANE

Czas na przeczekanie

MATTEO GERMANO, Szef ds. portfeli zróżnicowanych

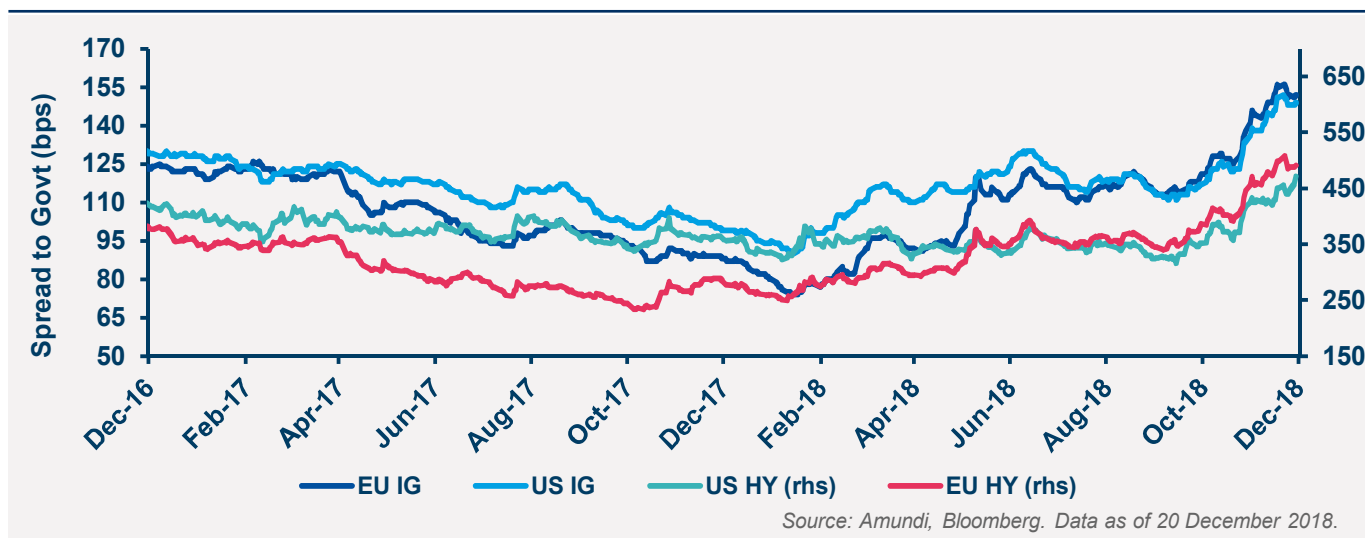
W obecnej fazie obserwujemy ryzyko finansowe odzwierciedlone w szeregu czynników, w tym niższą płynność, wzrost spreadów oraz korekty wskaźników zysku na akcję w dół. Taki rozwój sytuacji najpierw zaszkodzi nastrojom, a następnie spowoduje zacieśnienie warunków finansowych, by ostatecznie wpłynąć na gospodarkę realną. Połączenie generowania wzrostu PKB, bodźców monetarnych oraz bodźców fiskalnych (akumulacja zadłużenia) w okresie wzrostu realnych stóp procentowych zapewni kruchą równowagę, a Fed ostrożnie równoważy różne czynniki ryzyka. Fed zaczął ostatnio w większym stopniu uwzględniać dane ekonomiczne, a my spodziewamy się, że aktywa ryzykowne pozostaną zmienne, odzwierciedlając tak niepewną równowagę. W dłuższej perspektywie możemy zdecydować się na wybiórcze podejście konstruktywne, zwłaszcza jeśli banki centralne przyjmą bardziej gołąbią postawę, a sezon sprawozdawczy potwierdzi solidne dane fundamentalne.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

W perspektywie krótkoterminowej utrzymujemy postawę zasadniczo defensywną w zakresie alokacji ryzyka, ze względu na szereg czynników sprzyjających bardzo ostrożnemu podejściu kierunkowemu: słabsze tempo globalnej ekspansji, które, jak się spodziewamy, utrzyma się w najbliższej przyszłości, zwiększone ryzyko geopolityczne i lokalne pogłębiające niepewność co do polityki decydentów, a ponadto kruchość zaufania inwestorów. Uważamy, że inwestorzy powinni nadal koncentrować się na dywersyfikacji portfela, preferując na razie relatywne pozycjonowanie w celu ograniczenia ogólnej ekspozycji na ryzyko. W listopadzie przyjęliśmy bardziej ostrożne, neutralne podejście do akcji ze Stanów Zjednoczonych w stosunku do pozostałych rynków wschodzących. Wynikało to z pogorszenia naszych prognoz w zakresie dynamiki wzrostu gospodarczego, zysków spółek oraz aktywności w zakresie odkupu akcji. W Europie solidne dane fundamentalne, rozsądne wyceny i wciąż sprzyjające surowcom otoczenie gospodarcze towarzyszące ostatniemu wzrostowi popytu na aktywa ryzykowne uzasadniają utrzymanie taktycznego, pozytywnego podejścia do surowców bazowych. Nadal preferujemy również motyw wartości w strefie euro w stosunku do całego rynku jako sposób na uzyskanie ekspozycji na aktywa defensywne, wspieranej przez wycenę i aspekty techniczne. Ciągłe podchodzimy też pozytywnie, jednak z mniejszym przekonaniem, do akcji japońskich. Wyceny akcji z tego charakteryzującego się ograniczoną ekspozycją na ryzyko geopolityczne, odpornością mimo niezbyt wyjątkowego sezonu publikacji wyników oraz niewielką liczbą pozycji rynku pozostają niskie. W tym roku akcje z rynków wschodzących uległy masowej przecenie i dlatego zastanawiamy się, czy jesteśmy bliscy punktu wejścia. Biorąc pod uwagę liczbę wyzwań i słabości, uważamy, że bodźce polityczne w Chinach będą w stanie wesprzeć gospodarkę, tak więc stopniowo zaczniemy przyjmować w stosunku do tego rynku bardziej kierunkową perspektywę dla chińskiego sektora krajowego (najlepiej reprezentowanego w indeksie HSCEI*). Jeśli chodzi o obligacje, ostatnio zaczęliśmy przyjmować bardziej konstruktywne podejście do duracji w Stanach Zjednoczonych. Utrzymujemy również preferencje dla amerykańskich obligacji skarbowych w stosunku do obligacji niemieckich (5-letnich) i uważamy, że inwestorzy powinni

„Wyższe ryzyko finansowe wymaga bardziej defensywnej postawy w zakresie aktywów ryzykownych w krótkim terminie, podczas gdy w średnim terminie stajemy się bardziej konstruktywni.”

Spready obligacji korporacyjnych



preferować wzrost ekspozycji na amerykańskie stopy procentowe (nominalne i realne), jeśli zmaterializują się lepsze poziomy wejścia. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, widzimy, że w 2019 r. otwierają się możliwości taktyczne w związku ze wzrostem spreadów, jednak w perspektywie krótkoterminowej utrzymujemy podejście defensywne, ponieważ spowolnienie gospodarek i pogarszające się dane fundamentalne mogłyby spowodować dalszy wzrost spreadów w warunkach sezonowego spadku płynności rynku.

Czynniki ryzyka i hedging

W centrum uwagi znajdują się czynniki ryzyka geopolitycznego i zagrożenia dla wzrostu gospodarczego. Proponujemy skuteczną dywersyfikację portfela i bufony płynności w celu wykorzystania lepszych punktów wejścia na rynek, które pojawią się w 2019 roku. Inwestorzy powinni utrzymać zabezpieczenia strukturalne w celu ograniczenia ryzyka finansowego i wpływu wyprzedzały aktywów ryzykownych, preferując aktywa postrzegane jako „bezpieczna przystań”: złoto, JPY w stosunku do USD i AUD, lub też opcje pozwalające na pokrycie rosnących spreadów w sektorze instrumentów wysokodochodowych.

INSTRUMENTY STAŁODOCHODOWE

Ostrożne poszukiwanie okazji na rynku obligacji korporacyjnych

ERIC BRARD, Szef ds. instrumentów stałodochoodowych

YERLAN SYZDYKOV, Szef ds. rynków wschodzących

KENNETH J. TAUBES, Szef (CIO) ds. zarządzania inwestycjami w Stanach Zjednoczonych

Ocena ogólna

Po gwałtownym wzroście rentowności realnych spowodowanym przez normalizację polityki Fed obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych w ciągu ostatnich dwóch miesięcy drożały w kontekście niepokoju politycznych i spowolnienia gospodarczego. Rynek w szybkim tempie przestawił się z dyskontowania 3 lub 4 podwyżek na dyskontowanie mniej niż jednej podwyżki stóp procentowych w 2019 roku. W kontekście tej wyboistej ścieżki stóp procentowych obligacje korporacyjne i obligacje z rynków wschodzących ucierpiały w wyniku silnych odpływów kapitału. Spready obligacji korporacyjnych uległy znacznemu przeszacowaniu, dyskontując, naszym zdaniem, prawdopodobieństwo recesji, a nie tylko spowolnienia. Rynki wschodzące wykazały się ostatnio pewną odpornością, co może stanowić zapowiedź powrotu zaufania inwestorów. Kluczowym pytaniem dla inwestorów z rynku instrumentów stałodochoodowych dotyczy tego, jak bardzo Fed może podnieść stopy w kontekście warunków finansowania, które już uległy zaostrzeniu. Sądzymy, że zbliżamy się do momentu, w którym Fed przyjmie postawę bardziej neutralną, co pomoże do pewnego stopnia złagodzić presję na dolara, a ponadto pozwoli na poprawę płynności. Jeśli nasz scenariusz główny potwierdzi się, Fed prawdopodobnie wstrzyma podwyżki w przyszłym roku i pojawią się oznaki łagodzenia napięcia w handlu – traktujemy więc niedawną bessę na rynku obligacji korporacyjnych z rynków rozwiniętych i długu rynków wschodzących jako okazję do odbudowy ekspozycji na bardziej atrakcyjne wyceny, jednak bardzo stopniowo i w sposób selektywny.

Obligacje z rynków rozwiniętych

Cykliczne spowolnienie gospodarcze, w połączeniu z niepewnością rynkową, wywiera pewną presję spadkową na krzywe rentowności. W kontekście rynków rozwiniętych preferujemy stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych. W Europie utrzymujemy neutralne podejście wobec państw peryferyjnych. W przypadku Włoch mimo do pewnego stopnia pozytywnego rozwoju sytuacji wolimy zachować ostrożność, utrzymując postawę wyczekującą, ponieważ spodziewamy się, że premia za ryzyko częściowo się utrzyma. Dostrzegamy okazje związane z inflacją progową, ponieważ tempo wzrostu gospodarczego przekracza poziom potencjalny, a luka popytowa szybko się zamyka. W przypadku obligacji korporacyjnych w drugim półroczu spready dyskontowały wyższe stopy procentowe i wyższe lewarowanie przedsiębiorstw, tworząc atrakcyjne punkty wejścia w przypadku wybranych emitentów. W Europie nowe emisje mogłyby zapewnić okazje do ponownego wejścia na rynek. Obligacje korporacyjne ze strefy euro pozostaną jednak zmienne, ponieważ niepewność polityczna jest wysoka, a wzrost gospodarczy w Europie spowalnia, podczas gdy czynniki ryzyka nabierają znaczenia (zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne, biorąc pod uwagę to, że Europa jest dość narażona na negatywne konsekwencje chińskiego spowolnienia). W Stanach Zjednoczonych obligacje korporacyjne oferują umiarkowaną wartość, ponieważ dane fundamentalne pozostają stosunkowo stabilne, jednak nadmierna ekspozycja wiąże się z pewnym ryzykiem. Proponujemy faworyzowanie bardziej płynnych emisji obligacji klasy inwestycyjnej i poszczególnych segmentów rynku wysokodochodowego (ratingi „B” oferują więcej możliwości wyboru).

“Oczekuje się, że w 2019 r. pojawią się punkty wejścia na rynek obligacji z rynków wschodzących, głównych beneficjentów bardziej gołębiego Fedu.”

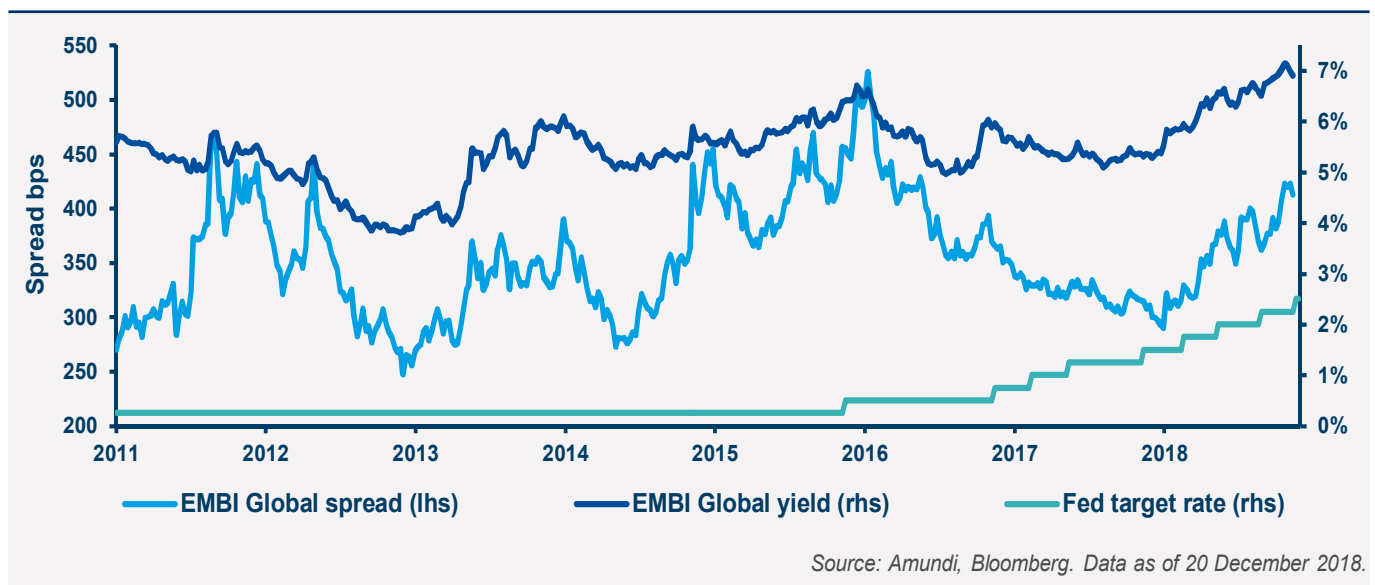
Obligacje z rynków wschodzących

Ostatnio nastroje zmieniły się na bardziej pozytywne dla rynków wschodzących w związku z tym, że Fed przyjmuje mniej jastrzębia postawę niż oczekiwano, a w relacjach handlowych między Chinami a Stanami Zjednoczonymi doszło do złagodzenia napięć. Wyniki analizy technicznej sprzyjają zarówno lokalnemu, jak i zewnętrznemu długowi z rynków wschodzących, jednak obecnie preferujemy twardą walutę, ponieważ jesteśmy przekonani, że ta klasa aktywów może przynieść dodatnie zwroty w perspektywie średnioterminowej (rentowność długu zewnętrznego rynków wschodzących jest wyższa niż rentowność ich długu lokalnego po raz pierwszy od 2009 r.), chroniąc jednocześnie inwestorów przed ryzykiem walutowym. Bardziej przychylnie patrzymy na kraje o mniejszym ryzyku politycznym (w 2019 r. na rynkach wschodzących będzie mieć miejsce wiele wydarzeń politycznych) – te mniej narażone na negatywne konsekwencje sporów handlowych, a także na te, w przypadku których można więcej zarobić na transakcjach carry trade.

Waluty

Presja wzrostowa na dolara amerykańskiego powinna w przyszłym roku zacząć słabnąć. W Europie preferujemy waluty skandynawskie (SEK, NOK) w stosunku do euro, ponieważ są one bardziej chronione przed napięciami politycznymi w strefie euro. Funt brytyjski może nadal cierpieć z powodu niestabilności, ponieważ ryzyko ogona rozkładu wynikające z kryzysu politycznego jest nadal kwestią otwartą.

Obligacje z rynków wschodzących a polityka Fedu



AKCJE

Bardziej konstruktywne podejście do rynków wschodzących

ALEXANDRE DRABOWICZ, Zastępca szefa ds. rynków akcji

YERLAN SYZDYKOV, Szef ds. rynków wschodzących

KENNETH J. TAUBES, Szef (CIO) ds. zarządzania inwestycjami w Stanach Zjednoczonych

Ocena ogólna

Po wyprzedzący w październiku i skromnym odbiciu w listopadzie na początku grudnia na rynki powróciły spadki, ponieważ obawy o przyszłe perspektywy wzrostu zdominowały nastroje rynkowe. Stany Zjednoczone dołączają obecnie do listy krajów, w których trwają korekty, choć dalsze pogorszenie sytuacji jest mało prawdopodobne, jeśli nie dojdzie do recesji. Korekta wzrostowa jest nadal możliwa, a zapoczątkować może ją bardziej gołębia postawa Fedu. Wstrzymanie cyklu podwyżek przez Fed powinno również pomóc rynkom wschodzącym, na których rozgościły się już niedźwiedzie. Dlatego też przyjmujemy postawę bardziej konstruktywną w stosunku do

akcji z rynków wschodzących, choć nie uważamy, że nadszedł czas na agresywne zwiększenie ekspozycji na aktywa ryzykowne, ponieważ ogólna perspektywa gospodarcza i geopolityczna pozostaje niepewna. Ogólnie rzecz biorąc, nadal koncentrujemy się na „jakości za rozsądną cenę”.

Europa: polityka a wyceny

W Europie dodatkowa niepewność wynikająca z niedawnych protestów „żółtych kamizelek” we Francji pogłębia i tak już kiepskie nastroje związane z Brexitem i problemami budżetowymi Włoch. Oddolny konsensus analityków co do wyników finansowych spółek wydaje się podwyższony i zostanie prawdopodobnie skorygowany w dół. Europejskie akcje dyskontują większe spowolnienie wzrostu, ale z pewnością nie recesję. W tym kontekście trzymamy się poglądu, że kluczowe znaczenie ma zdecydowana koncentracja na jakości spółek i zrównoważonym wzroście zysków, ponieważ wzrost kosztów zwiększa presję na wyniki finansowe europejskich spółek. Przejście do preferowania spółek defensywnych w stosunku do cyklicznych było dość brutalne, a utrzymanie tej strategii będzie trudne, ponieważ wyceny względne spółek defensywnych są wysokie. Nadal dostrzegamy dobre możliwości na poziomie pojedynczych akcji, ale unikamy szeroko zakrojonych taktyk sektorowych. Nastroje osiągnęły poziom zbliżony do historycznego minimum, a techniczna likwidacja pozycji może być kontynuowana pomimo tego że wyceny w Europie stają się atrakcyjne.

Stany Zjednoczone: czas na ograniczenie preferencji dla akcji procyklicznych

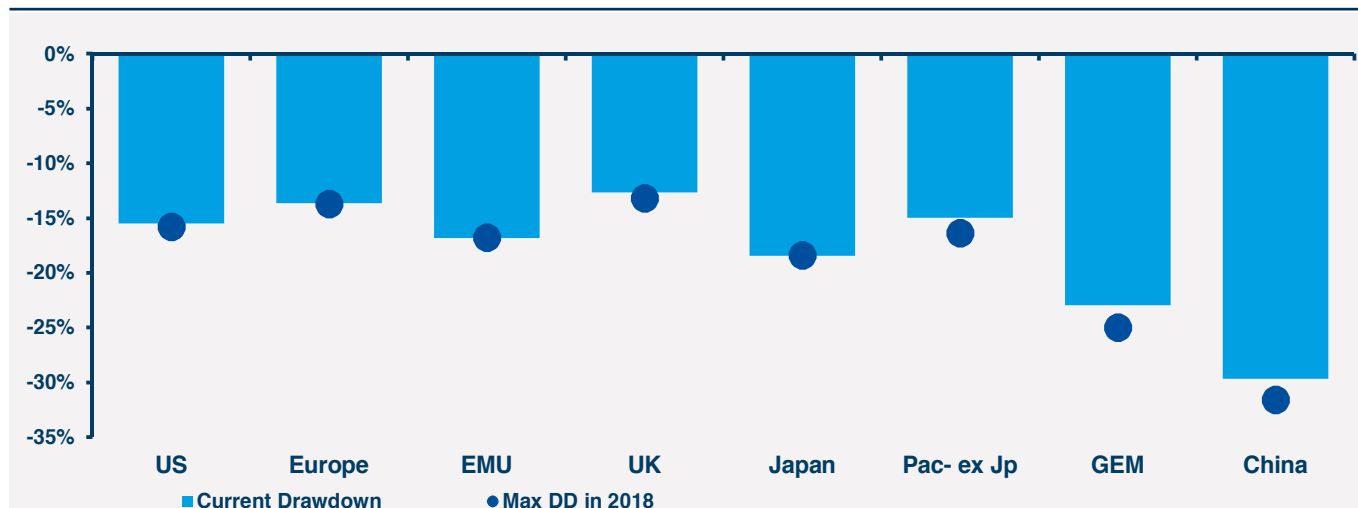
W kontekście coraz liczniejszych oznak spowolnienia wzrostu gospodarczego i wzrostu zysków pojawia się poważne pytanie o to, czy cykl się skończył, czy też spłaszczył. Naszym zdaniem w przypadku branż takich jak dobra kapitałowe, banki czy półprzewodniki rynek chce się przekonać, czy uda im się z powodzeniem funkcjonować w warunkach spowolnienia, aby następnie nagrodzić je pozytywnym przeszacowaniem, na które wiele z nich zasługuje ze względu na ulepszone i bardziej stabilne w porównaniu do poprzednich cykli modele biznesowe. Dzięki temu spostrzeżeniu staliśmy się bardziej ostrożni w przypadku akcji cyklicznych, spośród których wybieramy wyłącznie najbardziej przekonujące spółki, a więc firmy, które mają największe wsparcie w zakresie wyceny i są w stanie najlepiej „nawigować” w warunkach spowolnienia gospodarczego. Ponadto po korekcie w sektorze technologicznym ze względu na potencjał oparcia się źródłom presji występującym pod koniec cyklu skłaniamy się ku zwiększaniu przeważenia spółek technologicznych i motywu jakości, a jednocześnie, jak już wspomnieliśmy, ograniczamy przeważenie spółek procyklicznych.

„Jakość pozostaje na pierwszym planie w Europie i w USA. Rynki wschodzące docierają do dna, podczas gdy bardziej gołębi Fed może w przyszłym roku sprzyjać ożywieniu.”

Rynki wschodzące: poprawa perspektyw

Rynek zaczyna dyskontować łagodne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, a także mniej podwyżek ze strony Fed, co prawdopodobnie doprowadzi do osłabienia dolara amerykańskiego, tym samym sprzyjając akcjom z rynków wschodzących. Spodziewamy się, że sytuacja na rynkach wschodzących poprawi się zauważalnie w zakresie zarówno zysków, jak i wycen, przy czym te ostatnie będą stawiać się coraz atrakcyjniejsze niezależnie od scenariuszy rozwoju sytuacji. W ramach akcji z rynków wschodzących taktycznie preferujemy Chiny (faworyzujemy sektory technologii i energii), ponieważ większość obaw dotyczących napięć w handlu wydaje się być już zdyskontowana, a wdrożone przez władze bodźce stymulacyjne mogą okazać się wystarczające, aby zapobiec dalszemu spowolnieniu wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem Rosja jest atrakcyjna dzięki rekordowo tanim akcjom, ale konieczne jest też monitorowanie wpływu sankcji. Narazie wolimy nie angażować się w krajach o wysokim ryzyku politycznym (a mianowicie Turcji i Argentynie).

Powszechne spadki



Source: Bloomberg. As of 31 December 2018. MSCI Indexes total return in local currency. Drawdown: The peak-to-trough decline during a specific record period of an investment, fund or commodity, usually quoted as the percentage between the peak and the trough.

Alokacja aktywów: prognozy dla wielu klas

	Zmiana 1-miesięczna	---	--	-	0	+	++	+++
Akcje a obl. skarbowe	→				■			
Akcje a obl. korpor.	↗					■		
Obl. skarbowe a obl. korpor.	↗				■			
Duracja	↗				■			
Ropa naftowa	↘				■			
Złoto	→					■		
Euro gotówka	→			■				
USD gotówka	→				■			

Powyższa tabela odzwierciedla oszacowanie wieloaktywowe dla horyzontu od 3 do 6 miesięcy oparte na poglądach wyrażonych na ostatnim posiedzeniu globalnego komitetu inwestycyjnego. Prognoza, zmiany prognozy i opinie dotyczące klasy aktywów odzwierciedlają spodziewany kierunek (+/-) oraz siłę przekonania (+/++/+++).

Prognozy względne i przekonania dotyczące znaczących klas aktywów

	Klasa aktywów	1-miesięczna zmiana podejścia	Niedoważenie	Pozycja neutralna	Przeważenie
OBL. SKARBOWE	USA	↗			●
	Indeksowane z USA	↗			●
	Rdzeń strefy euro	→	●		
	Peryferia euro	→		●	
	Wielka Brytania	→	●		
	Japonia	→	●		
KORPORACYJNE	USA inwestycyjne	→		●	
	Inwestycyjne Europa	↗		●	
	USA wysokodochodowe	→	●		
	Wysokodochodowe Europa	→			●
	Dług gl. r. wsch. w twardej walucie	→		●	
	Dług gl. r. wsch. w walucie lok.	→		●	
AKCJE	USA	↘		●	
	Strefa euro	→		●	
	Wielka Brytania	→		●	
	Japonia	↘			●
	Pac. bez Jap.	→		●	
	Globalne r. wsch.	↗			●

Waluty i aktywa rzeczowe

FOREX	EUR/USD	↗
	EUR/GBP	→
	EUR/JPY	→
	USD/JPY	→
AKTYWA NIEFINANSOWE	Nieruchomości	→
	Globalna infrastruktura	→
	Dług prywatny	→

LEGENDA

↘	W dół
→	Bez zmian
↗	W górę
●	Niedoważenie
●	Pozycja neutralna
●	Przeważenie

Źródło: Amundi, na 20 grudnia 2018 r. Perspektywa zwrotów w okresie 3–6 miesięcy dotyczy perspektyw analitycznych opartych na zwrotach poszczególnych klas aktywów. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

TEMAT MIESIĄCA

Nie ma zsynchronizowanego globalnego cyklu gospodarczego

DIDIER BOROWSKI, Szef ds. Badań Makroekonomicznych

Dokument sfinalizowano dn. 2019-01-04 r.

Podsumowanie

Kluczowym motywem na początku 2019 r. jest zsynchronizowane globalne spowolnienie gospodarcze. Jest to sygnał, który jednoznacznie wynika z ostatnich badań PMI. Wydaje się, że globalny wzrost gospodarczy jest na dobrej drodze, podczas gdy globalne zagrożenia nadal pogłębiają klimat niepewności. W gospodarkach rozwiniętych wszystkie oczy zwrócone są na cykl koniunkturalny i spadek indeksów ISM w Stanach Zjednoczonych. Tymczasem na rynkach wschodzących uwaga skupia się naturalnie na Chinach, których gospodarka na początku tego roku nadal wykazuje oznaki utraty dynamiki.

Pozory mogą być jednak mylące. W szczególności dlatego, że oznaki spowolnienia dotyczą głównie przemysłu wytwórczego (z natury bardziej narażonego na problemy światowego handlu) – sektora, który z czasem będzie się kurczył. Należy również pamiętać, że rok 2018 rozpoczął się od pozornie zsynchronizowanej ekspansji globalnej, która jednak nie potrwała zbyt długo. Obecnie wygląda na to, że światowy cykl koniunkturalny osiągnął szczyt pod koniec 2017 roku, więc nie powinniśmy jeszcze spieszyć się z oceną sytuacji w 2019 roku. Różne gospodarki spowolniły lub spowalniają z różnych powodów. A niektóre z czynników, które ciążyły rynek w ciągu ostatnich kilku miesięcy, zniknęły (od początku października ropa staniała o około 30%). Stany Zjednoczone i Chiny zawarły rozejm handlowy, którego utrzymanie leży w interesie obu stron, zważywszy na pogarszające się perspektywy. **W tym otoczeniu pozorna synchronizacja cyklu globalnego może okazać się krótkotrwała.** Podczas gdy Stany Zjednoczone i Chiny stopniowo zwalniają, reszta świata może nadal doświadczać „autonomicznych cykli”. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że polityki pieniężne staną się bardziej gołębie: albo bardziej dostosowawcze (Chiny), albo mniej restrykcyjne (Stany Zjednoczone).

Przyjrzyjmy się głównym tendencjom mającym wpływ na kluczowe regiony.

W Stanach Zjednoczonych 5-punktowy spadek indeksu ISM sektora wytwórczego (na najniższym poziomie od listopada 2016 r.) sugeruje, że spowolnienie będzie poważniejsze niż oczekiwano – zwłaszcza że w ostatnich tygodniach spready obligacji korporacyjnych istotnie spadły. Zawieszenie prac agend federalnych i korekta na giełdzie dodatkowo zwiększyły niepewność. Tymczasem efekt stymulacyjny obniżek podatków i wzrostu wydatków zacznie wkrótce zanikać. W związku z tym inwestycje przedsiębiorstw spowolnią prawdopodobnie bardziej niż oczekiwano (spowolnienie globalnego popytu, korekta prognoz wyników finansowych w dół, mniejsza widoczność).

Żaden z tych czynników nie powinien jednak wywołać w Stanach Zjednoczonych recesji. Dobra kondycja rynku pracy powinna nadal wspierać konsumpcję gospodarstw domowych. Ponadto wydaje się, że wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych powróci w najbliższym czasie do poziomu potencjalnego (około 1,7–1,8%). Zasadniczo należy spodziewać się znacznego spowolnienia gospodarczego, któremu oczywiście będzie towarzyszyć wyraźny spadek wyników finansowych, choć nastąpi to po wyjątkowo dobrym roku, w którym występował wpływ obniżek podatków. To właśnie ta ostatnia kwestia wpływa negatywnie na rynki akcji, które prawdopodobnie zaczęły już traktować wyższe poziomy wzrostu PKB i zysków przedsiębiorstw jako rzecz oczywistą.

W rezultacie Fed może wstrzymać podwyżki stóp wcześniej niż oczekiwano, ponieważ ryzyko staje się asymetryczne. Normalizacja polityki monetarnej będzie nadal możliwa, jeśli oznaki spowolnienia się nie urzeczywistnią, a jednocześnie inflacja zacznie przyspieszać.

W Europie pomimo ożywienia, które rozpoczęło się później niż w Stanach Zjednoczonych, w 2018 r. gospodarki zaczęły zwalniać, a na przełomie lat nadal występowały oznaki spowolnienia. Luka popytowa zniknęła w większości krajów. **Do spowolnienia wzrostu w 2018 r. przyczyniło się kilka czynników:** wzrost cen ropy naftowej (do października), spowolnienie w globalnym handlu oraz niższy wzrost w gospodarkach wschodzących. **Co więcej, niepewność polityczna na wielu frontach sprawiła, że perspektywy dla Europy są bardziej ponure** (Brexit, włoski budżet, protesty „żółtych kamizelek”).

- Rząd włoski pod presją rynków obniżył docelowy poziom deficytu na 2019 r. w celu powstrzymania procedury nadmiernego deficytu UE (do 2,0%), co świadczy o pragmatyzmie rządzącej koalicji.
- We Francji kryzys „żółtych kamizelek” nadal wpływa na krajową gospodarkę (oczekuje się, że dane liczbowe dotyczące wzrostu w I kwartale odbiją się szerokim echem) i sytuację polityczną (reformy zostaną prawdopodobnie odłożone na później). Zapowiedziane przez rząd działania zwiększą jednak siłę nabywczą konsumentów, co powinno zwiększyć konsumpcję w kolejnych miesiącach roku.

- W Niemczech decyzja o niekandydowaniu na stanowisko przewodniczącej partii CDU, którą Angela Merkel podjęła po ogłoszeniu wyników wyborów regionalnych, skutecznie zamknęła dyskusje na temat dalszej integracji strefy euro. Warto jednak zauważyć, że Annegret Kramp-Karrenbauer, która zastąpi ją na stanowisku lidera CDU, zajmuje w wielu kwestiach takie samo stanowisko, jak sama Merkel.

Niemniej będziemy musieli poczekać na majowe wybory do Parlamentu Europejskiego, a następnie na nowy parlament, nowego kanclerza Niemiec i nowych szefów kluczowych instytucji europejskich (Komisja, EBC), aby zobaczyć jakkolwiek znaczący postęp we wzmacnianiu strefy euro – nic więc nie stanie się przed jesienią. Tymczasem napięcia polityczne są nieuniknione od chwili obecnej do majowych wyborów.

Los Wielkiej Brytanii nadal zależy od wyniku Brexitu. W naszym głównym scenariuszu zakładamy, że plan wyjścia Theresy May zostanie zatwierdzony przez brytyjski parlament. Umożliwiłoby to Wielkiej Brytanii skorzystanie z długiego okresu przejściowego (od marca 2019 r. do grudnia 2020 r.), przy zasadach handlu niezmiennych na czas prowadzenia dalszych negocjacji z UE. Nie możemy jednak wykluczyć historycznej „wpadki”, która doprowadziłaby do twardego Brexitu (patrz część poświęcona czynnikom ryzyka i dyskusja inwestycyjna na ten temat opublikowana 9 stycznia).

W Japonii gospodarka osłabła pod koniec roku. Japońska gospodarka jest jednak w dużej mierze odizolowana od skutków wojny handlowej między USA a Chinami, ponieważ eksport do USA i Chin stanowi jedynie około 3% PKB. Z drugiej strony, zachęcające jest to, że japońskie firmy planują zwiększyć swoje wydatki inwestycyjne na poziomie niespotykanym od 2007 r., pomimo zagrożeń dla światowego handlu. Kondycja rynku pracy jest najlepsza od 1974 r., a wynagrodzenia rosną najszybciej od 20 lat. Podwyżka podatku VAT zaplanowana na październik 2019 r. (z 8% do 10%) powinna zwiększyć konsumpcję, zanim wpłynie negatywnie na wydatki gospodarstw domowych po wprowadzeniu.

W Chinach zwiększone zagrożenie protekcjonizmem osłabiło gospodarkę i zwiększyło ryzyko „twardego lądowania”. Grudniowy spadek indeksu PMI sektora wytwórczego poniżej 50 i spowolnienie produkcji przemysłowej zwiększają obawy inwestorów. Chociaż latem władze Chin radykalnie zmieniły kierunek swojej polityki gospodarczej, wdrażając środki przeciwykliczne w celu ustabilizowania waluty, nie przyniosło to jeszcze znaczących efektów. Chiny wykorzystają wszystkie dostępne „dźwignie”, aby uniknąć twardego lądowania. Warto również pamiętać, że Chiny dysponują w tym zakresie większym polem manewru niż Stany Zjednoczone. W związku z tym nadal spodziewamy się kontrolowanego spowolnienia chińskiej gospodarki. Porozumienie osiągnięte przez prezydentów Trumpa i Xi na szczycie G20 w dniu 1 grudnia powinno z kolei złagodzić napięcia między ich krajami w nadchodzących miesiącach.

W pozostałych gospodarkach wschodzących pogorszenie warunków krajowych – wynikające głównie z zagrożeń stwarzanych przez amerykańskie środki protekcjonistyczne – będzie nadal wpływać na klimat biznesowy i inwestycje (zwłaszcza w Azji Północnej i Meksyku). Pozostałe kraje (np. Indonezja i Filipiny) będą jednak nadal zaspokajać swoje potrzeby w zakresie infrastruktury. Konsumpcja powinna pozostać silna w krajach o zatrudnieniu zbliżonym do pełnego. Niektóre gospodarki wschodzące (Argentyna, RPA) są nadal osłabione, podczas gdy recesja w Turcji zgodnie z prognozami na początku roku pogłębiła się. **Należy jednak zauważyć, że dwa czynniki, które zdestabilizowały gospodarki wschodzące w 2018 r.** (wzrost stóp długoterminowych w Stanach Zjednoczonych i aprecjacja dolara) **nie stanowią już problemu:** stopy długoterminowe spadły, a dolar przestał rosnać, co złagodzi presję wywieraną na kraje o największym zadłużeniu denominowanym w dolarach. Trzeba też pamiętać, że średni nominalny potencjał wzrostu gospodarek wschodzących jest znacznie większy niż w przypadku gospodarek rozwiniętych, co teoretycznie powinno ułatwić im obsługę zadłużenia.

Na poziomie globalnym obecność wielu czynników ryzyka – w szczególności politycznego – zwiększa ogólną niepewność, co może mieć większy wpływ na decyzje inwestycyjne. **Napięcia związane z handlem między Stanami Zjednoczonymi a Chinami, Bliskim Wschodem i wstrząsami politycznymi w Europie w przewidywalnej przyszłości nie zostaną wyeliminowane**, podobnie jak inne poważne problemy (wysokie zadłużenie, słaby wzrost, ryzyko klimatyczne czy nierówności wpływające na demokracje zachodnie). Fundamenty, na których obecnie opiera się wzrost gospodarczy, są zatem kruche i byłyby szczególnie narażone na nagły wzrost stóp procentowych (wzrost premii za ryzyko).

Ta niestabilność okazuje się szczególnie kłopotliwa, gdy weźmie się pod uwagę to, że banki centralne i rządy wielu krajów mają obecnie niewielkie pole manewru – nie ma wielu państw, które byłyby w stanie wdrożyć politykę antycykliczną, aby zareagować na szok, a na dodatek ich liczba maleje.

- W szczególności **procykliczna polityka fiskalna Stanów Zjednoczonych pozostawia niewielkie pole manewru** na wypadek pogorszenia koniunktury, tym bardziej że Kongres jest obecnie podzielony (demokraci przejęli kontrolę nad Izbą, podczas gdy republikanie powiększyli swoją przewagę w Senacie).
- **W Europie pole manewru jest niewielkie pod względem polityki zarówno fiskalnej, jak i monetarnej.** Choć EBC jeszcze nie rozpoczął normalizacji swojej polityki monetarnej, tempo wzrostu gospodarczego już maleje. Nie spodziewamy się, że EBC podniesie stopy procentowe w 2019 r.

Światowy handel światowy spowolnił i charakteryzuje się wysokim poziomem napięć, jednak nie oznacza to, że tempo światowego wzrostu gospodarczego gwałtownie spadnie. Zakłócenie łańcuchów wartości spowodowane wojną handlową zmienia krajobraz międzynarodowego handlu towarami na korzyść Chin. Handel usługami rośnie, gospodarki są ściśle powiązane, a Donald Trump jest izolowany na arenie międzynarodowej. Szczególnie ważne jest, aby zauważyć, że interesy reżimów populistycznych/nacjonalistycznych niekoniecznie są zbieżne: wiele z nich jest uzależnionych od reszty świata pod względem rozwoju (m.in. Europa

Wschodnia, Turcja i Brazylia). Warto też wspomnieć o rosnącym w miarę rozwoju gospodarczego udziale konsumpcji na rynkach wschodzących.

W związku z tym w przyszłości gospodarki będą częściej doświadczać bardziej autonomicznych cykli gospodarczych, jako że będą one w większym stopniu zależne od popytu krajowego. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że mimo iż czynniki ryzyka politycznego występują na większości kontynentów, w rzeczywistości nie ma powodu, aby zagrożenia urzeczywistniły się jednocześnie. W świecie o coraz bardziej niestabilnym otoczeniu politycznym powinniśmy oczekiwać, że cykle gospodarcze coraz częściej będą się rozdzielać.

Krótko mówiąc, ze względu na niepewne perspektywy zarówno dla Stanów Zjednoczonych, jak i dla Chin, **czynniki ryzyka mają obecnie ponadprzeciętne znaczenie. Choć jest jasne, że nie można wykluczyć długotrwałego i zsynchronizowanego globalnego spowolnienia gospodarczego, jesteśmy głęboko przekonani, że cykle koniunkturalne w gospodarkach wschodzących i rozwiniętych do końca roku prawdopodobnie ulegną desynchronizacji.**

CZYNNIKI RYZYKA

DIDIER BOROWSKI, Szef ds. Badań Makroekonomicznych

PHILIPPE ITHURBIDE, Globalny Szef ds. Badań

Poniższa tabela przedstawia czynniki ryzyka wraz z arbitralnie oszacowanymi (tj. nieopartymi na danych rynkowych) poziomami prawdopodobieństwa. Opisano w niej również możliwe skutki dla rynków.

<p>Źródło ryzyka nr 1</p>	<p>40% szans realizacji</p>	<p>Powrót eskalacji napięć handlowych między Stanami Zjednoczonymi i Chinami</p>
<p>Analiza Stany Zjednoczone i Chiny ogłosiły zawieszenie broni po tymczasowym porozumieniu zawartym przez prezydenta Trumpa i przewodniczącego Xi podczas spotkania G20 w Argentynie. Podwyżki ceł zaplanowane na 2019 r. zostały wstrzymane, a ponadto wydaje się, że ryzyko wprowadzenia dodatkowej transzy nowych taryf celnych na pozostałą część dóbr importowanych z Chin do USA (267 mld dolarów) również zostało odroczone – wznowiono przy tym negocjacje, a ze strony Chin pojawiają się sygnały świadczące o tym, że mogą one wywiązać się z niektórych zobowiązań przed upływem terminu 90 dni. Powinno to przynajmniej pomóc w ograniczeniu niektórych zagrożeń w najbliższej przyszłości, przy czym bezpośredni wpływ na handel powinien być mniej dotkliwy, a nastroje rynkowe powinny nieco poprawić się w stosunku do obecnego bardzo niskiego poziomu. Tak czy inaczej, wspomniane porozumienie ma charakter tymczasowy, a ostateczne rozwiązanie problemów może potrwać znacznie dłużej, ponieważ dotyczy wielu skomplikowanych tematów. Nie możemy wykluczyć poważnej konfrontacji między Stanami Zjednoczonymi i Chinami.</p> <p>Wpływ na rynki Napięcia w handlu zaczęły wywierać wpływ na klimat biznesowy (zwłaszcza w sektorze wytwórczym) oraz na gospodarkę Chin. W związku z tym niektóre prywatne projekty inwestycyjne prawdopodobnie zostały przełożone na późniejszy termin. Nawet przy braku wojny handlowej na dużą skalę handel światowy, który zaczął spowalniać, może w rezultacie wyhamować w jeszcze większym stopniu. Reakcja łańcuchowa spowodowałaby ograniczenie globalnego handlu towarami, jednocześnie zwiększając znaczenie lokalnych źródeł presji inflacyjnej (głównie w Stanach Zjednoczonych), co oznaczałoby trudną sytuację dla banków centralnych. Taki rozwój zdarzeń spowodowałby ogólny wzrost awersji do ryzyka (ze względu na obawę przed globalnym załamaniem gospodarczym). Ostatecznie okazałoby się, że ostrzejsza konfrontacja spowodowała jedynie straty.</p>		
<p>Źródło ryzyka nr 2</p>	<p>20% szans realizacji</p>	<p>Poważne spowolnienie koniunktury w Europie</p>
<p>Analiza Wzrost PKB w strefie euro spowolnił do zaledwie 0,2% w III kwartale, po 0,4% w I i II kwartale oraz 0,7% w III i IV kwartale 2017 r. O ile słabość w III kwartale wynikała w dużej mierze z negatywnych czynników o charakterze tymczasowym (gwałtowny spadek produkcji samochodów w Niemczech spowodowany nowym systemem badań emisji), o tyle dynamika wzrostu gospodarczego w IV kwartale jest wolniejsza niż przewidywaliśmy kilka miesięcy temu. Scenariusz główny nadal zakłada kontynuację ożywienia gospodarczego w tempie nieco powyżej potencjalnego, jednak czynniki ryzyka przeważają nad szansami, w szczególności w krótkim terminie. W istocie, połączenie utrzymujących się wewnętrznych napięć politycznych z zewnętrznymi czynnikami negatywnymi (w szczególności spowolnieniem tempa wzrostu w Stanach Zjednoczonych i/lub w Chinach) mogłoby spowodować dalszy spadek tempa wzrostu gospodarczego. Niższe ceny ropy naftowej są u progu 2019 r. czynnikiem sprzyjającym. Odwrócenie tej tendencji byłoby jednak kolejnym hamulcem dla europejskiej gospodarki.</p> <p>Wpływ na rynki Ponieważ EBC miałyby niewiele narzędzi, aby stawić czoła spowolnieniu, a wprowadzenie skoordynowanych bodźców fiskalnych byłoby bardzo trudne ze względu na złożone europejskie otoczenie instytucjonalne i polityczne, istotne spowolnienie wywarłoby wyraźny negatywny wpływ na europejskie aktywa i euro.</p>		
<p>Źródło ryzyka nr 3</p>	<p>15% szans realizacji</p>	<p>Niestabilność polityczna we Włoszech z powrotem presji na spready obligacji skarbowych w strefie euro</p>
<p>Analiza Koalicja rządowa we Włoszech (pomiędzy Ruchem Pięciu Gwiazd a Ligą Północną) do niedawna utrzymywała bardzo napięte stosunki z UE. Rząd skorygował w dół docelowy poziom deficytu, przy czym w 2019 r. ma nastąpić mniejsze pogorszenie sytuacji budżetowej (2,04% wobec 2,4%). Nie jest to dostosowanie strukturalne, ale dzięki tej zmianie Komisja Europejska (KE) postanowiła na obecnym etapie nie wszczynać procedury nadmiernego deficytu. Relacje z KE poprawiły się przynajmniej na razie. Napływające dane dotyczące kurczącego się wzrostu gospodarczego w III kwartale oraz słabe wskaźniki współbieżne i wyprzedzające dla IV kwartału zwiększyły ryzyko kolejnego załamania. Przy powolnym wzroście (spodziewamy się wzrostu PKB na poziomie 0,5% w 2019 r.) napięcia w relacjach z KE nieuchronnie powrócą w 2019 r.</p> <p>Wpływ na rynki Naszym zdaniem nie ma ryzyka systemowego. Z jednej strony, wzrost rentowności włoskich obligacji zaostrzył lokalne warunki finansowe, a to wpływa negatywnie na wzrost PKB we Włoszech. Z drugiej strony jednak brak procedury nadmiernego deficytu zapewnił krótkotrwałą ulgę. Perspektywa długoterminowa nie zmieniła się jednak zbyt wiele. Ryzyko postrzegamy jako mające charakter głównie krajowy. Należy pamiętać, że EBC dysponuje narzędziami przeciwdziałania rozprzestrzenianiu się kryzysu, które mogłoby uruchomić, aby uniknąć efektu domina na pozostałych rynkach peryferyjnych. Wszystko to powinno ograniczyć ryzyko efektu domina w odniesieniu spreadów obligacji skarbowych z krajów peryferyjnych oraz spreadów obligacji korporacyjnych.</p>		

Źródło ryzyka
nr 4

15%
szans realizacji

Brexit bez umowy

Analiza | Pojawia się dość dużo wieści dotyczących Brexitu, ponieważ 25 listopada 2018 r. rządowi Wielkiej Brytanii udało się zabezpieczyć umowę z UE. Najbardziej znaczące zmiany zaszły od początku grudnia: „Poprawka Grieve'a”, dająca posłom większy wpływ na proces Brexitu w przypadku odrzucenia proponowanej umowy w głosowaniu; decyzja rządu o odroczeniu ratyfikacji umowy przez parlament, ponieważ była ona skazana na odrzucenie dużą większością głosów (nową próbę zaplanowano na 15 stycznia 2019 r.); potwierdzenie przez Europejski Trybunał Sprawiedliwości (ETS), że Wielka Brytania może jednostronnie uchylić artykuł 50 czy niepowodzenie votum nieufności, które miało zostać udzielone premier May przez deputowanych Torysów. Od połowy grudnia: różne komunikaty dotyczące środków planowania awaryjnego w przypadku Brexitu bez umowy. Naszym zdaniem wydarzenia te (pomimo ostatniej pozycji) nieco zmniejszyły prawdopodobieństwo tego, że Wielka Brytania opuści UE już w marcu 2019 r., z umową lub bez umowy (choć najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje wyjście z umową), a ponadto zwiększyły prawdopodobieństwo tego, że Wielka Brytania pozostanie w UE po marcu 2019 r., mimo długotrwałej niepewności co do tego, w jaki sposób (a być może nawet czy) dojdzie do Brexitu. Podsumowując, widzimy 60% szans na to, że termin Brexitu zostanie uzgodniony wraz z właściwą umową. Prawdopodobieństwo realizacji scenariuszowi Brexitu bez umowy szacujemy na 15%. Prawdopodobieństwo dalszego trwania niepewności szacujemy na 25%.

Wpływ na rynki | Niezależnie od okoliczności droga do ratyfikacji umowy będzie prawdopodobnie trudna i w związku z tym może być źródłem tymczasowych napięć. W przypadku gdyby wynik okazał się ostatecznie niekorzystny dla Wielkiej Brytanii, mielibyśmy do czynienia z osłabieniem funta oraz spadkiem tempa wzrostu PKB poniżej trendu. Gdyby przegłosować umowa została przegłosowana, funt szterling odzyskałby wartość, a inwestycje przedsiębiorstw prawdopodobnie skorzystałyby na spadku niepewności.

Źródło ryzyka
nr 5

15%
szans realizacji

Kontynuacja efektu domina na rynkach wschodzących

Analiza | Rynki wschodzące od początku roku cierpią z powodu (1) podwyżek stóp procentowych Fedu i silnego dolara, (2) retoryki wojny handlowej, (3) zaostrzenia krajowej polityki pieniężnej (wiele banków centralnych z rynków wschodzących podniosło swoje kluczowe stopy procentowe) oraz (4) pogorszenia perspektyw w kilku krajach jednocześnie (Argentyna, Chiny, Turcja i Republika Południowej Afryki). W rzeczywistości mimo iż ryzyko systemowe jest niższe niż w przeszłości (uwzględniając mniejszą wrażliwość krajów wschodzących), większość aktywów z rynków wschodzących w 2018 r. staniała. Dobrą wiadomością dla rynków wschodzących w 2019 r. jest to, że Fed jest bliski końca swojego cyklu zacieśniania i że dolar amerykański osiągnął już szczyt wartości. Intensyfikacja wojny handlowej między USA i Chinami niewątpliwie doprowadziłyby do zwiększenia skali efektu domina (ze względu na to, że łańcuchy wartości są bardzo zintegrowane).

Wpływ na rynki | Spready obligacji korporacyjnych i rynki akcji poważnie ucierpiałyby, tym bardziej że waluty rynków wschodzących pozostałyby pod presją z powodu odpływu kapitału. Rynki wschodzące nie stanowią jednak jednorodnego bloku, a sytuacja pogorszy się bardziej w krajach najbardziej podatnych na zagrożenia – zarówno z powodu słabej pozycji zewnętrznej, jak i z powodu niestabilnych warunków fiskalnych i politycznych. Obecnie nadal należy zachować pewną ostrożność w odniesieniu do rynków wschodzących, ale prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka zmniejszyło się. W istocie, sądzimy, że rynki wschodzące już zdyskontowały większość złych wiadomości i w pewnym momencie powinny ponownie stać się atrakcyjne.

Źródło ryzyka
nr 6

15%
szans realizacji

Recesja w Stanach Zjednoczonych

Analiza | Ostatnie badania wskazują, że amerykańska gospodarka w IV kwartale zaczęła zwalniać. Uważamy, że wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych będzie nadal spowalniał, zwłaszcza w odniesieniu do inwestycji. Biorąc pod uwagę zawieszenie działalności agend rządowych, w perspektywie krótkoterminowej nie można oczekiwać kompromisu między demokratami a republikanami w sprawie infrastruktury. Wszystkie oczy skierowane są na Rezerwę Federalną, która może wstrzymać podwyżki wcześniej niż oczekiwano.

Wpływ na rynki | Rynki prawdopodobnie staną się bardziej ostrożne w odniesieniu do oczekiwań dotyczących wzrostu w 2020 r., ponieważ w miarę wydłużania się cyklu koniunkturalnego spowolnienie może stawać się wyraźniejsze, a sygnały napływające z gospodarki coraz bardziej niejednoznaczne. Najlepszym wyborem dla inwestorów są ograniczenie ekspozycji na obligacje korporacyjne, inteligentna dywersyfikacja portfela oraz elastyczne zarządzanie duracją (na tym etapie bliskie podejścia neutralnego). Na rynku akcji coraz większe znaczenie będzie mieć wybór motywów, sektorów i pojedynczych spółek.

Źródło ryzyka
nr 7

15%
szans realizacji

Chińskie „twarde lądowanie” / pęknięcie bańki kredytowej

Analiza | Chiński wzrost gospodarczy spowalnia, ale władze intensywnie pracują nad pobudzeniem gospodarki (poprzez zarządzanie kursami wymiany oraz politykę monetarną i fiskalną), a zatem oczekujemy, że gospodarka pozostanie odporna. Mimo to model gospodarczy kraju jest kruchy: widoczne jest przekredytowanie, a od czasu kryzysu zadłużenie przedsiębiorstw spoza sektora finansowego szybko rośnie. Dobra wiadomość jest taka, że stosunek zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB pod koniec 2017 r. zaczął spadać. Będziemy uważnie monitorować ten trend chińskiego zadłużenia prywatnego, zwłaszcza jeśli gospodarka spowolni. W międzyczasie zawieszenie broni w relacjach ze Stanami Zjednoczonymi w związku z napięciami w handlu mogłoby pomóc Chinom zyskać cenny czas na dostosowanie wdrażania polityki i lepsze zarządzanie ryzykiem krótkoterminowym. W przypadku „twardego lądowania” lub pęknięcia bańki kredytowej chińskie władze byłyby niezdolne do uniknięcia poważniejszej deprecjacji juana.

Wpływ na rynki | „Twarde lądowanie” związane z pęknięciem bańki kredytowej miałyby bardzo negatywne skutki, a jego wielostopniowe konsekwencje okazałyby się szczególnie katastrofalne: dla systemów bankowych (w Chinach i poza nimi), globalnego systemu finansowego, rynków chińskiego długu publicznego i prywatnego, jak również handlu regionalnego i globalnego, a tym samym surowców i rynków wschodzących, jak również walut krajów eksportujących surowce, krajów rozwiniętych i rozwijających się itp.

Źródło ryzyka
nr 8

10%
szans realizacji

Znaczący kryzys polityczny w Europie

Analiza | Polityka europejska staje się coraz mniej przewidywalna ze względu na pojawienie się w kilku krajach różnych sił politycznych spoza głównego nurtu. We wrześniu składająca się właśnie z takich podmiotów spoza głównego nurtu włoska koalicja rządowa ogłosiła budżet na 2019 rok z naruszeniem europejskich przepisów, prowokując tym samym epizod napięć w relacjach z resztą strefy euro. We Francji, gdzie sytuacja była stabilna od wyborów prezydenckich w 2017 r., nagły i gwałtowny wybuch niezadowolenia społecznego pod koniec 2018 r. zaskoczył rząd i wydaje się poważnie zagrażać przynajmniej kontynuacji programu reform po stronie podaży. Choć jeszcze nie jest to nagły problem, perspektywy polityczne są również niepewne w Niemczech (ze względu na zmianę kierownictwa partii CDU Angeli Merkel i niepewność co do przyszłości koalicji rządowej) oraz w Hiszpanii (ze względu na brak odpowiedniej większości w parlamencie i niedawny wzrost poparcia dla partii skrajnie prawicowej). Ogólnie rzecz biorąc, połączenie silnych nastrojów antyimigranckich i niezadowolenia z instytucji europejskich wydaje się stanowić silny bodziec dla antysystemowych sił politycznych, a wybory europejskie w maju 2019 r. postrzegane są jako główny miernik ich postępów.

Wpływ na rynki | Biorąc pod uwagę wciąż pozytywny kontekst gospodarczy, nie sądzimy, aby wydarzenia te wywołały nową rundę kryzysu systemowego w Europie. Nieposiadające „zdolności koalicyjnej” siły polityczne spoza głównego nurtu (np. we Włoszech) pokazały, że chcą wnieść europejskie instytucje polityczne i próbować je modyfikować, ale nie chcą wychodzić ze strefy euro. Ten napływ problematycznych wiadomości politycznych będzie jednak nadal generować napięcia na rynku w 2019 r., podczas gdy trudności ze zrozumieniem instytucji europejskich przez inwestorów zewnętrznych oznaczają, że europejskie aktywa będą nadal obciążone premią z tytułu szczególnego ryzyka politycznego. Spready między włoskimi obligacjami skarbowymi i niemieckimi Bundami pozostają zmienne.

KONTEKST MAKROEKONOMICZNY

Nasze przekonania i scenariusze

DIDIER BOROWSKI, Szef ds. Badań Makroekonomicznych
PHILIPPE ITHURBIDE, Globalny Szef ds. Badań

W tej sekcji przypominamy nasz scenariusz bazowy oraz scenariusze alternatywne.



Scenariusz główny (prawdopodobieństwo 75%): globalny wzrost gospodarczy wyhamowuje powoli, ale wyraźnie

- **Na całym świecie tempo wzrostu gospodarczego spada:** rok 2018 rozpoczął się od zsynchronizowanego globalnego ożywienia gospodarczego. Niestety, nie trwało to długo. Wraz z nastaniem wiosny protekcyjnistyczne środki wdrożone przez Donalda Trumpa zmieniły obraz gry. Gospodarki wschodzące – niektóre mocno zadłużone w dolarach – zostały osłabione z powodu powszechnego umocnienia się amerykańskiej waluty. Deprecjacja ich walut spowodowała lokalną inflację i doprowadziła ich banki centralne do zaostrzenia polityki pieniężnej, co wywarło niekorzystny wpływ na gospodarkę i tak już negatywnie dotknięte masowymi odpływami kapitału. Strefa euro również zaczęła spowalniać. Dlatego też rok 2019 rozpoczyna się od globalnego zsynchronizowanego spowolnienia z ryzykiem pogorszenia koniunktury. Nowym czynnikiem, który pojawił się ostatnio, jest jednak spadek cen ropy naftowej, który powinien wesprzeć gospodarkę europejskie i importerów ropy naftowej z rynków wschodzących, takich jak Indie i Turcja.
- **Światowy handel:** Handel światowy nadal słabnie – tempo wzrostu zmalało z około 5% r/r na początku 2018 r. do 3,6% r/r w październiku. Protekcyjnistyczna retoryka osłabiła zaufanie przedsiębiorców, szczególnie w Europie. Tak czy inaczej, niepewność ma tendencję do odstraszenia inwestorów i zakłócania funkcjonowania łańcuchów wartości, które w ciągu ostatnich 15 lat rozwijały się równoległe do ekspansji światowego handlu. „Zawieszenie broni” w relacjach między Chinami i Stanami Zjednoczonymi (po ostatnim szczycie grupy G20 w Argentynie) zaowocowało jednak bardziej pozytywnym niż oczekiwano scenariuszem krótkoterminowym, w którym dalszy wzrost cel Stanów Zjednoczonych na dobra z Chin z 10% do 25 %, pierwotnie planowany na 1 stycznia 2019 r., został przełożony o 90 dni (do 1 marca 2019 r.).
- **Stany Zjednoczone:** Gospodarka jest napędzana przez wysoce dostosowawczą politykę fiskalną, ale jej wpływ powinien w tym roku stopniowo osłabnąć. Spodziewamy się, że na początku 2020 r. wzrost gospodarczy spowolni do poziomu potencjalnego, co w praktyce oznacza, że do końca roku gospodarka amerykańska straci 1 punkt procentowy tempa wzrostu PKB. W istocie, skorygowaliśmy naszą prognozę wzrostu PKB z 2,7% do 2,4% w 2019 r. i z 2,0% do 1,8% w 2020 r. (wzrost w ujęciu rok do roku spowolniłby zatem z 3,1% w IV kwartale 2018 do 2,1% w IV kwartale 2019). Sytuacja ta będzie mieć negatywny wpływ na zyski przedsiębiorstw – zwłaszcza jeśli do tego czasu zmaterializuje się presja inflacyjna, co jest możliwe, biorąc pod uwagę fakt, że gospodarka funkcjonuje na poziomie zbliżonym do pełnego zatrudnienia. Potwierdzamy nasze oczekiwania co do tego, że szanse na recesję w 2019 r. są bardzo niskie, ale do lata przyszłego roku wpływ kończącego się cyklu koniunkturalnego prawdopodobnie odzyska znaczenie, ponieważ mnożnik fiskalny osłabnie, a ponadto ujawnią się skutki zacieśniania polityki pieniężnej.
- **Strefa euro:** W ubiegłym miesiącu skorygowaliśmy nasze prognozy wzrostu nieco w dół. Pomimo ożywienia, które rozpoczęło się dużo później niż w Stanach Zjednoczonych, w 2018 r. gospodarki krajowe zaczęły zwalniać. Luka popytowa w większości krajów została wyeliminowana, a Włochy są jedynym krajem w strefie euro (z wyłączeniem Grecji), gdzie PKB nie powrócił do poziomu sprzed kryzysu. Do spowolnienia wzrostu w 2018 r. przyczyniło się kilka czynników: najistotniejsze z nich były spowolnienie światowego handlu oraz wysoka (do października) cena ropy naftowej. Ponadto niepewność polityczna spowodowała wzrost ryzyka (Brexit, włoski budżet). Możliwość zmiany koalicji w Niemczech po porażce dwóch głównych partii koalicyjnych (CDU i SPD) w wyborach lokalnych oznacza koniec ery kanclerz Merkel. Utrata stanowiska kanclerza może utrudnić rozważane wcześniej inicjatywy na rzecz wzmocnienia integracji strefy euro. Znaczące postępy we wzmacnianiu UE i strefy euro prawdopodobnie staną się możliwe dopiero po wyborach europejskich w maju 2019 r., przy czym powołanie nowej Komisji Europejskiej i nowego kanclerza w Niemczech oraz wyjaśnienia dotyczące przywództwa instytucji UE (Komisja Europejska, EBC) również wydają się warunkami koniecznymi tego rodzaju zmian. We Włoszech napływające dane dotyczące kurczącego się wzrostu gospodarczego w III kwartale oraz słabe wskaźniki współbieżne i wyprzedzające dla IV kwartału zwiększyły ryzyko kolejnego załamania, co skłoniło rząd do złagodzenia retoryki.
- **Wielka Brytania:** Sytuacja polityczna w Wielkiej Brytanii jest bardzo niestabilna, a głosowanie w parlamencie ma się odbyć 15 stycznia. Wszystko będzie ostatecznie zależać od scenariusza rozwoju wydarzeń (patrz rozdział „Czynniki ryzyka” i nasza „dyskusja inwestycyjna” na ten temat opublikowana 9 stycznia).
- **Chiny:** chiński wzrost gospodarczy spowalnia, ale władze intensywnie pracują nad pobudzeniem gospodarki (poprzez zarządzanie kursami wymiany oraz politykę monetarną i fiskalną), a zatem oczekujemy, że gospodarka pozostanie odporna. Mimo to model gospodarczy kraju jest kruchy: widoczne jest przekredytowanie, a od czasu kryzysu zadłużenie przedsiębiorstw spoza sektora finansowego szybko rosło. Dobra wiadomość jest taka, że stosunek zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB pod koniec 2017 r. zaczął spadać. W międzyczasie zawieszenie broni w relacjach

ze Stanami Zjednoczonymi w związku z napięciami w handlu powinno pomóc Chinom zyskać cenny czas na dostosowanie wdrażania polityki i lepsze zarządzanie ryzykiem krótkoterminowym. W przypadku „twardego lądowania” lub pęknięcia bańki kredytowej chińskie władze byłyby niezdolne do uniknięcia poważniejszej deprecjacji juana.

■ **Inflacja:** w gospodarkach rozwiniętych inflacja bazowa w kontekście obecnego etapu cyklu koniunkturalnego jest niska i powinna stopniowo rosnąć. W tym kontekście warto pamiętać, że obserwowane w ostatnich latach spowolnienie inflacji ma charakter głównie strukturalny (jako że związane jest z czynnikami podażowymi), podczas gdy znaczenie komponentu cyklicznego inflacji uległo osłabieniu (spłaszczenie krzywej Phillipsa). Inflacja bazowa w gospodarkach rozwiniętych wzrosnąć prawdopodobnie jedynie nieznacznie. „Niespodzianka inflacyjna” pozostaje możliwa w warunkach przyspieszenia wzrostu płać (Stany Zjednoczone, strefa euro), jednak nie trwałaby ona długo (ze względu na nieunikniony spadek popytu) i spowodowałaby raczej obniżenie marż przedsiębiorstw niż wzrost końcowych cen sprzedaży, zwłaszcza jeśli globalny wzrost gospodarczy uległby spowolnieniu. Inaczej wygląda sytuacja w gospodarkach wschodzących, gdzie w wielu krajach presja inflacyjna jest większa, co skłoniło wiele banków centralnych do podniesienia głównych stóp procentowych.

■ **Ceny ropy:** Ceny ropy naftowej gwałtownie zwały: z 86 USD za baryłkę ropy Brent na dzień 4 października do 60 USD na początku stycznia. Głównym bodźcem na samym początku załamania była duża liczba zwolnień przyznanych przez administrację USA różnym krajom w odniesieniu do sankcji nałożonych na eksport ropy naftowej z Iranu. Umiarkowany charakter redukcji wydobycie przez kraje OPEC i państwa spoza tej organizacji, rozpoczętej w rezultacie decyzji podjętej na początku grudnia, wraz z obawą przed wyraźniejszym spowolnieniem gospodarczym, utrzymują ceny ropy na niskim poziomie.

■ **Główne banki centralne wdrożą politykę bardziej dostosowawczą:** Fed powinien wkrótce wstrzymać podwyżki stóp (wcześniej niż oczekiwano — w tym roku spodziewamy się tylko jednej). EBC zgodnie z zapowiedziami wstrzymał comiesięczny skup aktywów z końcem grudnia. Będzie jednak nadal rolować zapadające papiery wartościowe (od 160 do 200 mld EUR w 2019 r.), nie wyjaśniając swojej polityki reinwestycyjnej, aby zachować pewną elastyczność. Biorąc pod uwagę spowolnienie gospodarcze i brak inflacji, EBC nie ma pola manewru, aby znormalizować swoją politykę pieniężną.



Negatywny scenariusz ryzyka (prawdopodobieństwo 20%): wyraźne spowolnienie gospodarcze spowodowane wojną handlową, kryzys geopolityczny lub nagła przecena premii z tytułu ryzyka

- Ryzyko dalszych działań protekcyjnych ze strony Stanów Zjednoczonych (nawet po upływie okresu 90 dni uzgodnionego w trakcie ostatniego szczytu G20), a następnie odwetu ze strony reszty świata, pozostaje wysokie. Zagrożenie to jest szczególnie istotne w przypadku Chin i Unii Europejskiej.
- Niepewność spowodowana rosnącymi napięciami handlowymi (głównie między Stanami Zjednoczonymi a Chinami) w kontekście zagrożeń geopolitycznych, kryzysów w kilku dużych gospodarkach wschodzących (np. Turcja, Argentyna), ryzyka politycznego w Brazylii, spowolnienia gospodarczego w Chinach oraz napięć politycznych w Europie (pogarszająca się sytuacja budżetowa we Włoszech, Brexit) zachęca przedsiębiorstwa do zachowania ostrożności.

Skutki:

- Przy wszystkich pozostałych warunkach niezmiennych wojna handlowa zaszkodziłaby globalnemu handlowi i wywołałaby zsynchronizowane, trwałe spowolnienie wzrostu, a w krótkim okresie również inflację. Mimo to globalna wojna handlowa szybko zaczęłaby oddziaływać deflacyjnie, powodując szok w zakresie światowego popytu.
- Gwałtowne przeszacowanie ryzyka na rynkach instrumentów stałochodowych, z ogólnym wzrostem spreadów obligacji skarbowych i korporacyjnych w gospodarkach zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących, a ponadto spadek płynności rynkowej.
- Obawy przed recesją w Stanach Zjednoczonych.
- W najgorszym (choć bardzo mało prawdopodobnym) przypadku banki centralne uciekłyby się do narzędzi niekonwencjonalnych (np. zwiększając swoje sumy bilansowe).



Pozytywny scenariusz ryzyka (prawdopodobieństwo 5%): przyspieszenie globalnego wzrostu gospodarczego w roku 2019

Donald Trump dokonuje zwrotu o 180 stopni, ograniczając bariery handlowe i angażując się w dwustronne negocjacje z Chinami. W wymiarze krajowym temat zwiększenia wydatków na infrastrukturę mógłby powrócić do głównego nurtu i spowodować przedłużenie cyklu koniunkturalnego w Stanach Zjednoczonych.

- Przyspieszenie napędzane przez inwestycje przedsiębiorstw i odbicie globalnego wzrostu.
- Procykliczna polityka fiskalna Stanów Zjednoczonych generuje większe niż oczekiwano przyspieszenie wzrostu krajowego. Po spadku wzrostu gospodarczego w strefie euro nabiera tempa. Wzrost gospodarczy w Chinach ponownie przyspiesza dzięki powrotowi stymulującego policy mix.
- Banki centralne zareagowałyby późno, utrzymując początkowo korzystne warunki monetarne.

Skutki:

- Przyspieszenie globalnego wzrostu gospodarczego zwiększyłoby oczekiwania inflacyjne, zmuszając banki centralne do rozważenia wcześniejszej normalizacji prowadzonej polityki pieniężnej.
- Wzrost głównych stóp procentowych w ujęciu realnym, w szczególności w Stanach Zjednoczonych.

Obraz makroekonomiczny w podziale na regiony

Stany Zjednoczone

Mieszane sygnały mogą stawać się coraz częstsze

- Tempo wzrostu gospodarczego utrzymuje się powyżej poziomu potencjalnego, co pozostaje zgodne ze scenariuszem stopniowego spowolnienia. W miarę jak cykl się wydłuża, rośnie prawdopodobieństwo napływu mieszanych sygnałów z danych.
- Widzimy, że popyt wewnętrzny pozostaje głównym motorem wzrostu, a zmiana jego składu sprzyja wyższości konsumpcji nad inwestycjami.
- Zaufanie przedsiębiorców jest nadal wysokie, choć dane wskazują na umiarkowany wzrost nakładów inwestycyjnych oraz spowolnienie inwestycji niemieszkaniowych i mieszkaniowych.
- Sytuacja na rynku pracy jest nadal dobra, a wzrost płac i koszty pracy w większym stopniu odpowiadają obecnej fazie cyklu gospodarczego.
- Prognozy inflacyjne pozostają łagodne, przy umiarkowanej presji inflacyjnej w kraju: inflacja CPI oraz inflacja bazowa CPI zbliżyły się do poziomu 2,2%.
- Fed spotkał się 19 grudnia, wprowadzając bardzo oczekiwaną podwyżkę (stopy obecnie od 2,25% do 2,5%), przy czym w odniesieniu do perspektyw w komunikacie zawarto ostrożniejsze sformułowania. Na wykresie punktowym widać obecnie dwie podwyżki w 2019 r.
- Na grudniowym szczycie grupy G20 wznowiono negocjacje handlowe między Chinami a USA, zawiązując wszelkie eskalacje wdrażanych środków na 90 dni.

CZNNIKI RYZYKA

- Wpływ zacieśnienia polityki monetarnej Fedu na segmenty wrażliwe na stopy procentowe (budownictwo mieszkaniowe, kredyty konsumpcyjne).
- Nagłe, a zarazem trwałe i poważne zaostrzenie warunków finansowania.
- Negatywny wpływ nowych cel i działań odwetowych na wyniki gospodarcze, zarówno bezpośredni (ceny), jak i pośredni (zaufanie).
- Ryzyko geopolityczne związane z bardziej jastrzębim stanowiskiem administracji USA.

Strefa euro

Ożywienie gospodarcze trwa nadal, pomimo rozczarujących danych liczbowych i nabierających znaczenia czynników ryzyka politycznego

- W 2018 r. wzrost gospodarczy znacznie odbiegał od oczekiwań. Tymczasowe czynniki negatywne, takie jak sytuacja w niemieckim sektorze motoryzacyjnym, były jednym z powodów, ale nie jedynym. Rosnące ceny ropy naftowej (do października), napięcia związane z handlem i zagrożenia polityczne również odegrały pewną rolę. Ożywienie będzie kontynuowane, ale w wolniejszym tempie niż wcześniej oczekiwano (prognozę wzrostu na 2019 r. ponownie obniżono z 1,6% do 1,5%).
- Osiągnięto porozumienie w sprawie włoskiego budżetu, ale Francja doświadczyła bardzo poważnych niepokojów społecznych w IV kwartale, a w 2019 roku ryzyko polityczne pozostanie bardzo wysokie.

- Umocnienie ruchów politycznych opartych na protestach.
- Aprecjacja euro.
- Zagrożenia zewnętrzne (zwłaszcza wojną handlową).

Wielka Brytania

Wysoka niepewność w okresie poprzedzającym Brexit

- Pomimo braku jasności co do procedur Brexitu sytuacja na rynku pracy jest nadal dobra – powrócił nawet wzrost wynagrodzeń realnych. Spadające ceny ropy naftowej przełożą się na ograniczenie inflacji.
- Mimo to Brexit wpływa negatywnie na zaufanie i inwestycje. Ratyfikacja wynegocjowanego w listopadzie porozumienia z UE przez parlament Wielkiej Brytanii jest bardzo niepewna – możliwych jest wiele scenariuszy, chociaż uważamy, że Brexit bez umowy jest ostatecznie mało prawdopodobny.

- „Brexit bez umowy”.
- Deficyt na rachunku obrotów bieżących pozostaje bardzo wysoki.

Japonia

Hojna polityka fiskalna powinna ograniczać ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego

- Działania mające na celu nadrobienie zaległości po klęskach żywiołowych w połączeniu z łagodną pogodą powinny na razie pobudzić wzrost gospodarczy. Gwałtowny spadek zapasów będzie stymulować produkcję, podczas gdy wzrost liczby zagranicznych turystów będzie korzystny dla gospodarek regionalnych.
- Prowadzone przez Bank Japonii badanie *Tankan* ujawniło, że morale przedsiębiorstw pozostało wysokie mimo lawinowego wzrostu niepewności poza Japonią. Plan wydatków kapitałowych na ten rok charakteryzował się najszybszym tempem rozwoju.
- Podobnie jak w przypadku budżetów uzupełniających przeznaczonych na pomoc w przypadku klęsk żywiołowych i wzmocnienie infrastruktury w roku budżetowym 2018, rząd wprowadził środki mające na celu uniknięcie komplikacji gospodarczych po zaplanowanej na październik 2019 r. podwyżce podatku VAT. Ten bodziec, w połączeniu z wyższymi dochodami i ogłoszoną wcześniej polityką gospodarczą, prawdopodobnie zrównoważy większość negatywnych skutków podwyżki podatku.

- Administracja Stanów Zjednoczonych prawdopodobnie zajmie twarde stanowisko w mających rozpocząć się w styczniu rozmowach handlowych z Japonią.

Chiny

- Gospodarka nadal spowalniała, podczas gdy decydenci polityczni po corocznej konferencji gospodarczej poświęconej pracy sygnalizowali, że w nowym roku będą bardziej proaktywni.
- Na razie napięcia handlowe między Stanami Zjednoczonymi i Chinami wydają się mniej niepokojące, ponieważ obie strony wznowiły rozmowy, a Chiny podjęły szereg działań, prawdopodobnie zgodnie z ustaleniami szczytu G20, w tym takie jak import soi z USA, tymczasowa obniżka ceł na amerykańskie samochody czy wzmocnienie ochrony własności intelektualnej.
- Niemniej wydaje się, że eksport słabnie, choć być może nie tak bardzo, jak się wcześniej obawiano.
- Tymczasem wcześniejsze wysiłki zmierzające do obniżenia ogólnego poziomu zadłużenia w dalszym ciągu szkodziły popytowi wewnętrznemu, zwłaszcza w sektorze motoryzacyjnym w ostatnich miesiącach.
- Pojawiają się oznaki realnego wpływu wsparcia politycznego na gospodarkę, ale są one jeszcze na wczesnym etapie.
- Patrząc w przyszłość, spodziewamy się więcej środków politycznych i bardziej widocznych efektów. Wydaje się, że w ostatnich tygodniach juan przynajmniej się ustabilizował.

CZYNNIKI RYZYKA

- Niepewność w rozmowach handlowych USA/Chiny utrzymuje się.
- Błędna polityka w zakresie zarządzania czynnikami ryzyka krótkoterminowego i transformacji strukturalnej.
- Zakłócenia geopolityczne związane z Koreą Północną.

Azja (bez Japonii i Chin)

- Jak można się było spodziewać, w następstwie zakłóceń wynikających z eskalacji problemów handlowych w relacjach między Chinami a USA wzrost gospodarczy w tym obszarze pogorszył się, głównie z powodu popytu zewnętrznego. Zredukowaliśmy nasze prognozy PKB w dość szerokim zakresie w odniesieniu do całego regionu.
- Dane liczbowe dotyczące inflacji w regionie nie uległy zmianie. Wreszcie, inflacja na Filipinach znacznie spadła, z 6,7% r/r do 6,0% r/r, co wskazuje na szybszą niż oczekiwano ścieżkę konwergencji do celu. Inflacja w Indiach ponownie zaskoczyła spadkiem do 2,3% r/r w październiku – było to skutkiem spadku cen żywności.
- Banki centralne Filipin i Indii wstrzymały ostatnio cykl agresywnych podwyżek stóp procentowych. Bank centralny Tajlandii w grudniu podniósł stopę procentową w związku ze zmianą swojego stanowiska w zakresie polityki pieniężnej.
- W ciągu ostatnich dwóch miesięcy uwagę opinii publicznej przyciągał na konflikt między bankiem centralnym a rządem Indii. Rząd chciałby, aby w okresie poprzedzającym wybory bank centralny wykazywał większą aktywność w umożliwianiu bankom publicznym łagodzenia warunków kredytowych dla małych i średnich firm.

- Perspektywy wzrostu w regionie skorygowane w dół.
- Inflacja nadal bardzo łagodna. Na Filipinach zaczęła znacząco spadać.
- Banki centralne Filipin i Indii wstrzymały ostatnio cykl podwyżek stóp procentowych.
- Sygnały z banku centralnego Indii pozostają sprzeczne ze stanowiskiem rządu.

Ameryka Łacińska

- Opublikowane ostatnio dane o PKB za III kwartał 2018 r. wskazują na mieszany obraz makroekonomiczny w tym obszarze: Brazylia i Peru przyspieszyły szybciej niż oczekiwano, podczas gdy Kolumbia, Chile i Meksyk zwolniły.
- Jeśli chodzi o inflację, ogólne otoczenie pozostaje łagodne. W Meksyku w listopadzie inflacja ostatecznie potwierdziła odwrócenie trendu, wyraźniej spadając do 4,7% r/r. W Peru inflacja nadal wzrosła dość znacząco, osiągając poziom 2,2% r/r, ale pozostała w granicach celu banku centralnego.
- Główne banki centralne regionu na ostatnich posiedzeniach utrzymały niezmienną politykę monetarną, podczas gdy Banxico w grudniu ponownie podniósł swoje stopy procentowe o 25 punktów bazowych, tym razem do poziomu 8,25%.
- Po stronie fiskalnej najistotniejszą wiadomością była publikacja meksykańskiego budżetu na 2019 r., pozwalająca na dokonanie oceny polityki fiskalnej nowej administracji. Kształt budżetu świadczy o ostrożnym podejściu, nawet w przypadku założeń dotyczących PKB, inflacji i dynamiki peso (MXN).

- Brazylia nadal na dobrej drodze do ożywienia gospodarczego.
- Spadek inflacji w Meksyku.
- Ostrzejsza polityka pieniężna w Meksyku.
- Budżet Meksyku świadczy o ostrożności fiskalnej.

EMEA (Europa, Środkowy Wschód i Afryka)

Rosja: prognozujemy 1,7% wzrostu r/r w 2018 r. i nieco mniej w 2019 r.

- Pomimo zagrożenia ewentualnymi sankcjami Stanów Zjednoczonych sytuacja makroekonomiczna pozostaje korzystna. W 2019 r. Rosja znajdzie się wśród nielicznych gospodarek wschodzących, które odnotują „podwójną nadwyżkę”, gromadząc jednocześnie aktywa w Narodowym Funduszu Bogactwa.
- W I kwartale 2019 r. bank centralny może ponownie podnieść stopy – będzie to zależeć od słabości rubla, oczekiwań inflacyjnych oraz zewnętrznych czynników ryzyka.

RPA: wyjście z recesji, ale bez cudu

- Republika Południowej Afryki wyszła z recesji w III kwartale dzięki ożywieniu produkcji i usług. Po stronie wydatków nastąpiło odbicie konsumpcji gospodarstw domowych oraz zapasów, podczas gdy inwestycje prywatne i publiczne spadły. Udział eksportu netto również był ujemny.
- Jeśli chodzi o politykę mieszaną, pole manewru jest bardzo małe. Bank centralny podniósł swoje stopy i nie można wykluczyć, że w 2019 r. zostanie do tego ponownie zmuszony.

Turcja: spodziewamy się dwucyfrowej inflacji i recesji w 2019 r.

- Silne zacieśnienie stóp procentowych, odbicie się tureckiej liry, spadek cen ropy naftowej i wdrożenie środków uznaniowych w odniesieniu do niektórych towarów pozwoliły na pewne ograniczenie inflacji. Jeszcze przez kilka miesięcy nie powinna ona jednak spaść poniżej 20%.
- W tym kontekście siła nabywcza gospodarstw domowych i marże korporacyjne odnotowują najniższe poziomy. Dlatego też oczekujemy gwałtownego spadku aktywności w drugiej połowie 2018 roku i recesji na poziomie w wysokości 1% PKB w 2019 roku.

- Spadek cen ropy, zaostrzenie sankcji USA i dalsze napięcia geopolityczne.
- Wzrost awersji do podejmowania ryzyka, rosnące wymagania społeczne, brak reform strukturalnych.
- Zbyt szybkie luzowanie banku centralnego, chłodzenie polityki budżetowej, spowolnienie działalności w strefie euro.

Prognozy makroekonomiczne i rynkowe

Prognozy makroekonomiczne (8 stycznia 2019)						
Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
USA	2,9	2,4	1,8	2,4	2,3	2,3
Japonia	0,7	1,0	0,6	1,0	0,7	1,3
Strefa euro	1,9	1,5	1,5	1,8	1,7	1,7
Niemcy	1,7	1,6	1,7	1,9	1,7	1,6
Francja	1,6	1,4	1,5	2,1	1,6	1,5
Włochy	0,9	0,5	0,6	1,3	1,7	1,7
Hiszpania	2,7	2,3	1,7	1,5	1,5	2,3
Wielka Brytania	1,4	1,5	1,6	2,3	2,3	2,3
Brazylia	1,3	2,2	2,1	3,7	4,5	4,3
Rosja	1,7	1,5	1,7	2,9	4,9	4,2
Indie	7,8	6,9	7,1	4,0	3,9	4,7
Indonezja	5,1	5,3	5,4	3,2	3,4	4,2
Chiny	6,6	6,2	6,1	2,1	2,2	2,4
Turcja	2,8	-1,0	1,5	16,2	16,5	13,3
Kraje rozwinięte	2,2	1,9	1,6	2,0	1,9	2,0
Kraje wschodzące	4,9	4,6	4,8	4,1	3,9	3,8
Świat	3,8	3,5	3,5	3,2	3,1	3,1

Źródło: Amundi Research

Prognoza kluczowych stóp procentowych					
	2019-01-08	Amundi + 6 m.	Konsensus II kw. 2019 r.	Amundi + 12m.	Konsensus IV kw. 2019 r.
USA	2,50	2,75	2,75	2,75	3,00
Strefa euro	0	0	0	0	0,1
Japonia	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Wielka Brytania	0,75	1,0	1,0	1,0	1,0

Prognoza stóp długoterminowych					
Rentowność obl. 10-letnich					
	2019-01-08	Amundi + 6 m.	Forward + 6 m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
USA	2,56	2,80/2,90	2,57	2,80/2,90	2,53
Niemcy	-0,58	-0,50/-0,40	-0,55	-0,50/-0,40	-0,52
Japonia	-0,14	-0,20/0,00	-0,13	-0,10/0,10	-0,15
Wielka Brytania	0,75	0,80/1,00	0,77	0,80/1,00	0,75

Rentowności obligacji 10-letnich					
	2019-01-08	Amundi + 6 m.	Forward + 6 m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
USA	2,72	2,90/3,10	2,73	2,90/3,00	2,74
Niemcy	0,23	0,35/0,55	0,30	0,35/0,55	0,36
Japonia	0,00	0,15/0,25	0,04	0,10/0,20	0,07
Wielka Brytania	1,26	1,40/1,60	1,32	1,40/1,60	1,37

Prognoza dla walut					
	2019-01-09	Amundi + 6 m.	Konsensus II kw. 2019 r.	Amundi + 12m.	Konsensus IV kw. 2019 r.
EUR/USD	1,15	1,18	1,17	1,20	1,20
USD/JPY	108	109,0	111,0	107	108,0
EUR/GBP	0,90	0,90	0,89	0,88	0,88
EUR/CHF	1,13	1,17	1,15	1,18	1,16
EUR/NOK	9,77	9,30	9,48	9,20	9,30
EUR/SEK	10,24	10,00	10,10	9,80	9,85
USD/CAD	1,32	1,30	1,30	1,30	1,29
AUD/USD	0,72	0,73	0,73	0,70	0,74
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,69	0,70
USD/CNY	6,81	6,80	6,90	6,70	6,80

Ostatnie publikacje

RAPORTY ROBOCZE



The Alpha and Beta of ESG investing

Leila BENNANI, Théo LE GUENEDAL, Frédéric LEPETIT, Takaya SEKINE – Badania ilościowe – Amundi, Lai LY – Szef Działu Analiz ESG – Amundi, Vincent MORTIER – Zastępca dyrektora ds. inwestycji grupy – Amundi, Thierry RONCALLI – Szef ds. badań ilościowych – Amundi

Robust Asset Allocation for Robo-Advisors

Thibault BOURGERON, Edmond LEZMI – Badania ilościowe – Amundi, Thierry RONCALLI – Szef ds. badań ilościowych – Amundi

BlackRock vs Norway Fund at Shareholder Meetings: Institutional Investors' Votes on Corporate Externalities

Marie BRIÈRE – Amundi Research - Advisory Research, Sébastien POUGET – Toulouse School of Economics (Uniwersytet w Tuluzie), Loredana URCHE-RANGAUC – CRIISEA, Université de Picardie

Exchange Rate Predictability in Emerging Markets

Elisa BAKU – Badania ilościowe – Amundi

Portfolio Allocation with Skewness Risk: A Practical Guide

Edmond LEZMI, Hassan MALONGO – Badania ilościowe – Amundi, Thierry RONCALLI – Szef ds. badań ilościowych – Amundi, Raphaël SOBOTKA – Multi-Asset Management – Amundi

ARTYKUŁY DYSKUSYJNE



How ESG Investing Has Impacted the Asset Pricing in the Equity Market

Leila BENNANI, Théo LE GUENEDAL, Frédéric LEPETIT, Takaya SEKINE – Badania ilościowe – Amundi, Lai LY – Szef Działu Analiz ESG – Amundi, Vincent MORTIER – Zastępca dyrektora ds. inwestycji grupy – Amundi, Thierry RONCALLI – Szef ds. badań ilościowych – Amundi

Global Trade War: Where Do we Stand Now? What Impacts?

Philippe ITHURBIDE – Globalny Szef ds. Badań – Amundi

The living wage towards better industry practices

Elsa BLOTIÈRE – Analizy ESG – Amundi

Co będzie źródłem następnego kryzysu finansowego?

Philippe ITHURBIDE – Globalny Szef ds. Badań – Amundi

Czy jesteśmy gotowi, by stawić mu czoła?

Philippe ITHURBIDE – Globalny Szef ds. Badań – Amundi

Setting objectives for your asset allocation

AMUNDI ASSET ALLOCATION ADVISORY – Amundi

ARTYKUŁY TEMATYCZNE



Global Macro: Outlook to 2020

Badania ilościowe – Amundi

Morocco: moderate economic risks

Karine HERVÉ – Badania makroekonomiczne – Amundi

Central European countries: Outlook to 2020

Karine HERVÉ – Badania ilościowe – Amundi

French pension reform:

a Trojan horse for a better control of the State budget?

Valérie LETORT – Strategia instrumentów stałochodowych – Amundi

Amundi Research Center

Strategie odgórne

Alokacja aktywów

Strategie oddolne

Obligacje korporacyjne

Instrumenty stałodochodowe



Waluty

Rynki pieniężne

Akcje

**Dowiedz się więcej
o zespole badawczym**

Amundi

research-center.amundi.com

Polityka monetarna

Prognozy

Strategie inwestycyjne

Analizy ilościowe

Rynki wschodzące

Obligacje skarbowe

Private equity

Nieruchomości

**Instrumenty
wysokodochodowe**

Informacje MSCI mogą być wykorzystywane wyłącznie do Państwa użytku wewnętrznego, nie mogą być powielane ani ponownie rozpowszechniane w jakiegokolwiek formie, a ponadto nie mogą być wykorzystywane jako podstawa ani składnik jakiegokolwiek instrumentów, produktów lub indeksów finansowych. Żadne z informacji MSCI nie stanowią porad inwestycyjnych ani rekomendacji do podjęcia (lub powstrzymania się od) jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnych, a ponadto nie należy na nich polegać w tym celu. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakiegokolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Informacje MSCI są dostarczane bez jakiegokolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. MSCI, każda z jej jednostek stowarzyszonych oraz wszystkie pozostałe osoby zaangażowane w gromadzenie, obliczanie lub tworzenie dowolnych informacji MSCI (zwane łącznie „Stronami MSCI”) wyraźnie wykluczają wszelkie gwarancje (w tym m.in. gwarancje oryginalności, precyzji, kompletności, terminowości, braku naruszeń, pokupności oraz przydatności do określonego celu) w odniesieniu do tych informacji. Bez uszczerbku dla któregośkolwiek z powyższych postanowień zastrzega się, że żadna ze Stron MSCI nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody bezpośrednie, pośrednie, wymierne, uboczne lub wynikowe (w tym m.in. utracone korzyści), jak również za nawiązki. (www.msribarra.com).

W Unii Europejskiej niniejszy dokument przeznaczony jest wyłącznie dla inwestorów „profesjonalnych” zgodnie z definicją w Dyrektywie 2004/39/WE z dn. 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych („MIFID”), do dostawców usług inwestycyjnych, a także wszelkich pozostałych profesjonalistów z sektora finansowego, jak również — w zależności od ujęcia w poszczególnych przepisach krajowych oraz w Szwajcarii — „inwestorów wykwalifikowanych” w rozumieniu postanowień szwajcarskiej Ustawy o planach inwestowania zbiorowego z dn. 23 czerwca 2006 r. (CISA), szwajcarskiego Rozporządzenia w sprawie planów inwestowania zbiorowego z dn. 22 listopada 2006 r. (CISO) oraz Okólnika 08/8 szwajcarskiego Urzędu Nadzoru nad Rynkiem Finansowym FINMA w sprawie publicznej reklamy wydanej na podstawie przepisów w sprawie planów inwestowania zbiorowego z dnia 20 listopada 2008 r. Niniejszy materiał nie może być w żadnym wypadku rozpowszechniany w Unii Europejskiej wśród inwestorów innych niż „profesjonalni” w rozumieniu MIFID lub w rozumieniu poszczególnych przepisów krajowych, ani w Szwajcarii wśród inwestorów niespełniających definicji „inwestorów wykwalifikowanych” przewidzianej w obowiązujących ustawach i rozporządzeniach. Niniejszy dokument nie jest przeznaczony dla obywateli lub mieszkańców Stanów Zjednoczonych Ameryki ani dla jakiegokolwiek osób spełniających definicję „U.S. Person” zamieszczoną w Rozporządzeniu S Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) wydanym na mocy ustawy Securities Act Stanów Zjednoczonych z 1933 r. Niniejszy dokument nie stanowi oferty zakupu ani zachęty do sprzedaży jakiegokolwiek produktu i nie powinien być uważany za bezprawną próbę pozyskania klienta lub poradę inwestycyjną. Amundi nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności — ani pośredniej, ani bezpośredniej — która może wynikać z posługiwania się informacjami zawartymi w niniejszym materiale. Amundi nie może ponosić żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale ani za jakiegokolwiek dokonane na ich podstawie inwestycje. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie zostają Państwu ujawnione jako poufne i nie powinny być kopiowane, reprodukowane, modyfikowane, tłumaczone ani rozpowszechniane bez uprzedniej pisemnej zgody Amundi wśród jakiegokolwiek osób lub podmiotów trzecich w jakimkolwiek kraju lub jurysdykcji, jeśli miałyby to narazić Amundi lub którykolwiek z „Funduszy” na konieczność spełnienia jakiegokolwiek wymogów dotyczących rejestracji w tych jurysdykcjach lub jeśli mogłoby to zostać uznane za niezgodne z prawem. W związku z tym niniejszy materiał przeznaczony jest do rozpowszechniania wyłącznie w jurysdykcjach, w których jest ono dozwolone, a także wśród osób, które mogą otrzymać go bez naruszania obowiązujących wymogów prawnych lub regulacyjnych. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie uważane są za rzetelne na dzień publikacji podany na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Dane, opinie i oszacowania mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Przysługuje Państwu prawo do otrzymania informacji o przechowywanych przez nas Państwa danych osobowych. Mogą Państwo uzyskać kopię takich przechowywanych przez nas dotyczących Państwa informacji, wysyłając e-mail na adres info@amundi.com. Jeśli sądzą Państwo, że jakiegokolwiek posiadane przez nas informacje o Państwie są nieprawidłowe, prosimy o kontakt z nami pod adresem info@amundi.com.

Dokument wydany przez Amundi, spółkę typu société par actions simplifiée — SAS — o kapitale zakładowym 1 086 262 605 EUR - Menedżera portfela regulowanego przez AMF i posiadającego numer GP04000036 - Siedziba: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Zdjęcia: iStock by Getty Images - ansonmia

Redaktor naczelny:

BLANQUÉ Pascal, Szef Grupy ds. Inwestycji

Redaktor

ITHURBIDE Philippe, Globalny Szef ds. Badań

Zastępcy redaktora

BOROWSKI Didier, Szef ds. Badań Makroekonomicznych

DEFEND Monica, Szef ds. Strategii, Wiceszef ds. Badań

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia, Badania i strategia makroekonomiczna

PONCET Benoit, Badania i strategia makroekonomiczna