

Alokacja aktywów: strategie inwestycyjne Amundi

Alokacja aktywów: dług, otoczenie polityczne i płynność pozostają najważniejszymi zagrożeniami

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

Głównie dzięki aktywacji programu łagodzenia ilościowego Europejskiego Banku Centralnego zeszły miesiąc potwierdził dwa trendy: w marcu indeks MSCI Europe wzrósł o 2% (MSCI World stracił 1%, zaś indeks rynków wschodzących MSCI spadł o 1,8%, podczas gdy S&P 500 zmalał o 2,4%), a kurs wymiany EUR/USD spadł o 1,5% (-9% od początku roku). Choć trzeba przyznać, że nie nastąpiła zbyt duża korekta spreadów 10-letnich obligacji skarbowych (+9 p.b. w przypadku Włoch w porównaniu z 10-letnimi obligacjami niemieckimi, +10 p.b. w przypadku Hiszpanii i + 4 p.b. w przypadku Portugalii), strategia „kup i trzymaj” nadal przynosi dobre efekty. To samo dotyczy indeksów rynku dłużnego: +7 p.b. w przypadku indeksów iTraxx Main (57 p.b.) oraz iTraxx Crossover (obecnie na poziomie 267 p.b.).

Zdecydowana poprawa na europejskich rynkach akcji jest rezultatem działania trzech głównych czynników:

- po pierwsze, perspektywy wzrostu wyników finansowych przedsiębiorstw wynikających z osłabienia euro – to czynnik, którego znaczenie jest tym większe, że zyski europejskich spółek są opóźnione w stosunku do przedsiębiorstw amerykańskich o około 40%;
- po drugie, powrotu wzrostu gospodarczego, który powinien również sprzyjać sprzedaży;
- i wreszcie utrzymania skrajnie niskich długo- i krótkoterminowych stóp procentowych przez długi okres.

Już same te trzy czynniki uzasadniają trwały, choć nie nadmierny wzrost wycen europejskich akcji (patrz „prognoza na rok 2015” w listopadowym wydaniu naszego magazynu).

Krótko mówiąc, wszystko to potwierdza naszą decyzję o niezmiennianiu strategii alokacji aktywów, która od kilku kwartałów koncentruje się na strefie euro, ryzykownych klasach aktywów, produktach opartych na spreadzie, a także krótkiej pozycji na euro. Wielokrotnie powtarzaliśmy, że niskiego wzrostu gospodarczego nie uważamy za niezgodny z naszą alokacją, jednak zagrożenie dalszym spowolnieniem aktywności gospodarczej stwarza istotny problem dla naszych portfeli. Kontynuujemy utrzymywanie tego podejścia.

Dobra wiadomość wiąże się jednak z tym, że aktywność gospodarcza w strefie euro stopniowo powraca. Trzeba przyznać, że ożywienie gospodarcze nadal w niewystarczającym stopniu opiera się na inwestycjach, choć występuje też kilka aspektów pozytywnych:

- kanał stóp procentowych;
- kanał spreadów obligacji;
- boom na rynku akcji;
- słabość euro;
- ożywienie akcji kredytowej banków;
- wprowadzenie szeroko zakrojonego programu luzowania ilościowego, którego wpływ na gospodarkę realną monitorujemy, ma kluczowe znaczenie (w związku z tym zachęcamy do zapoznania się z nową, comiesięczną publikacją „ECB QE Monitor”);
- brak napięć na rynku finansowym.

Jakie zagrożenia mogłyby zagrozić tej strategii alokacji aktywów? Płynność portfela, kontekst polityczny, załamanie gospodarek na rynkach wschodzących oraz obciążenie długiem

1. Po pierwsze, płynność ponownie staje się jednym z głównych problemów. Banki centralne w ostatnich latach wielokrotnie skupowały aktywa, często w olbrzymich

Podsumowanie

Alokacja aktywów dająca priorytet strefie euro i klasom aktywów ryzykownych, a także obejmująca krótką pozycję na euro, sprawdza się bardzo dobrze od kiedy EBC ogłosił swój program QE.

Powoduje on spadek stóp procentowych, spreadów i euro, a prognozowany wzrost zysków ożywia rynki akcji. Ogólnie nie występują żadne istotne różnice w stosunku do podobnych programów realizowanych przez banki centralne USA i Japonii. Nie należy lekceważyć czynników ryzyka, czyli i) pogarszającego się kontekstu politycznego (wzrost popularności partii antyeuropejskich oraz zbliżające się wybory w niektórych państwach europejskich); ii) obciążenia długiem, które pozostaje poważną przeszkodą dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego; iii) spowolnienia wzrostu w krajach wschodzących, z Chinami na czele, a także (a nawet przede wszystkim) iv) niższej płynności portfelowej po kryzysie finansowym. Niewątpliwie występuje kilka czynników ryzyka, które trzeba bacznie obserwować, choć obecnie globalny kontekst skłania nas do utrzymania dość agresywnej alokacji aktywów.



Początek roku był pozytywny dla europejskich klas aktywów, ale nie dla euro ”



Realne zagrożenia ”

ilościach, a ich zwiększone sumy bilansowe skutkowały potężnymi zastrzykami płynności. Po Fedzie przyszła kolej na Bank Japonii i EBC jako dostawców środków dla rynków kapitałowych. Taki nadmiar płynności nie może jednak kamuflować faktycznej płynności: przepływów środków do gospodarki realnej z jednej strony, a płynności portfelowej z drugiej.

- Jeżeli chodzi o gospodarkę realną, trzeba przyznać, że dotychczas kanał ten w rzeczywistości nie działał. W porównaniu ze zwiększaniem akcji kredytowej banki miały więcej bodźców (stosunek ryzyka do zysku, regulacje itp.), aby kupować obligacje skarbowe.
- W przypadku płynności portfelowej popyt inwestorów na aktywa ryzykowne, które są często mniej płynne, musi być starannie ważony malejącą liczbą pełniących rolę animatorów rynku banków inwestycyjnych oraz wykazywanym przez rynki mniejszym apetytem na ryzyko. W rzeczywistości na rynkach działa obecnie mniejsza liczba praktyków — fundusze hedgingowe są mniej niż niegdyś skłonne do zapewniania płynności, a zapasy banków spadły od czasów kryzysu finansowego o 80%. Jednocześnie wolumen inwestycji w takie klasy aktywów jak obligacje przedsiębiorstw czy aktywa alternatywne od pewnego czasu stale rośnie. Ogółem, nie należy mylić płynności zapewnianej przez banki centralne (obfita) z płynnością portfelową (spada). Zignorowanie tego rozróżnienia z pewnością byłoby poważnym błędem.

2. Kolejną kwestią jest obciążenie długiem, ponieważ delewarowanie w sektorze prywatnym i konieczność stabilizacji długu publicznego wpływają negatywnie na dochody rozporządalne i wydatki konsumentów. Powrót długu publicznego na ścieżkę równowagi ma niewątpliwie negatywny wpływ na wzrost PKB: jak uzasadnić politykę zorientowaną na wzrost gospodarczy, gdy nadmierny dług publiczny i/lub prywatny stanowi zapowiedź kolejnego kryzysu finansowego, spychając kraje w kierunku oszczędności budżetowych i fiskalnych? Co gorsza, państwa nie są w stanie zmniejszyć swojego zadłużenia do PKB (wskaźnika mającego świadczyć o ich zdolności do spłaty długu).

Od czasu kryzysu finansowego z lat 2007–2008 tylko pięciu krajom (Argentynie, Rumunii, Arabii Saudyjskiej, Izraelowi i Egiptowi) udało się ograniczyć stosunek łącznego zadłużenia (prywatnego i publicznego) do PKB. W przypadku innych stosunek ten wzrósł — choć w zróżnicowanym stopniu, często do alarmujących poziomów. Łączne zadłużenie Japonii to obecnie 400%, Irlandii 390%, Portugalii 360%, Belgii 330%, Holandii 325%, Hiszpanii 315%, a Francji 280% — by wspomnieć tylko o kilku krajach. Do zakończenia spirali zadłużenia konieczne są niewątpliwie bardzo niskie stopy procentowe, intensywny wzrost gospodarczy, oszczędności budżetowe prowadzące do nadwyżek pierwotnych, dalsze delewarowanie sektora prywatnego... bądź restrukturyzacja/anulowanie długów. Redukcja długu publicznego przy jednoczesnym zapewnieniu stopy wzrostu PKB powyżej oprocentowania długu ważonego jego stosunkiem do PKB (w celu pokrycia kosztów spłaty odsetek) stała się niemal niemożliwa. Wpływające na banki i wszystkich graczy gospodarczych zmniejszanie sum bilansowych w przewidywalnej przyszłości przełoży się wyłącznie na spadek tempa wzrostu gospodarczego. Co więcej, nie ma wątpliwości co do tego, że ożywienie gospodarcze w strefie euro nie opiera się na inwestycjach, co rodzi obawy co do jego przyszłego tempa.

Możliwe jest obliczenie poziomu wzrostu gospodarczego wymaganego do odwrócenia trendu ważnych wskaźników ekonomicznych, takich jak zatrudnienie czy dług publiczny. W bardzo świeżej analizie McKinsey Global Institute wykazał, że rozpoczęcie obniżania wskaźnika długu publicznego do PKB wymagałoby znacznie wyższych niż obecnie prognozowane stóp wzrostu realnego PKB („Debt and (not much) Deleveraging”, McKinsey Institute, luty 2015).

Jak twierdzi McKinsey, wymagane byłoby realne tempo wzrostu PKB na poziomie 5,5% w Hiszpanii, 4,7% w Wielkiej Brytanii, 4% we Francji, 3,9% w Portugalii, 3,6% w Finlandii itp. Innymi słowy, obecnie mamy do czynienia z deficytem wzrostu gospodarczego na poziomie 2,5% we Francji i Portugalii oraz 3,8% w Hiszpanii. Niemcy i Stany Zjednoczone należą jednak do niewielu krajów, które nie potrzebują dodatkowego wzrostu gospodarczego, aby obniżyć stosunek zadłużenia publicznego do PKB.

3. Krajobraz polityczny i społeczny staje się złożony. W kilku krajach obserwujemy znaczące przetasowania. Chcielibyśmy powołać się na zaledwie kilka przykładów. W Grecji partia od dawna rządząca (PASOK) praktycznie zniknęła i została zastąpiona przez młodą Syrizę. W Hiszpanii powstała w styczniu 2014 r. partia Podemos wzbudziła przerażenie wśród partii tradycyjnych. Ambicją partii Podemos jest zastąpienie Partii Socjalistycznej,



Nie należy mylić płynności zapewnianej przez banki centralne (obfita) z płynnością portfelową (spada). ”



Niewiele krajów skutecznie zmniejszyło swoje całkowite zadłużenie ”



Tempo wzrostu wymagane do redukcji galopującego długu nie zostało osiągnięte ”

PSOE. Twierdzi ona obecnie, że jest ugrupowaniem socjaldemokratycznym, i stara się uniknąć często przydzielanej jej etykiety partii ekstremistycznej. Podstawy jej programu obejmują obecnie 35-godzinny tydzień pracy, wiek emerytalny 65 lat, wzrost wydatków publicznych, zwiększenie dostępności kredytów, wyższe wynagrodzenie minimalne i restrukturyzację zadłużenia — zwłaszcza w przypadku gospodarstw domowych. Zagrożenie jest tak wielkie, że konserwatywna Partido Popular (PP) ogłosiła ostatnio otwartość na stworzenie szerokiej koalicji rządzącej z socjalistami w przypadku nieuzyskania większości absolutnej w najbliższych wyborach powszechnych (zaplanowanych na ten rok). Choć PSOE odrzuciła tę koncepcję, sprzyjają jej kręgi biznesowe i finansowe. We Francji Front Narodowy w trakcie ostatnich kilku lat poczynił znaczące postępy. Warto jednak zwrócić uwagę na dwie kwestie:

- Partie skrajnie lewicowe zdobywają pozycje w peryferyjnych krajach strefy euro, podczas gdy partie skrajnie prawicowe zyskują zwolenników w państwach stanowiących jej rdzeń.
- Partie cieszące się wzrostem popularności — zarówno prawicowe, jak i lewicowe — przyjmują postawy bardzo krytyczne wobec instytucji europejskich i realizowanej przez nie polityki ekonomicznej, w tym samej Europejskiej Unii Monetarnej.

4. Spowolnienie gospodarcze na rynkach wschodzących — zwłaszcza w Chinach. Jest jasne, że zarówno tempo, jak i komponenty wzrostu gospodarczego w ostatnich latach istotnie się zmieniły — najczęściej mówi się o demografii, wzroście wynagrodzeń, wzroście produktywności i rewizji potencjału wzrostu gospodarczego w dół. Dodatkowy czynnik komplikujący wiąże się z kursami wymiany. Siła dolara sprawiła, że juan uległ aprecjacji w stosunku do wszystkich pozostałych walut — zwłaszcza rynków wschodzących — a to szkodzi pozycji Chin. Obecna siła dolara — a raczej względna słabość jena, euro i znacznej liczby walut rynków wschodzących — stwarza problemy dla Chin... ale niekoniecznie dla Stanów Zjednoczonych. Powinniśmy pamiętać, że w trakcie ostatnich 15 lat siła jena — a także euro — stale malała w stosunku do efektywnego kursu wymiany dolara amerykańskiego. Nic takiego nie miało jednak miejsca w przypadku juana, który umocnił się dziesięciokrotnie. Innymi słowy, jeżeli przyjmiemy, że chińska polityka kursu wymiany ma kluczowe znaczenie, a także jeśli władze Chin zostaną zmuszone do reakcji (pobudzenia wzrostu gospodarczego w drodze konkurencyjnej dewaluacji), możemy się spodziewać wojny walutowej na pełną skalę, a wraz z nią znaczącego wzrostu niestabilności finansowej.

5. Kwestia wypłacalności Grecji nie została jeszcze rozstrzygnięta. Nie ma wątpliwości co do tego, że rok 2015 jest jednym z najtrudniejszych dla greckich finansów. W istocie, Ateny muszą spłacić łącznie 15 miliardów euro — głównie Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu i Europejskiemu Bankowi Centralnemu (w ramach spłaty pakietu ratunkowego o wartości 240 mld euro). Jak twierdzi premier Grecji, kraj ten nie posiada środków na zapłatę takich kwot. Alexis Tsipras twierdzi, że kasa państwa zostanie opróżniona już w kwietniu. Stawka jest wysoka, ponieważ w czerwcu Ateny mają otrzymać następną transzę międzynarodowej pomocy (7 mld euro), jednak wyłącznie wówczas, gdy rząd będzie w stanie przedstawić konkretny, oparty na wyliczeniach plan reform. Nie należy jednak zapominać, że nawet jeśli Ateny faktycznie otrzymają taką kwotę, problem nie zostanie całkowicie rozwiązany: Grecja nadal musi spłacić kolejne 6,5 mld euro w lipcu i w sierpniu.

W rezultacie 27 marca Tsipras przedstawił zestaw około 20 środków, obejmujących nasilenie walki z oszustwami podatkowymi, ograniczenie przemytu paliw i alkoholu, kontrole rachunków bankowych otwieranych przez obywateli Grecji w zagranicznych bankach, zmiany ordynacji podatkowej itp. Zaoferował również ograniczenie możliwości wcześniejszego przechodzenia na emeryturę, a także stworzenie instytucji („złego banku”), która przejęłaby udzielone przez banki kredyty o wątpliwym prawdopodobieństwie spłaty. Oczekuje się, że tegoroczne przychody z prywatyzacji osiągną 1,5 mld euro, zamiast 2,2 mld przewidzianych w greckim pakiecie ratunkowym — Grecja planuje jednak, że w 2015 r. uzyska 3 mld euro dodatkowych wpływów. W planie przyjęto nadwyżkę pierwotną (deficyt budżetowy - obsługa długu) w wysokości 1,5% PKB (w porównaniu do 3% w poprzedniej wersji), a także wzrost PKB na poziomie 1,4%. Europejscy wierzyciele z pewnością są gotowi do zawarcia kompromisu, jednak podstawą ich wyliczeń nadal jest lista reform, do których zobowiązał się poprzedni gabinet premiera Samarasa (chodzi przede wszystkim o reformę emerytur i szybszą liberalizację rynku pracy) i które są obecnie kwestionowane przez Greków.

Częściowe wcześniejsze zwolnienie ostatniej transzy greckiego programu ratunkowego (7,2 mld euro) jest nadal negocjowane. Dobrą wiadomością jest to, że 9 kwietnia rząd



Wzrostu poparcia dla partii antyeuropejskich nie należy ignorować ”



Polityka kursu wymiany juana, krytyczny element globalnej stabilności finansowej ”



Kwestia wypłacalności Grecji nie została jeszcze rozstrzygnięta. ”

Grecji zdołał dotrzymać terminu spłaty raty pożyczki z MFW w wysokości 460 mln euro. Oprócz tego oczekuje się, że Grecja będzie mieć dość gotówki, by zaspokajać swoje zobowiązania do czasu następnego spotkania Eurogrupy 24 kwietnia. Kolejną pozytywną informacją jest pewne rozluźnienie relacji między rządem Grecji i jego wierzycielami.

Tak czy inaczej jednak, na poziomie podstawowym niczego nie rozstrzygnięto, a źródła ryzyka utrzymują się. Zobowiązania rządu Grecji nie wystarczają; koalicja rządowa jest niestabilna, a nastroje w krajowej polityce pozostają skrajnie napięte.

W tym momencie jesteśmy jednak przekonani, że odnowiona czujność Fedu w zakresie zacieśnienia polityki pieniężnej, szerokość i czas trwania QE EBC, utrzymanie skrajnie niskich stóp procentowych i powrót wysokich wycen aktywów europejskich pozostaną czynnikami dominującymi. W rezultacie utrzymujemy alokację aktywów, jednocześnie nie zapominając, jak już wspominaliśmy na tych łamach, o realizacji zysków i uważnym monitorowaniu płynności tych portfeli.



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

TYP PORTFELA

Portfele akcji

- Preferować akcje ze strefy euro
- USA: utrzymać pozycję neutralną do niedoważonej
- Utrzymać długą pozycję na akcjach japońskich
- Utrzymać neutralny współczynnik beta portfela
- Rynki wschodzące: wybór kraju ma kluczowe znaczenie
- W obrębie rynków wschodzących
 - przeważenie na Meksyku, Peru, Indiach, Indonezji i Tajlandii,
 - pozycja neutralna na Chinach, Brazylii, Turcji, RPA i GCC,
 - niedoważenie na Malesji, Kolumbii, Korei Południowej, Grecji, Tajwanie i Chile
- Utrzymać długą pozycję na USD oraz krótką na JPY i EUR

Portfele obligacji

- Obligacje z rdzenia strefy euro (i USA) z długą duracją
- Transakcje oparte na spłaszczaniu krzywej
- Utrzymać przeważenie zwłaszcza na europejskich instrumentach stałodochodowych
- Okazje związane z instrumentami wysokodochodowymi z USA
- Przeważenie na TIPS
- Utrzymać przeważenie na Włoszech i Hiszpanii
- Dług rynków wschodzących:
 - przeważać dług państw wschodzących w przypadku krajów zużywających surowce
 - preferować dług w twardych walutach (długa na USD)
 - preferować lokalny dług krajów korzystających na niskiej cenie ropy
- Utrzymać długą pozycję na USD oraz krótką na JPY i EUR

Portfele zdywersyfikowane

- Preferować strefę euro (teraz) i japońskie akcje (średni termin)
- Pozycja neutralna na akcjach z USA
- Podchodzić ostrożnie do akcji z krajów wschodzących, preferować państwa zużywające surowce
- Preferować akcje w stosunku do obligacji korporacyjnych, w tym ze względu na płynność
- Utrzymać długą pozycję na obligacjach korporacyjnych strefy euro (głównie wysokodochodowych) dla celów transakcji carry trade
- Zwiększać dywersyfikację, kupując dług z USA
- Utrzymać przeważenie na obligacjach państwowych krajów z peryferii strefy euro
- Pozytywne podejście do długu rynków wschodzących w twardych walutach, USD i EUR
- Utrzymać długą pozycję na USD oraz krótką na EUR i JPY

Czynniki ryzyka

KWIECIEŃ

POZIOM RYZYKA

FED: MAŁO ZROZUMIAŁA POLITYKA MONETARNA

Rynek pracy istotnie się wzmocnił w trakcie ostatnich 1,5 roku, jednak utrzymuje się też nadpodaż siły roboczej, współczynnik aktywności ekonomicznej jest niski, a wynagrodzenia praktycznie się nie zmieniają. Fed nadal poszukuje najlepszego sposobu postępowania w kontekście jego własnych prognoz oraz perspektyw rynków finansowych. Jak wspominali ostatnio przedstawiciele Fedu, nie przewiduje się normalizacji polityki pieniężnej, jednak wydaje się, że zmienność musi powrócić wraz z ryzykiem nieporozumień.

UMIARKOWANE RYZYKO



STREFA EURO: INTENSYFIKACJA ŹRÓDEŁ PRESJI DEFLACYJNEJ

EBC wdrożył ważny program QE. Program QE ciągle oczekuje na należyte wdrożenie, a kanały transmisyjne łączące politykę monetarną ze sferą gospodarki realnej (efekt bogactwa, kursy wymiany, stopy procentowe, płynność, zaufanie i oczekiwania inflacyjne) nadal muszą jeszcze zacząć działać. Jeżeli program okaże się niewystarczający do ożywienia tych kanałów, względny spokój umysłu związany z perspektywami wzrostu gospodarczego przemienie, a wątpliwości dotyczące wypłacalności niektórych rządów z pewnością powrócą, co będzie mieć oczywiste konsekwencje dla spreadów obligacji skarbowych.

NISKIE RYZYKO



STREFA EURO: NIEDOSZACOWANY WZROST PKB (EFEKTY QE I CEN ROPY)

Ostatnio pojawiły się dwa pozytywne czynniki dla strefy euro: szeroko zakrojony program QE (uznany przez rynki finansowe za wysoce wiarygodny) oraz trwały spadek cen ropy. Nie należy lekceważyć nadal występujących w strefie euro źródeł presji deflacyjnej, ale równie nierozsądne byłoby nieuwzględnianie refacyjnego wpływu QE i ceny ropy. Jeżeli którykolwiek z tych dwóch czynników skompensuje wpływ presji deflacyjnej, dowodem na to będzie korekta PKB za 2015 r. w górę – istotnie spadnie też ryzyko nowego kryzysu.

WYSOKIE RYZYKO



GRECJA: NIETYCZNOŚĆ CZY GREXIT – CZEKAMY NA NAJGORSZY SCENARIUSZ?

Czy Grecję czekają gorsze czasy? Nie wiadomo. Ostatnio stosunki Grecji z wierzycielami nieco złagodniały. Nie postanowiono jednak niczego konkretnego na naprawdę istotnym poziomie, a lokalna sytuacja polityczna pozostaje napięta. Sądzymy, że ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro pozostaje niskie, ale prawdopodobieństwo restrukturyzacji długu, wdrożenia mechanizmów kontroli przepływów kapitałowych, a nawet wystąpienia problemów politycznych wzrosło.

UMIARKOWANE RYZYKO



HISZPANIA: CZY PÓJDZIE W ŚLADY GRECJI?

Program powstałej w styczniu 2014 r. partii Podemos pokrywa się z planami greckiej Syriza: obydwie są przeciwnie „Trojce” (EU-EBC-MFW) i programowi oszczędnościowemu, a także chcą wzmocnienia demokracji i suwerenności, postulując restrukturyzację zadłużenia państwa i gospodarstw domowych, wraz z ewentualnie konieczną niewypłacalnością. W rezultacie wyborów powszechnych poznamy następną większość parlamentarną i premiera. Według najnowszych sondaży prowadzą Podemos i Partia Ludowa (każda ma po około 25% głosów), a za nimi plasuje się Hiszpańska Socjalistyczna Partia Robotnicza (20%).

NISKIE RYZYKO



ROPA NAFTOWA: CENY NADAL SPADAJĄ

Spadek ceny ropy naftowej pomógł wzrostowi gospodarczemu w krajach będących jej importerami, a także poprawił sytuację w państwach mających problemy ze słabo kontrolowanym wzrostem inflacji, takich jak Indie i Indonezja. Z drugiej strony jednak wzrosła wrażliwość finansowa wydobywających ropę naftową krajów, które istotnie zależą od eksportu tego surowca i przychodów z podatków, takich jak Wenezuela, Angola, Nigeria i Ekwador. Obecna sytuacja spycha Rosję w kierunku głębokiej recesji, zaś Wenezuela jest bliska niewypłacalności. Dalszy spadek cen ropy spowodowałby pogorszenie i tak już poważnej sytuacji.

UMIARKOWANE RYZYKO



CHINY: GWAŁTOWNE ZAŁAMANIE

Chiny będą obecnie musiały ograniczyć akcję kredytową i działalność parabanków w celu zmniejszenia zadłużenia i udziału złych długów, a także przywrócenia wysokiego potencjału wzrostu gospodarczego i osiągnięcia wyższej produktywności. Przyszły wzrost będzie słabszy, ale Chiny nadal mają środki, by pozwolić sobie na taką (długotrwałą) reformę, nawet jeśli skala problemu i zadanie do wykonania tak czy inaczej są kolosalne. Duży spadek ceny ropy jest korzystny, jednak obecnie dynamika gospodarcza związana z popytem wewnętrznym pozostaje niska.

UMIARKOWANE RYZYKO



GOSPODARKI WSCHODZĄCE: BARDZIEJ WYRAŹNY SPADEK TEMPWA WZROSTU

Zakończenie programu QE w Stanach Zjednoczonych nie zaszkodziło rynkom wschodzącym. Oczekiwania dotyczące tego, że kluczowe stopy procentowe Stanów Zjednoczonych zostaną podwyższone później, pod koniec 2015 r. lub na początku 2016 r., wydają się uzasadnione. Aspekty fundamentalne w niektórych krajach stanowią jednak pewne obawy: głęboka recesja w Rosji, łagodna recesja w Brazylii, spowolnienie w Chinach, presja inflacyjna w kilku państwach, silne związki ze spowalniającymi Chinami... Występuje ograniczone ryzyko tego, że załamanie w krajach wschodzących w 2015 r. powszechnie przyspieszy, niemniej sytuację należy ściśle monitorować.

UMIARKOWANE RYZYKO



REGIONALNA WOJNA WALUTOWA

Powrót słabości euro i jena, wdrożenie programu QE przez EBC oraz działania Banku Japonii z zakresu łagodzenia polityki pieniężnej zaogniają napięcie w Azji, gdzie spadek jena w 2013 r. zaważył na relacjach handlowych. Jeżeli Chiny wkroczą do gry zwanej „konkurencyjną dewaluacją”, dojdzie do „wojny totalnej (niskie prawdopodobieństwo). Dla efektywnego kursu dolara jena jest znacznie istotniejszy niż taniejące jen i euro. W przypadku euro spodziewamy się osłabienia, którego skala nie powinna jednak martwić Stanów Zjednoczonych, ponieważ wzrost gospodarczego będzie przede wszystkim popyt wewnętrzny. Obecna sytuacja sprzyja zmienności na rynkach walutowych.

UMIARKOWANE RYZYKO



Perspektywa makroekonomiczna

		KWIECIEŃ	
AMERYKA PŁN. I PŁD.			CZYNNIKI RYZYKA
STANY ZJEDNOCZONE	<p>Ciąg dalszy ożywienia mimo niewielkiego osłabienia wzrostu gospodarczego obserwowanego od końca 2014 r.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Mimo spadku inwestycji PKB wzrost IV kwartału o 2,2% w rezultacie wzrostu wydatków konsumenckich. Od końca 2014. większość danych (z wyjątkiem rynku pracy) rozczarowuje. > Gospodarstwa domowe, które w ostatnich kilku latach znacząco ograniczyły swoje zadłużenie, korzystają z utrzymującej się poprawy na rynku pracy oraz spadających cen paliwa. > W 2015 r. ożywienie będzie trwać nadal, jednak poprawa będzie ograniczona ze względu na utrzymującą się niską dynamikę wynagrodzeń oraz spadające inwestycje w sektorze energetycznym. Słabość gospodarcza reszty świata i rosnący dolar nieznacznie stłumią aktywność. > Fed będzie normalizować swoją politykę, ale bardzo powoli — przy tak niskiej inflacji pierwsza podwyżka stóp może w tym roku w ogóle nie nastąpić. 	<ul style="list-style-type: none"> > Potencjał wzrostu opóźniony w przewidywalnej przyszłości (trwała stagnacja). > Rozprzestrzenienie się problemów gospodarczych i finansowych, z którymi boryka się reszta świata. > Nadmierny wzrost dolara. 	
BRAZYLIA	<ul style="list-style-type: none"> > Indeks PMI sektora produkcyjnego HSBC był w marcu niższy (46,2) niż miesiąc wcześniej (49,6), a także niższy od oczekiwań (48,2). > Mimo kilku podwyżek stóp inflacja konsumencka ponownie wzrosła: w lutym osiągnęła 7,7% r/r, choć wynikało to po części z liberalizacji cen urzędowych. > Prawdopodobieństwo tego, że Dilma Rousseff skończyły się pieniądze, jest niskie lub zerowe. Jej popularność istotnie jednak spadła, co tylko utrudnia wprowadzanie reform, w tym związanej z konsolidacją fiskalną. 	<ul style="list-style-type: none"> > Nadmiernie restrykcyjna polityka monetarna w połączeniu z przesadnie ambitną konsolidacją fiskalną mogą zaszkodzić wzrostowi PKB. 	
EUROPA			
STREFA EURO	<p>Ciąg dalszy ożywienia, podtrzymywanego przez ewolucję policy mix obejmującego politykę monetarną i fiskalną.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Wzrost gospodarczy w IV kw. okazał się nieco wyższy od oczekiwań (+0,3%), a początkowe dane z I kw. są zachęcające. > W 2015 r. ożywienie będzie trwać dzięki 1) wycofaniu środków oszczędnościowych (budżety na 2015 r., bardziej dostosowawcza polityka Komisji Europejskiej, a także nowe środki, takie jak Plan Junckera); 2) wysoce dostosowawczej polityce monetarnej EBC (rozpoczęcie zakrojonego na szeroką skalę programu luzowania ilościowego w marcu), w połączeniu z opóźnionym wpływem środków wdrożonych przez EBC w 2014 r. w celu powiększenia sum bilansowych; a także 3) deprecjacji euro i spadkom cen ropy. > Inflacja będzie rosnąć, ale bardzo powoli. Tak czy inaczej, ożywienie gospodarcze i program skupu aktywów EBC powinny zapobiec samopodtrzymującej się spirali deflacyjnej. > Ryzyko polityczne pozostaje wysokie (Grecja, a nawet Hiszpania pod koniec roku). 	<ul style="list-style-type: none"> > Zwiększająca się presja deflacyjna. > Rozprzestrzenienie się problemów gospodarczych i finansowych, z którymi borykają się rynki wschodzące. > Ryzyko polityczne (wysoki wynik partii przeciwnych obecnemu kształtowi europejskich instytucji w wyborach zaplanowanych na 2015 r.). 	
WIELKA BRYTANIA	<p>Ożywienie nadal ma się dobrze.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Oczekuje się, że trwające już solidne ożywienie w 2015 r. utrzyma się. Wzrost konsumpcji i hossa na rynku nieruchomości (mimo spowolnienia) pozostają istotnymi czynnikami. Zwiększone inwestycje przedsiębiorstw (dane o nich zrewidowano w górę) powinny umożliwić stopniowe przywracanie równowagi. Lepszy kontekst ekonomiczny w strefie euro będzie sprzyjać brytyjskiemu eksportowi. > Sytuacja na rynku pracy poprawia się: wynagrodzenia realne w końcu rosną. Spadek inflacji sprawia, że podwyżka stóp procentowych staje się mniej pilna — raczej nie należy spodziewać się jej przed końcem 2015 r. 	<ul style="list-style-type: none"> > Nowa bańka na rynku nieruchomości mieszkalnych. > Wybory w maju i wzrost znaczenia kwestii wyjścia z UE. 	
AZJA			
CHINY	<ul style="list-style-type: none"> > W Chinach indeks sektora produkcyjnego HSBC PMI w marcu okazał się nieco wyższy (49,6) niż w lutym (49,2), a także wyższy od prognoz (49,3). > W Chinach odbędzie się w tym miesiącu Narodowy Kongres Ludowy. Opublikowano pewną liczbę komunikatów, z których najważniejszym był niewątpliwie ten dotyczący redukcji celów dla wzrostu PKB i inflacji, oprócz użycia słowa „około”, które wiele mówi o niepewności związanej ze spowolnieniem gospodarczym w Chinach. > Chiński Bank Ludowy ogłosił również redukcję minimalnego wkładu własnego wymaganego w przypadku zakupu drugiej nieruchomości mieszkalnej z 60–70% do 40%. Ten komunikat pokazuje, że chińskie władze starają się stymulować sektor nieruchomości, który w ostatnim roku istotnie spowolnił. I w tym przypadku mamy do czynienia z kolejnym środkiem mającym na celu pobudzenie wzrostu gospodarczego. 	<ul style="list-style-type: none"> > Szybsze niż oczekiwano pogorszenie jakości kredytów. > Spadek popytu zewnętrznego. > Zwiększająca się presja deflacyjna. > Nieadekwatne środki pobudzające gospodarkę. 	
INDIE	<ul style="list-style-type: none"> > Wydaje się, że w Indiach rozpoczęło się ożywienie gospodarcze — może tego dowodzić znacząca poprawa indeksu PMI sektora produkcyjnego w marcu (52,1) w porównaniu z 51,2 miesiąc wcześniej i prognozami na poziomie 51. > Zaskoczywszy rynki obniżeniem stopy referencyjnej w marcu, na początku kwietnia indyjski bank centralny utrzymał stopy bez zmian (7,5%) — oświadczył też, że przed ewentualnym dalszym złagodzeniem polityki monetarnej chce poznać dane o wzroście PKB i inflacji cen żywności. Bank centralny Indii obawia się powrotu inflacji cen żywności spowodowanego wyjątkowo kiepskimi warunkami pogodowymi, które prawdopodobnie wpłyną na produkcję i wzrost cen. 	<ul style="list-style-type: none"> > Wzrost cen surowców. > Szybsza niż się obecnie oczekuje normalizacja polityki pieniężnej USA. 	
JAPONIA	<p>Stopniowe ożywienie po rozczarowujących danych.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Po dwóch kwartałach spadków w IV kwartale wzrost gospodarczy okazał się nieznacznie dodatni, jednak inwestycje utrzymują się na niskim poziomie. > Po grudniowych wyborach na politycznym nieboskonie nie gromadzą się obecnie żadne chmury, jednak zdolność władz do wprowadzania ważnych reform strukturalnych pozostaje niepewna. > Pojawiają się pewne oznaki poprawy pod względem wynagrodzeń (jednak głównie w dużych firmach). > Spadek cen ropy szkodzi możliwości szybkiego osiągnięcia celu inflacyjnego Banku Japonii na poziomie 2%. 	<ul style="list-style-type: none"> > Ekspozycja na spowolnienie gospodarcze w Chinach. > Ograniczenie inflacji dzięki niższym cenom ropy. 	

Prognozy makroekonomiczne i finansowe

PROGNOZA MAKROEKONOMICZNA

- Stany Zjednoczone:** faza ekspansji jeszcze się nie zakończyła. Po znaczącym odbiciu w II i III kwartale aktywność gospodarcza w IV kwartale i prawdopodobnie również w pierwszym kwartale nowego roku spowolniła. Otoczenie sprzyja dalszemu wzrostowi konsumpcji (poprawa sytuacji na rynku pracy, niższe ceny ropy) oraz odbiciu inwestycji przedsiębiorstw (choć sektor energetyczny nadal ma trudności). Niższe ceny ropy przełożyły się na znaczący spadek inflacji, choć w grę wchodzi również inne czynniki dezinflacyjne (rosnący dolar i ciągle kiepska dynamika wynagrodzeń).
- Japonia:** powolne wyjście z deflacji. Po dwóch kwartałach recesji w IV kwartale wzrost gospodarczy ponownie okazał się dodatni. Po erozji mocy nabywczej gospodarstw domowych (związanej ze wzrostem cen produktów importowanych w rezultacie deprecjacji jena, a także z podwyżką VAT) zmiana wynagrodzeń jest kluczem do ożywienia gospodarczego.
- Strefa euro:** ożywienie w kontekście bardzo niskiej inflacji. Dane stopniowo się poprawiają. W obliczu ryzyka deflacji EBC wprowadził znaczący program skupu aktywów. W strefie euro należy się liczyć ze wzrostem niepewności politycznej (kontynuacja impasu w Grecji, wybory w Hiszpanii i Portugalii pod koniec roku).
- Brazylia:** mimo znaczącego zacieśnienia polityki monetarnej i utrzymania kluczowej stopy procentowej na poziomie 12,75% inflacja pozostaje wysoka (7,7% r/r w lutym). Należy jednak zauważyć, że liberalizacja cen urzędowych częściowo wyjaśnia powód takiego wzrostu inflacji. Śledzenie danych w najbliższych miesiącach powinno pozwolić na uzyskanie jaśniejszego obrazu sytuacji. Skandal z firmą Petrobras utrudnił wdrażanie reform — zwłaszcza dotyczących konsolidacji budżetu — co ostatecznie doprowadzi do spadku tempa wzrostu gospodarczego, które i tak już ma być bardzo niskie. Doskonałą ilustracją tej tendencji było załamanie produkcji przemysłowej w lutym (-9,1% r/r).
- Rosja:** wzrost PKB za 2014 r. był co prawda dodatni (+0,4%), jednak znacząco niższy niż w 2013 r. (+0,9%) i niższy od oczekiwań analityków (+0,7%).

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
USA	2,4	2,7	2,6	1,7	0,3	1,8
Japonia	0,0	1,0	1,5	2,6	0,6	1,5
Strefa euro	0,9	1,1	1,2	0,4	0,0	0,9
Niemcy	1,6	1,3	1,6	0,9	0,3	1,5
Francja	0,4	0,9	1,0	0,6	0,1	0,8
Włochy	-0,4	0,4	0,7	-0,3	0,0	0,5
Hiszpania	1,4	1,9	1,6	-0,2	-0,5	0,5
Wlk. Brytania	2,8	2,4	2,4	1,7	0,9	2,0
Rosja	0,6	-4,5	-1,5	7,8	13,5	8,5
Turcja	3,0	3,3	3,7	8,9	7,0	6,5
Chiny	7,4	6,5	6,3	2,0	1,7	1,7
Indie	5,8	6,0	6,2	6,4	6,2	5,8
Indonezja	5,0	5,5	5,8	6,4	6,7	6,1
Brazylia	0,1	-0,5	1,5	6,3	5,9	5,6
Kraje rozwinięte	1,6	1,9	2,0	1,4	0,4	1,5
Kraje wschodzące	4,6	4,0	4,6	4,2	4,3	4,2
Świat	3,3	3,1	3,4	2,9	2,6	3,0

Źródło: Amundi Research

PROGNOZA KLUCZOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

- FED:** pierwsza podwyżka stóp Fedu nastąpi pod koniec 2015 r. Cykl zacieśniania polityki monetarnej będzie realizowany powoli, a jego skala będzie ograniczona.
- EBC:** będzie do września 2016 r. skupować obligacje skarbowe o wartości 60 mld euro miesięcznie — być może dłużej, jeżeli inflacja nie wzrośnie wystarczająco. Bank jeszcze przez wiele lat będzie utrzymywać politykę zerowych stóp procentowych.
- Bank Japonii:** strategia luzowania jakościowego i ilościowego (QQE) będzie realizowana jeszcze przez długi okres.
- Bank Anglii:** pierwsza podwyżka stóp Banku Anglii nastąpi po pierwszej podwyżce Fedu.

	2015-04-02	Amundi +6 m.	Konsensus III kw. 2015 r.	Amundi 12m.	Konsensus I kw. 2016 r.
USA	0,25	0,25	0,55	0,75	1,10
Strefa euro	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Japonia	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Wlk. Brytania	0,50	0,50	0,55	0,75	0,85

PROGNOZA STÓP DŁUGOTERMINOWYCH

- Stany Zjednoczone:** wzrost amerykańskich stóp długoterminowych będzie powolny i ograniczony. Tradycyjne spłaszczanie krzywej związane z podwyżką głównych stóp już się rozpoczęło i będzie trwać — zwłaszcza na krótkookresowym końcu krzywej rentowności.
- Strefa euro:** presja spadkowa na rentowności obligacji długoterminowych w państwach stanowiących rdzeń eurostrefy będzie się utrzymywać, a spready rentowności obligacji państw peryferyjnych będą nadal maleć, ponieważ skala skupu EBC będzie znacząca.
- Wielka Brytania:** wzrost długoterminowych stóp procentowych będzie powolny, a spłaszczanie krzywej będzie trwać.
- Japonia:** Bank Japonii kontroluje całość krzywej dochodowości tutejszych obligacji. W miarę kontynuacji QE nie ma powodów, by stopy istotnie malały.

Prognozy rentowności obligacji dwuletnich

	2015-04-02	Amundi +6 m.	Konsensus III kw. 2015 r.	Amundi 12m.	Konsensus I kw. 2016 r.
USA	0,54	0,80/1,00	0,86	1,20/1,40	1,18
Niemcy	-0,26	-0,20/0,00	-0,24	-0,20/0,00	-0,21
Japonia	0,03	0,00/0,20	0,02	0,00/0,20	0,03
Wlk. Brytania	0,43	0,60/0,80	0,63	1,00/1,20	0,90

Prognozy rentowności obligacji 10-letnich

	2015-04-02	Amundi +6 m.	Konsensus III kw. 2015 r.	Amundi 12m.	Konsensus I kw. 2016 r.
USA	1,89	2,00/2,20	2,01	2,20/2,40	2,11
Niemcy	0,18	0,20/0,40	0,22	0,20/0,40	0,26
Japonia	0,34	0,30/0,50	0,39	0,30/0,50	0,45
Wlk. Brytania	1,59	1,80/2,00	1,74	2,00/2,20	1,85

PROGNOZA DLA WALUT

- EUR:** nadal duże szanse na spadki EUR/USD, ponieważ inwestorzy spoza strefy euro będą sprzedawać swoje obligacje skarbowe ze strefy euro raczej Europejskiemu Bankowi Centralnemu niż inwestorom z eurostrefy (europejskie banki i towarzystwa ubezpieczeniowe utrzymują ekspozycję na obligacje skarbowe ze względu na ograniczenia regulacyjne).
- USD:** oczekuje się, że rozbieżność między działaniami Fedu i innych banków centralnych krajów rozwiniętych oraz lepsze perspektywy wzrostu nadal będą sprzyjać dolarowi, nawet jeśli potencjał aprecjacji jest niższy niż kilka miesięcy temu.
- JPY:** oczekuje się, że jen nadal będzie się osłabiać z powodu agresywnej polityki Banku Japonii i kiepskich danych makroekonomicznych.
- GBP:** umiarkowany wzrost w stosunku do euro. Poprawa danych fundamentalnych z brytyjskiej gospodarki przyspieszyła.

	2015-04-01	Amundi +6 m.	Konsensus III kw. 2015 r.	Amundi 12m.	Konsensus I kw. 2016 r.
EUR/USD	1,09	0,95	1,05	1,00	1,05
USD/JPY	120	125	124	130	126
GBP/USD	1,48	1,36	1,48	1,43	1,50
USD/CHF	0,96	1,11	1,02	1,05	1,05
USD/NOK	7,96	9,26	8,30	8,80	8,18
USD/SEK	8,62	9,79	9,00	9,30	8,87
USD/CAD	1,26	1,30	1,29	1,35	1,27
AUD/USD	0,76	0,75	0,74	0,75	0,73
NZD/USD	0,75	0,70	0,71	0,70	0,70