

Schroders

Stanowisko w sprawie sytuacji gospodarczej i strategii

Keith Wade

Główny ekonomista
i strateg
(44-20) 7658 6296

Azad Zangana

Ekonomista ds.
europejskich
(44-20) 7658 2671

James Bilson

Ekonomista
(44-20) 7658 3550

Rok 2012 — przegląd: polityka i płynność (strona 2)

- W 2012 roku rynki finansowe były w znacznej mierze oderwane od podstawowych czynników makroekonomicznych. Inwestorzy zmagali się z dwiema kluczowymi siłami: ryzykiem politycznym i płynnością. Jest to widoczne z perspektywy wyników uzyskanych przez prawie wszystkie główne klasy aktywów, a także wynika z faktu, że na ceny akcji miały wpływ przeszacowania, a nie wzrost zysków (patrz wykres poniżej). Czynniki takie jak sytuacja w strefie euro, problemy na Bliskim Wschodzie, obawy o „twarde lądowanie” Chin i ostatnio sytuacja Stanów Zjednoczonych znajdujących się na skraju klifu fiskalnego napędzały wzrost ryzyka. Jednakże w świetle dużej płynności i działań politycznych nieco zmalało ryzyko tych mało prawdopodobnych zdarzeń, które mogłyby mieć dotkliwe skutki.

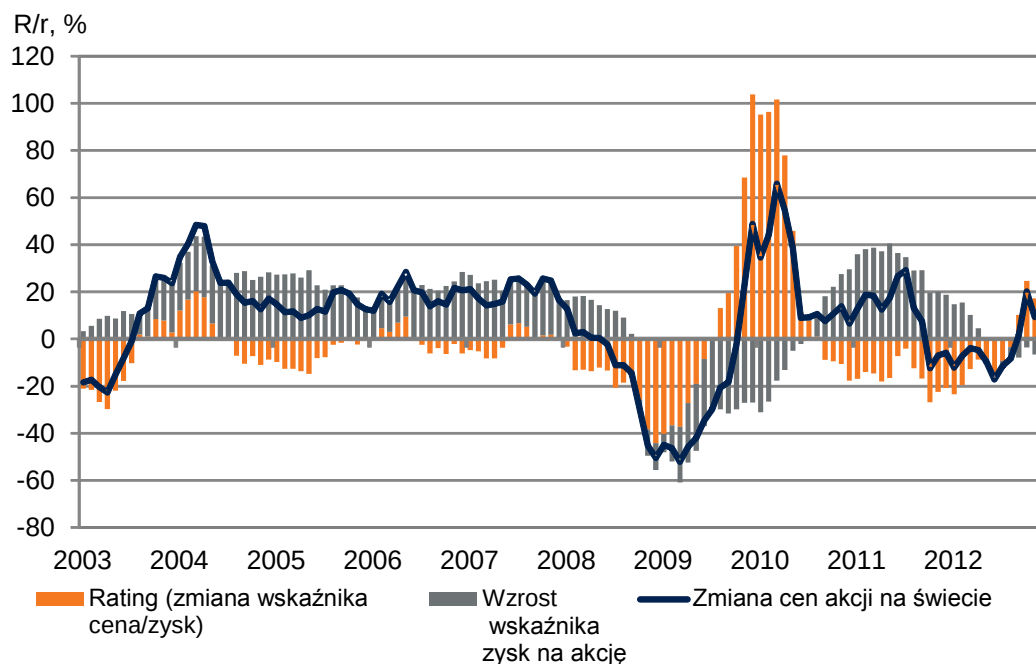
Perspektywy na rok 2013: nieograniczona płynność (strona 7)

- Płynność oraz działania banków centralnych będą głównymi motywami przewodnimi w 2013 roku — początkowo ze względu na wpływ, jaki mogą wywierać na rynki, a w ostatecznym rozrachunku ze względu na to, czy będą w stanie przywrócić wzrost gospodarczy. Obecnie przy ożywieniu na rynkach i wzroście skłonności do podejmowania ryzyka kwestia płynności nabiera dużego znaczenia. Spodziewamy się kontynuacji tego trendu, chyba że Stany Zjednoczone wpadną w przepaść fiskalną.
- Przed upływem półrocza inwestorzy zaczną poszukiwać oznak zwiększenia wzrostu gospodarczego. Jeśli aktywność gospodarcza będzie pozostawać w zastoju, to spodziewamy się dalszego dodrukowywania pieniądza. Jednakże rynki mogą wtedy poddać w wątpliwość skuteczność programu złagodzenia ilościowego i zacząć zastanawiać się, czy jest on rzeczywiście rozwiązaniem, a nie problemem.

Wysiłki w celu rozdzielenia (strona 13)

- Pomimo wielu rozmów prowadzonych przed nastaniem kryzysu w sprawie rozdzielenia wschodzących gospodarek rynkowych od rozwiniętych w ciągu ostatnich pięciu lat nie doszło ono do skutku. I choć w perspektywie średnioterminowej istnieją przesłanki do kontynuacji tego procesu, takie jak umiędzynarodowienie renminbi oraz zwiększenie inwestycji wewnątrz rynków wschodzących, to krótkoterminowe perspektywy w tym zakresie są mizerne.

Wykres. Niedawne ożywienie na rynku akcji wynikające z czynników politycznych i płynności, a nie z zysków



Źródło: Thomson Datastream, Schroders. Akcje na rynkach światowych odzwierciedlają indeks akcji na całym rynku światowym firmy Datastream. 19 Grudnia 2012 r.

Rok 2012 — przegląd: polityka i płynność

Pod koniec roku chcielibyśmy spojrzeć wstecz i podsumować wyniki na rynkach oraz wyciągnąć z nich wnioski na nadchodzący rok. Dla większości inwestorów rok 2012 był udany, chociaż rynki finansowe z pewnością poddały ich ciężkiej próbie. Rok rozpoczął się od wiadomości, że Europejski Bank Centralny (EBC) wprowadził trzyletnie długoterminowe operacje refinansowania (LTRO), zapewniając potencjalnie nieograniczoną płynność. Pomogło to poprawić nastroje — zaczęto wierzyć, że widmo kryzysu w Europie zostało zażegnane. Optymizm ten okazał się jednak przedwczesny.

W 2012 roku rynki finansowe były oderwane od podstawowych czynników makroekonomicznych

W trakcie roku okazało się, że rynki były oderwane od podstawowych czynników makroekonomicznych. O sytuacji na rynkach decydowały dwie siły: polityka i płynność.

Wiosną wraz z zakończeniem przez EBC działań zapewniających płynność nasiliło się ryzyko rozpadu strefy euro. Inwestorzy zrozumieli, jak bardzo europejskie banki były uzależnione od EBC i jak poważne były luki w finansowaniu, zwłaszcza Hiszpanii. Tymczasem Grecja została zmuszona do restrukturyzacji swojego zadłużenia, choć nie przyczyniło się to w większym stopniu do przywrócenia zaufania do rynku. Jednocześnie rosły obawy związane z potencjalnym „twardym lądowaniem” w Chinach, przy czym słaby popyt negatywnie wpłynął na eksport do Europy i Stanów Zjednoczonych.

Inwestorzy zmagali się z dwiema kluczowymi siłami: ryzykiem politycznym i płynnością

Ostatecznie lepsza sytuacja polityczna i obietnica zwiększenia płynności w Europie pomogły ponownie doprowadzić do wzrostów na rynkach akcji. Nawet w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna wprowadziła trzecią rundę programu złagodzenia ilościowego lub, jak to obecnie nazywamy, nieskończonego złagodzenia ilościowego. Pomogło to doprowadzić do dalszych wzrostów ryzykownych klas aktywów, mimo że zmniejszyły się obawy związane z Europą, a zwiększyły się obawy dotyczące Stanów Zjednoczonych w związku z nowymi zagrożeniami wynikającymi z wyborów prezydenckich i klifu fiskalnego.

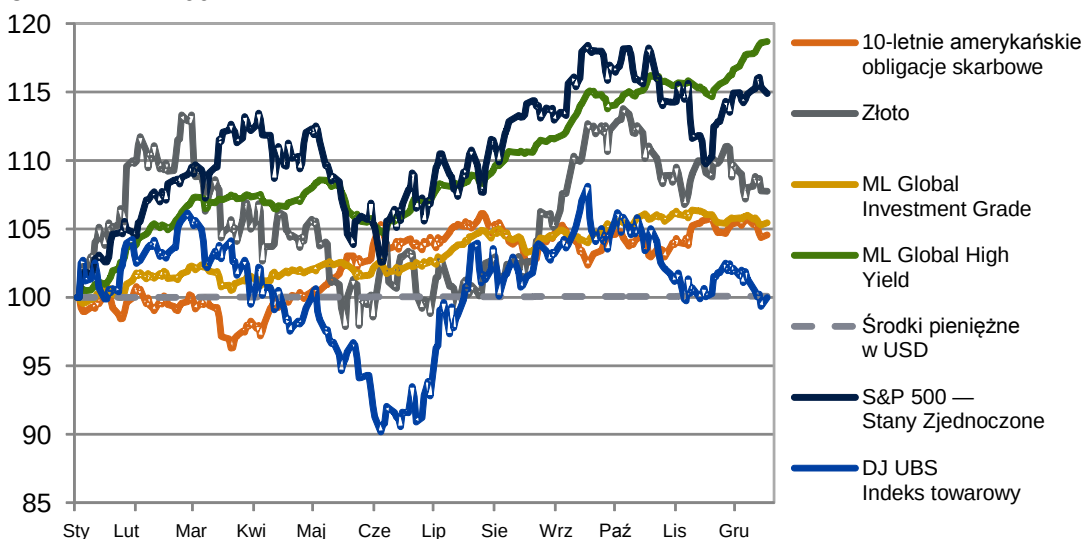
Rolę polityki i płynności odzwierciedla sposób, w jaki odbywał się obrót akcjami na rynkach światowych pod wpływem zmian ratingów (lub wskaźników C/Z), a nie zmian zysków (patrz wykres na pierwszej stronie). Ten okres, choć w mniejszym stopniu, był podobny do okresu podczas kryzysu finansowego.

Porównanie wyników osiągniętych przez różne kategorie aktywów

Patrząc na główne kategorie aktywów, łatwo dostrzec wpływ interwencji banku centralnego. Z wyjątkiem indeksu towarowego Dow Jones UBS, który można traktować jako reprezentatywny dla rynku towarów, wszystkie pozostałe główne klasy aktywów wypracowały w roku 2012 dodatnie stopy zwrotu (patrz wykres 1).

Wykres 1. Porównanie rynkowych stóp zwrotu z różnych kategorii aktywów

31.12.11 r. = 100



Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 17 Grudnia 2012 r. Wszystkie zwroty obliczono w oparciu o zwroty całkowite.

Wpływ płynności jest łatwy do dostrzeżenia: na koniec 2012 roku wszystkie główne klasy aktywów z wyjątkiem towarów odnotują wzrosty

Trwająca w Syrii wojna domowa oraz konflikt pomiędzy Iranem a Izraelem przyczyniły się do wzrostu cen ropy naftowej Brent z poziomu 103 dolarów amerykańskich za baryłkę na początku roku do 120 dolarów amerykańskich za baryłkę pod koniec Marca. Jednakże nasilenie niepewności w Europie oraz początek recesji w Chinach w Kwietniu i Maju szybko odwróciły ten trend i ceny ropy spadły w połowie Czerwca do poziomu 91 dolarów amerykańskich za baryłkę. W drugiej połowie 2012 roku poprawa nastrojów związanych z sytuacją w Europie przyczyniła się do wzrostu cen ropy oraz innych ryzykownych klas aktywów.

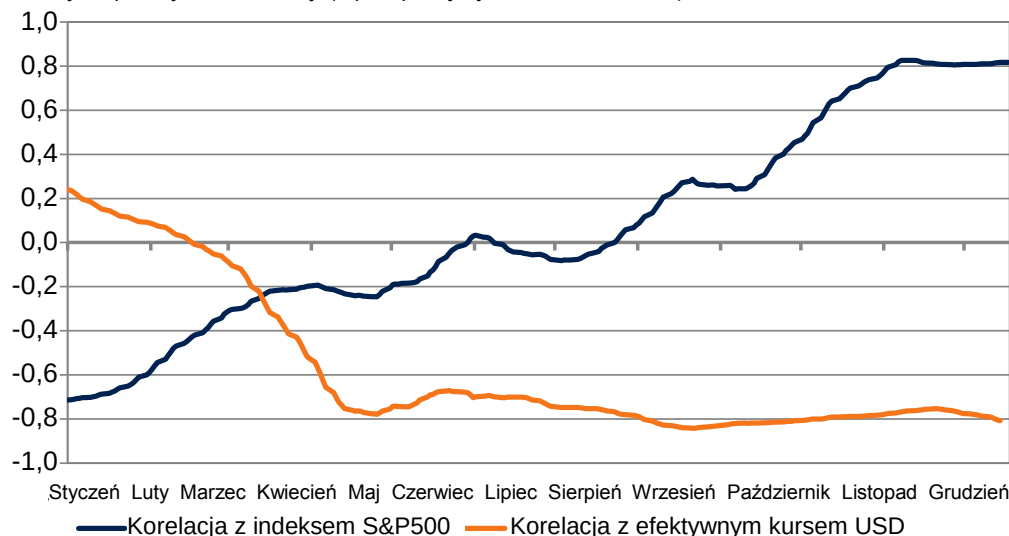
Ceny ropy pod koniec tego roku będą prawdopodobnie wyższe niż pod koniec 2011 roku, ale ogólna słabość indeksu towarowego wynika z sytuacji na rynku energii. Wzrost wydobycia gazu łupkowego, zwłaszcza w Ameryce Północnej, doprowadził do spadku cen gazu ziemnego (-29,6% odpowiedniego subindeksu DJ UBS). Rynek metali przemysłowych w 2012 roku również borykał się z trudnościami (wzrost jedynie o 1,8%), co odzwierciedla słabą sytuację makroekonomiczną zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się.

Lepiej radził sobie natomiast rynek metali szlachetnych, gdzie wzrost w 2012 roku wyniósł 9% (złoto wzrosło o 7%). Wraz z agresywnym rozszerzaniem bilansów przez banki centralne (patrz wykres 8 w następnym rozdziale) rośnie atrakcyjność złota i innych metali szlachetnych jako zabezpieczenia przed potencjalną inflacją. Jednakże po bliższym przyjrzeniu się sytuacji okazuje się, że złoto było traktowane bardziej jak ryzykowne klasy aktywów, z wyraźną pozytywną korelacją z akcjami oraz negatywną korelacją z dolarem amerykańskim (patrz wykres 2).

Towary to klasa bardzo niejednorodna, a obrót złotem i innymi metalami szlachetnymi przypominał obrót ryzykownymi klasami aktywów

Wykres 2. Złoto to znów ryzykowna inwestycja

Dzienny współczynnik korelacji (z perspektywy ostatnich 180 dni)



Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 14 Grudnia 2012 r.

W przypadku towarów rolnych, jak np. bawełny, wyniki w ciągu roku były zróżnicowane. Ceny bawełny spadły o 18%, a pszenicy wzrosły o 21%, przy czym tym ostatnim pomogły susze w Stanach Zjednoczonych w okresie wiosenno-letnim.

Na skutek zakupów banku centralnego i podwyższonego ryzyka rentowność obligacji rządowych osiągnęła nowe najniższe poziomy...

W roku, w którym po raz pierwszy od 2009 roku było realne widmo strat, aktywa o stałym przychodzie skorzystały ze zwiększonej interwencji banku centralnego. Wszystkie największe banki centralne dokonały lub zagroziły dokonaniem jakiejś interwencji, co pomogło ponownie obniżyć stopy zwrotu z obligacji rządowych do rekordowo niskiego poziomu. Stopa zwrotu z 10-letnich amerykańskich obligacji rządowych 24 Lipca osiągnęła poziom 1,39%, po czym wzrosła i wahała się od 1,54% do 1,86%. W Europie, gdzie płynność wzrosła najbardziej, stopy zwrotu z 10-letnich niemieckich obligacji rządowych osiągnęły w Lipcu poziom 1,17%, natomiast rentowność 2-letnich niemieckich obligacji rządowych spadła w Lipcu a także w Grudniu poniżej zera. Premia za posiadanie aktywów klasy AAA nadal

...co pomogło również instrumentom kredytowym.

wzrasta, zwłaszcza przy trwającym zwiększaniu przez banki wymagań dotyczących utrzymywania większych ilości bezpiecznych aktywów.

Na rynku akcji odnotowano kolejny niestabilny rok, co wynikało z silnych wpływów polityki oraz scenariuszy uwzględniających zdarzenia o niewielkim prawdopodobieństwie wystąpienia i dotkliwych skutkach. W 2012 roku w czterech z pięciu największych gospodarek świata odbyły się wybory: we Francji i niedawno w Japonii nastąpiła gruntowna zmiana na najwyższych szczeblach, a ponadto trwa obecnie transformacja władzy w Chinach. Jednakże, dzięki atrakcyjnej wycenie akcji pod koniec 2011 roku i dużej płynności finansowej, na rynkach akcji udało się pokonać polityczne trudności i wypracować zysk.

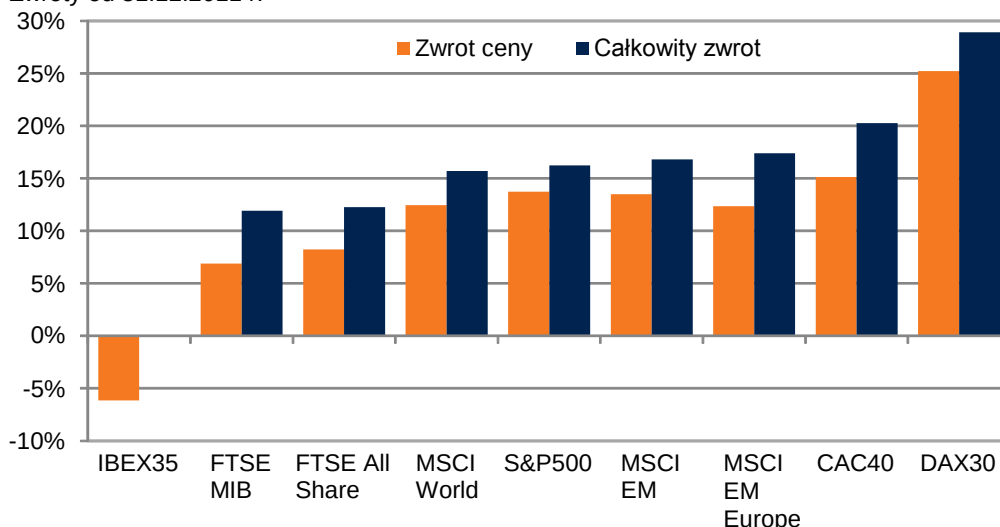
Akcje regionalne — porównanie

Na rynku akcji miał miejsce kolejny niestabilny rok, choć na koniec 2012 roku większość głównych indeksów odnotuje wzrosty

Gdy weźmie się pod uwagę dywidendy, to wyniki indeksu S&P500 są bardzo zbliżone do osiągniętych przez indeks MSCI World. Indeksy MSCI EM i EM Europe osiągnęły lepsze wyniki od indeksu globalnego i amerykańskiego, ale jedynie po wliczeniu dywidend, co sugeruje, że pomimo ogólnego ożywienia skłonności do ryzyka inwestorzy nadal wybierają akcje defensywne i o wysokiej jakości (patrz wykres 3 poniżej).

Wykres 3. Wyniki wybranych indeksów akcji

Zwroty od 31.12.2011 r.



Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 17 Grudnia 2012 r.

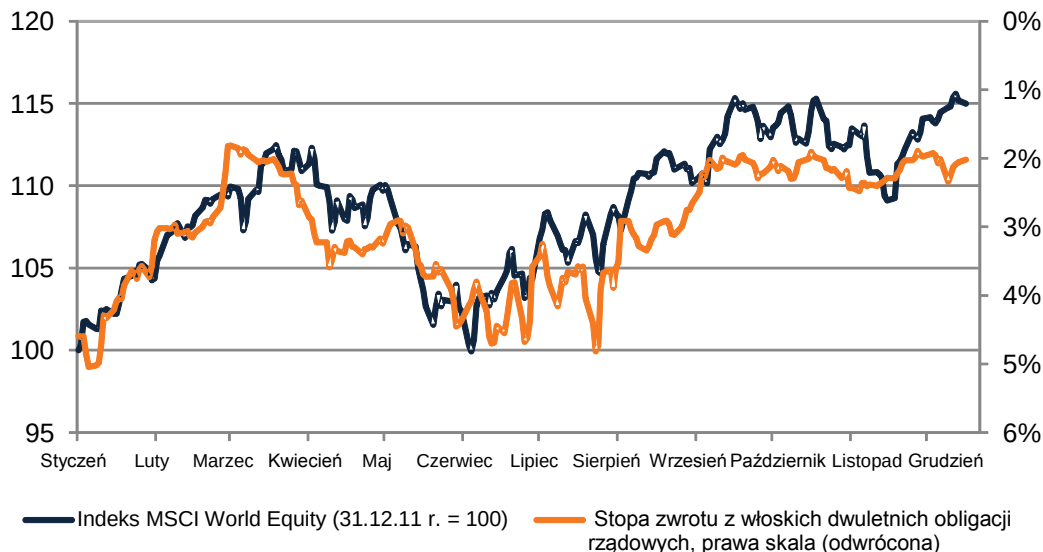
Najlepsze wyniki osiągnęły indeksy DAX i CAC, natomiast w krajach na peryferiach Europy odnotowano niższe wyniki (indeksy IBEX i FTSE MIB), co jest odzwierciedleniem wpływu kryzysu w strefie euro

Najlepsze wyniki wśród indeksów akcji osiągnęły niemiecki DAX30 (wzrost o 28,9%) oraz francuski CAC40 (wzrost o 20,3%), choć droga do takich wzrostów była kręta. Podczas wiosennej wyprzedaży bardziej defensywny indeks S&P500 wyprzedzał oba te indeksy. Inwestorzy musieli się najpierw przekonać, że nastąpiła istotna poprawa sytuacji politycznej oraz pozycji euro zanim ponownie zwrócili się w kierunku tych podstawowych rynków europejskich. Indeks EURO STOXX50, reprezentatywny dla całej Europy, osiągnął w 2012 roku jedynie nieznacznie lepszy wynik od indeksu S&P500, choć w całym roku akcje peryferyjnych krajów Europy uzyskały gorsze wyniki.

Wydarzenia polityczne w Europie były bez wątpienia kluczowymi czynnikami odpowiedzialnymi za wahania pomiędzy rynkami amerykańskim a europejskimi, jak również za całościową sytuację na rynku akcji w 2012 roku. Na przykład można było zaobserwować bardzo bliski związek pomiędzy rentownością 2-letnich włoskich obligacji rządowych a wynikami indeksu S&P500 (podobnie jak większości rynków akcji — patrz wykres 4 na następnej stronie). Choć w 2011 roku gwałtownie wzrosły spready obligacji rządowych Grecji, Irlandii i Portugalii, to w okresach skrajnego napięcia miało to jedynie negatywny wpływ na rynki. Ze względu na samą wielkość włoskiego rynku papierów dłużnych sytuacja Włoch ma dużo większe znaczenie.

Wykres 4. Rentowność europejskich obligacji rządowych siłą napędzającą rynki akcji na świecie

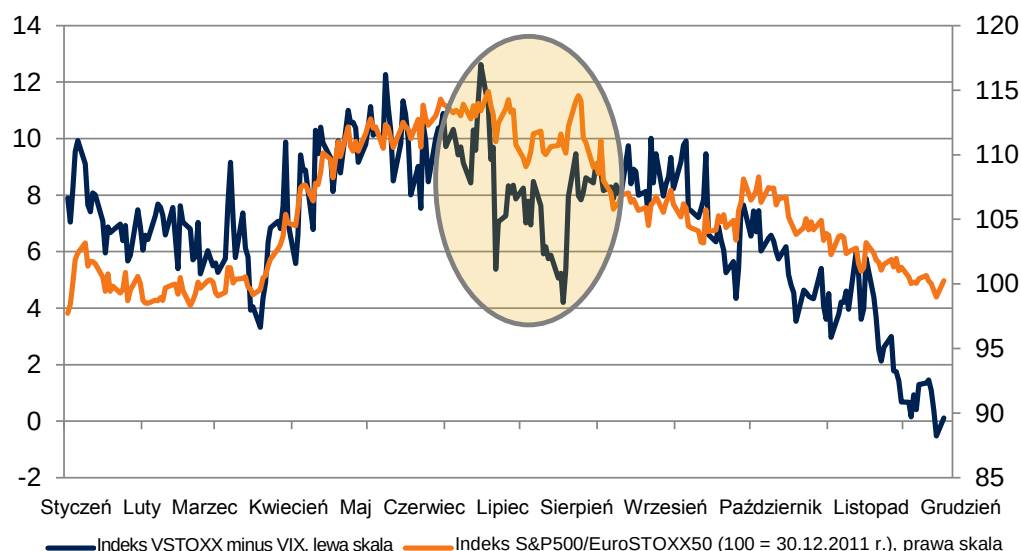
31.12.11 r. = 100



Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 17 Grudnia 2012 r.

Głównym trendem w 2012 roku była rywalizacja pomiędzy akcjami europejskimi a amerykańskimi. W pierwszym półroczu przewagę miały Stany Zjednoczone, a w drugim Europa. Znalazło to odzwierciedlenie w zmienności obu rynków.

Porównując wyniki akcji amerykańskich względem akcji europejskich, można dostrzec, że spadek względnej zmienności pomiędzy odpowiednimi rynkami akcji (VSTOXX vs. VIX) był w Czerwcu i Lipcu sygnałem do odejścia ze Stanów Zjednoczonych do Europy. Od tamtej pory zmienność na rynku europejskim maleje szybciej niż w przypadku amerykańskiego VIX, co może sugerować ponadprzeciętne wyniki w początkach 2013 roku (patrz wykres 5 poniżej).

Wykres 5. Zmienność maleje szybciej w Europie

Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 17 Grudnia 2012 r.

Waluty

W przypadku walut największą zmienność odnotowały pary z euro oraz waluty związane z euro

Biorąc pod uwagę pozycję Europy na pierwszej linii zmagania z niepewnością rynków, nie dziwi fakt, że za zmienność na rynku walut odpowiedzialne są w głównej mierze pary walutowe kwotowane w stosunku do euro lub walut mocno powiązanych z Europą poprzez handel lub bliskość geograficzną (np. funt brytyjski).

Na wykresie 6 (poniżej), sporządzonym w oparciu o indeksy Banku Anglii w odniesieniu do koszyka walutowego, widać, że dolar amerykański zakończy rok na niewielkim plusie. Euro, które w pewnym momencie straciło 5,6% wartości, niemalże odrobiło straty i zakończy ten rok, będąc około 0,2% na minusie.

Funt brytyjski ponownie uległ aprecjacji, w większym stopniu niż dolar amerykański i euro w odniesieniu do koszyka walutowego.

Interwencja walutowa pomogła ustabilizować kurs franka szwajcarskiego, natomiast kursy dolara australijskiego i kanadyjskiego pozostają bardzo zbliżone

Jen uległ największej deprecjacji na skutek deklaracji nowo wybranego rządu dotyczącej stymulowania gospodarki przez Bank Japonii.

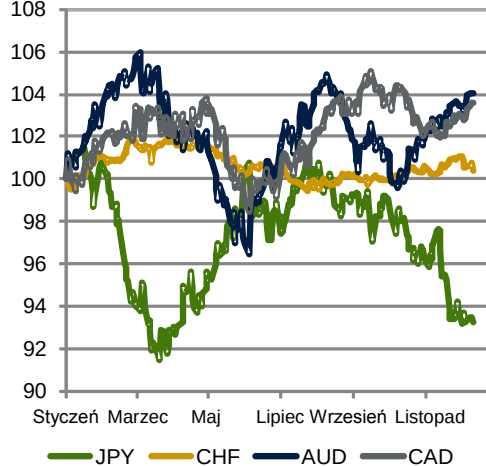
Tymczasem funt brytyjski nadal nieprzerwanie zyskuje na wartości w porównaniu do walut partnerów handlowych, co w 2012 roku przełożyło się na wzrost rzędu 3%. Zważywszy na to, że jest to czwarty rok z rzędu, w którym wzrost wartości funta przekracza analogiczne wzrosty dolara i euro (lub spadek wartości funta jest mniejszy od analogicznych spadków tychże walut), interesujące będzie, czy Bank Anglii pod rządami Marka Carneya weźmie pod uwagę bardziej bezpośrednie podejście do zarządzania walutą.

Wykresy 6 i 7. Wyniki głównych światowych walut

Efektywny kurs walutowy, 100 = 30.12.2011 r.



Efektywny kurs walutowy, 100 = 30.12.2011 r.



Źródło: Bank Anglii, Schroders. Zaktualizowano 14 Grudnia 2012 r.

Interwencja walutowa była w 2012 roku kluczem do utrzymania stabilności franka szwajcarskiego. Szwajcarski Bank Narodowy był zmuszony do gromadzenia dużych ilości zagranicznych aktywów, aby utrzymać kurs franka zbliżony do euro. W rezultacie frank szwajcarski był najbardziej stabilną z walut krajów rozwiniętych (wykres 7).

Nawet eksportowe waluty miały mieszane wyniki. Dolar australijski i kanadyjski przez większą część roku zachowywały się bardzo podobnie: sierpniowe i wrześniowe obawy o „twarde lądowanie” w Chinach obniżyły wartość dolara australijskiego w stosunku do dolara kanadyjskiego, choć ten pierwszy już odrobił straty i dla tej pary walutowej rok kończy się wzrostem wartości dolara australijskiego o 4,4% i dolara kanadyjskiego o 3,8%.

Nieoczekiwanie w 2012 roku największe wahania kursu odnotował jen, a biorąc pod uwagę stopień napięcia na rynkach finansowych, największą niespodzianką były spadki jego kursu. Od lata ta tradycyjnie defensywna waluta odnotowywała wyraźną deprecjację, która nasiliła się tuż przed zwycięstwem Shinzo Abe w wyborach parlamentarnych w Japonii. Obietnice Abe dotyczące wywarcia nacisku na Bank Japonii w celu zwiększenia inflacji i ożywienia gospodarki spotkały się z reakcją inwestorów zagranicznych, którzy zaczęli otwierać duże krótkie pozycje w jenie (wg. danych agencji CFTC krótkie pozycje netto są obecnie największe od Lipca 2007 roku). Oznacza to zatem podjęcie dalszych działań przez kolejny bank centralny. Oczywiście banki centralne krajów z rynków wschodzących również czasami dokonywały aktywnych interwencji na rynkach walutowych, zarówno w celu zwiększenia jak i obniżenia wartości swoich walut. Wydaje się mało prawdopodobne, aby ta tendencja miała zaniknąć bez skoordynowanych działań międzynarodowych.

**Banki centralne
zintensyfikowały
program
złagodzenia
ilościowego,
tworząc w ten
sposób wizję
opcji sprzedaży
w umysłach
inwestorów**

Perspektywy na rok 2013: nieograniczona płynność

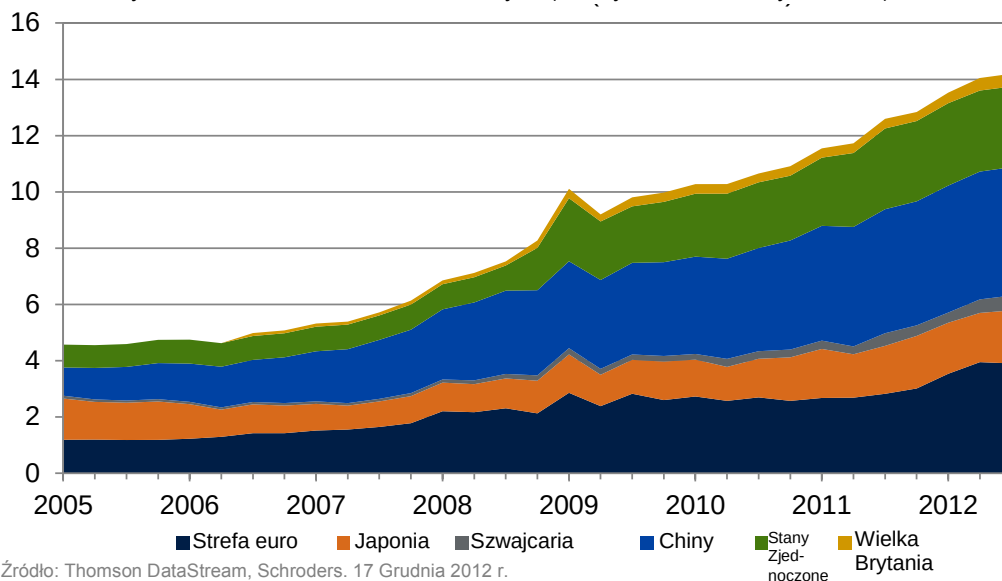
W zeszłym roku nasz plan na rok 2012 zakładał trudną sytuację makroekonomiczną, w której jednak decydenci zintensyfikowaliby wysiłki prowadzące do przywrócenia wzrostu gospodarczego. Zwróciliśmy uwagę na to, że być może potrzeba będzie kolejnego kryzysu, aby przybliżyć wprowadzenie rozwiązań politycznych, chociaż w ostatecznym rozrachunku ryzykowne klasy aktywów skorzystałyby z „luźniejszych” środków pieniężnych.

Wiele z tego się potwierdziło, a w odpowiedzi na działania banku centralnego na rynkach akcji pod koniec roku zaczęły się zwwyżki. We Wrześniu i ponownie w Grudniu Rezerwa Federalna zintensyfikowała program złagodzenia ilościowego. Bank Japonii (BoJ) również zwiększył zakup aktywów i w świetle zwycięstwa wyborczego japońskiej Partii Liberalno-Demokratycznej (LDP) jest gotowy do dalszych zakupów. Europejski Bank Centralny (EBC) nie może drukować pieniędzy, lecz pełne zaangażowanie Prezesa Mario Draghiego w „zrobienie wszystkiego” w celu zachowania euro oraz oświadczenie o planowanym zakupie papierów dłużnych w strefie euro są postrzegane jako rozwiązanie prawie idealne.

Poza tą wielką trójką odnotowaliśmy kontynuację programu złagodzenia ilościowego przez Bank Anglii oraz interwencję Szwajcarskiego Banku Narodowego na rynku forex. Biorąc pod uwagę Chiny, bilanse tych banków centralnych przekraczają obecnie 14 bln USD, co w porównaniu do poprzedniego roku stanowi wzrost o 1,4 bln USD, a w porównaniu do sytuacji z początku kryzysu z 2007 roku wzrost o 8 bln USD (wykres 8).

Wykres 8. Bilanse banków centralnych gwałtownie rosną

Wartość aktywów w bilansach banków centralnych (biliony dolarów amerykańskich)



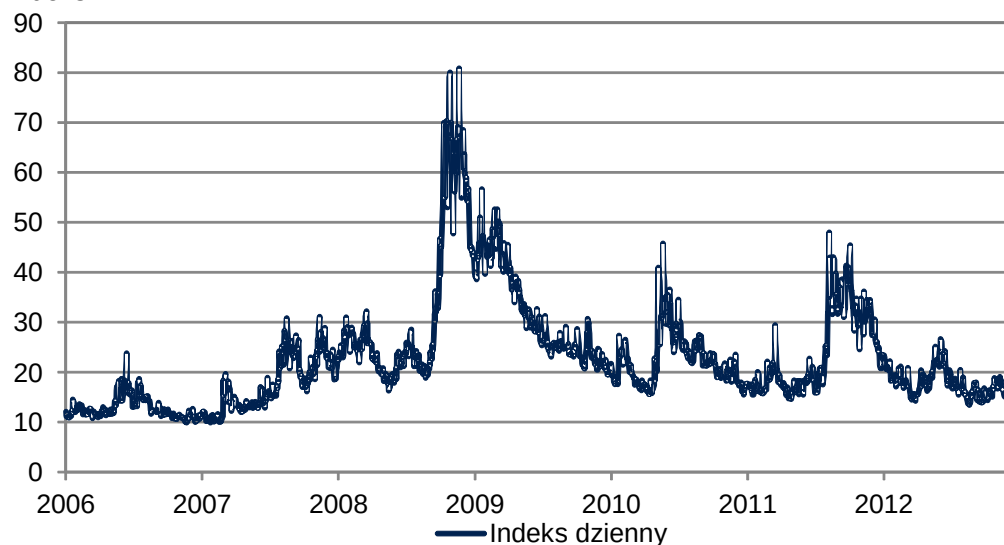
Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 17 Grudnia 2012 r.

Stłumiona zmienność

Patrząc z perspektywy rynku, istnieje przekonanie, że działania banków centralnych stanowią wsparcie dla wzrostu gospodarczego. Inwestorzy mówią o tzw. opcji sprzedaży Bernankego-Draghiego, gdzie słabszemu wzrostowi gospodarczemu przeciwstawia się łagodniejszą politykę pieniężną. Wsparcie dla takiego poglądu przyniosła ostatnia debata poświęcona zagadnieniu odejścia od polityki celu inflacyjnego na rzecz celu nadającego większą wagę realnym działaniom, takiemu jak nominalna wartość PKB. W ostatecznym rozrachunku doprowadziło to do redukcji ryzyka niektórych mało prawdopodobnych zdarzeń o dotkliwych skutkach w gospodarce światowej, zmniejszając zmienność (wykres 9 na następnej stronie) i zachęcając inwestorów do zainteresowania się bardziej ryzykownymi klasami aktywów z wykorzystaniem transakcji typu „carry trade” w celu osiągnięcia większego zysku.

Wykres 9. Zmienność zbliża się do poziomu sprzed kryzysu

Indeks VIX



Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 16 Grudnia 2012 r.

Dalsze naciski na drukowanie pieniędzy w 2013 roku

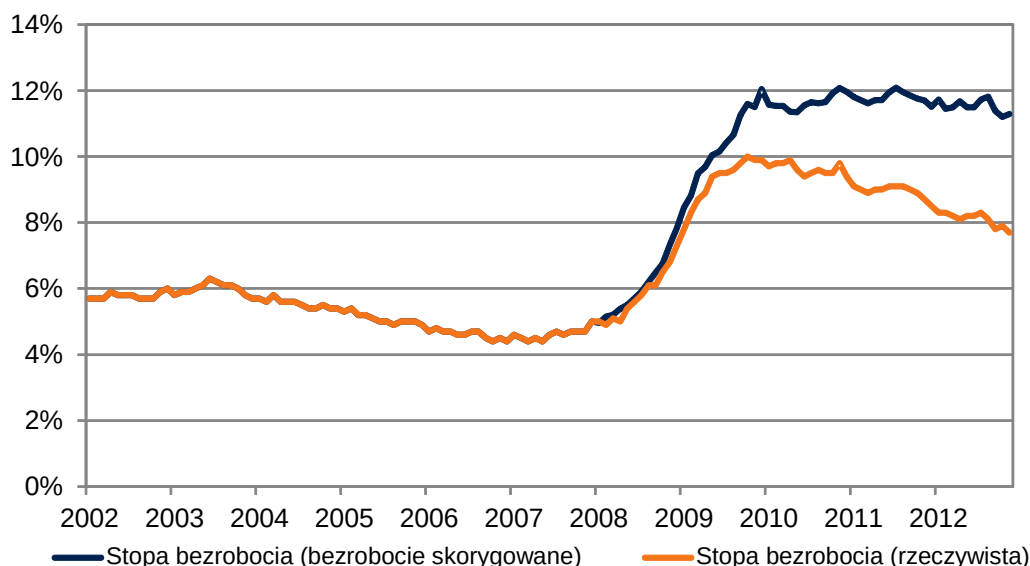
**Poziom
zatrudnienia, do
którego zmierza
Rezerwa
Federalna,
oznacza
powiększenie
skali programu
złagodzenia
ilościowego
w 2013 roku
o kolejny
bilion dolarów**

Wybiegając myślą w rok 2013, oczywiste jest, że płynność banku centralnego będzie odgrywać ważną rolę na rynkach finansowych, zwłaszcza, że oczekuje się, iż w 2013 roku Rezerwa Federalna doda kolejny bilion dolarów do swojego bilansu.

Podczas ostatniego spotkania Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (Federal Open Market Committee, FOMC), Rezerwa Federalna dała jednoznacznie do zrozumienia, że dopóki stopa bezrobocia będzie pozostawać na poziomie powyżej 6,5%, polityka będzie wyjątkowo przystosowawcza. Dopóki szacuje się, że inflacja (mierzona za pomocą deflatora konsumpcji podstawowej) pozostanie na poziomie nie większym niż pół punktu procentowego powyżej długoterminowego progu ustalonego przez Komitet na poziomie 2% i dopóki długoterminowe przewidywania dotyczące inflacji są stabilne, dopóty Rezerwa Federalna będzie dodrukowywać pieniądze.

Pomijając ryzyko związane z tym, że wyznaczanie jako celu zmiennej opóźnionej, jaką jest stopa bezrobocia, może w końcu doprowadzić do inflacji¹, przewidujemy, że Rezerwa Federalna będzie drukować pieniądze przez lata 2013 i 2014. Choć bezrobocie ostatnio spadło, to jest mało prawdopodobne, aby udało się je utrzymać na takim obniżonym poziomie. Ostatni spadek stopy bezrobocia do poziomu 7,7% był w znacznej mierze spowodowany zmniejszeniem się siły roboczej — czynnikiem, który przewodniczący Fed Ben Bernanke uwzględnił w całości przy ocenie warunków na rynku pracy (patrz wykres 10). Według naszych prognoz wzrost amerykańskiego PKB w latach 2013 i 2014 odpowiednio o 1,9% i 2,4% sprawi, że najprawdopodobniej stopa bezrobocia pozostanie na poziomie powyżej 7%. W konsekwencji bilans Rezerwy Federalnej wzrośnie o około 1 bilion USD w tym i następnym roku — do poziomu powyżej 4 bilionów USD.

¹Na ogół bank centralny nie wyznacza za cel realnej zmiennej, zwłaszcza takiej, która jest opóźniona. Ryzyko polega na tym, że skupianie się na bezrobociu spowoduje zbyt długie opóźnienie zaostrzania polityki pieniężnej, ponieważ będą już obecne siły zdolne do obniżenia bezrobocia poniżej jego naturalnego poziomu, co spowoduje przegrzanie gospodarki.

Wykres 10. Bezrobocie w USA, rzeczywiste i skorygowane według populacji osób aktywnych zawodowo

Zgodnie z założeniem bezrobocia skorygowanego o udział osób aktywnych zawodowo, począwszy od Stycznia 2008 roku stopa uczestnictwa była równa średniej stopie uczestnictwa z lat 2002–2007.

Źródło: St Louis Fed (FRED), Schroders. 18 Grudnia 2012 r.

Łącząc to ze zwiększonymi zakupami aktywów przez Bank Japonii dążący do realizacji celu inflacyjnego na poziomie 2% oraz z kontynuacją programu złagodzenia ilościowego przez Bank Anglii, można dojść do wniosku, że całkowity wzrost wartości aktywów banku centralnego osiągnie w 2013 roku poziom zbliżony do 2 bilionów USD. Ponadto spodziewamy się zwiększonych zakupów obligacji ze strony EBC, który rozpoczyna swój program bezpośrednich transakcji pieniężnych (OMT), chociaż zważywszy na sterylizowanie tej operacji, nie powinna ona mieć trwałego wpływu na bilans tego banku centralnego.

Należy spodziewać się dalszego ograniczenia zmienności oraz zwiększonych przepływów kapitałowych do gospodarek wschodzących

W wyniku tego zmienność powinna pozostać niewielka lub nawet ulec zmniejszeniu, zwłaszcza w perspektywie krótkoterminowej. Prawdopodobnie zaobserwujemy wyszukiwanie inwestycji o większym ryzyku w celu uzyskania wyższych stóp zwrotu, a zawężanie spreadów będzie kontynuowane. Oczekuje się wzrostu transgranicznych przepływów kapitałowych w miarę ożywienia transakcji „carry trade” przez inwestorów.

Grupą, jaka prawdopodobnie stanie się bardziej aktywna w tym obszarze w 2013 roku, są japońscy inwestorzy, którzy będą mieli do czynienia z osłabieniem waluty i wzrostem inflacji, jeśli japoński bank centralny osiągnie sukces. W konsekwencji prawdopodobnie zintensyfikują poszukiwanie stóp zwrotu, wywierając presję na wzrost bardziej rentownych walut, których większość znajduje się na rynkach wschodzących.

W ostatecznym rozrachunku do ożywienia rynkowego jest wymagany długoterminowy wzrost

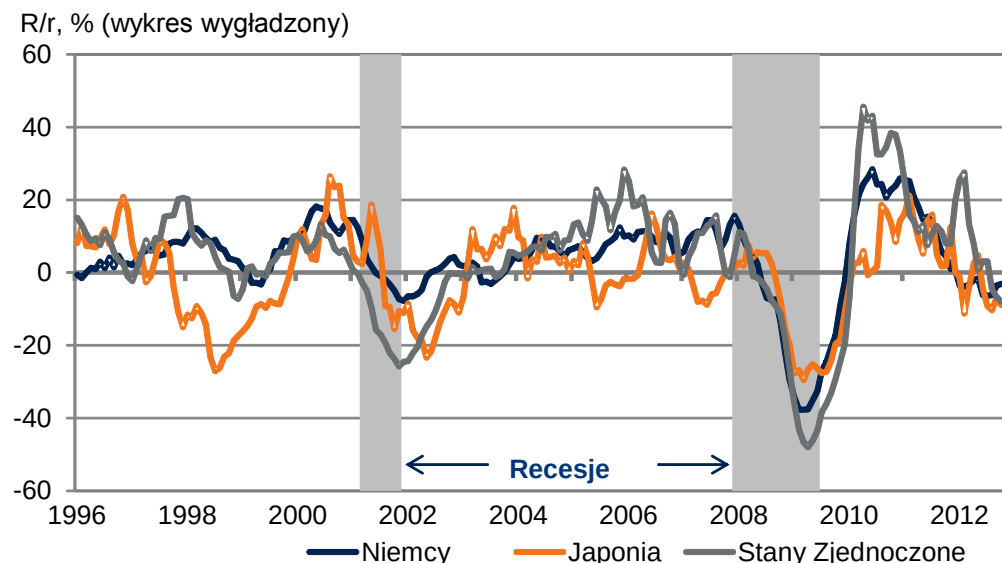
Mimo że wróży to dobrze inwestorom nabywającym ryzykowne klasy aktywów, wywieranie wpływu na rynki za pomocą płynności ma swoje granice. Ostatecznie do utrzymania ożywienia rynkowego będzie wymagany dowód na zwiększenie wzrostu gospodarczego. Złagodzenie ilościowe może spowodować zwiększenie „zwierzęcych instynktów” u inwestorów, ale sprawdzian będzie polegał na przełożeniu tego na gospodarkę realną. Jak objaśniono w aktualizacji naszej prognozy z poprzedniego miesiąca, gospodarka światowa doświadczy znacznych barier fiskalnych w 2013 roku, jak również stałych presji wynikających z oddłużania sektora prywatnego.

W odpowiedzi na program złagodzenia ilościowego firmy nie zwiększyły nakładów inwestycyjnych

Łagodzenie ilościowe jest istotnie powiązane z gospodarką realną za pomocą kosztu kapitału. Dzięki redukcji kosztu finansowania inwestowanie i rozszerzanie działalności spółek powinno okazać się bardziej zyskowne. Na szeroko pojmowanym poziomie makro ekonomiści często twierdzą, że powyższe zjawisko ma miejsce w przypadku, gdy stopy zwrotu z obligacji spadną poniżej tempa wzrostu nominalnego PKB.

Jednak chociaż warunki te wydają się spełnione, brak jest inwestycji ze strony spółek. Pomimo poprawy zysków i bilansów przedsiębiorstw liczba zamówień na dobra kapitałowe pozostaje niewielka na całym świecie (wykres 11).

Wykres 11. Liczba zamówień na dobra kapitałowe spadła w ujęciu globalnym



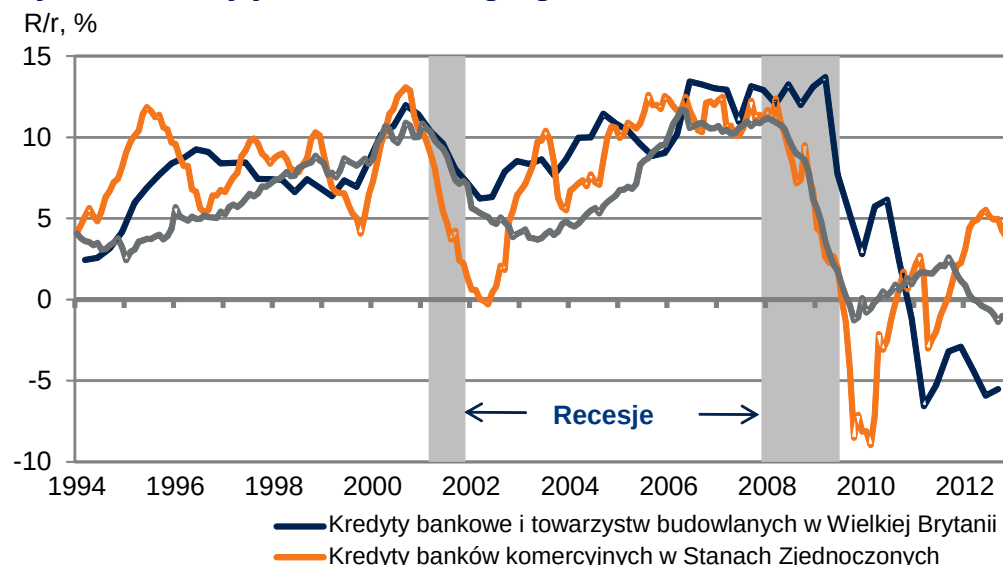
Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 19 Grudnia 2012 r.

Niepewność czy trwały wzrost awersji do ryzyka?

Jedno wyjaśnienie mówi, że niepewność powstrzymuje firmy przed inwestowaniem, a inne dotyczy przepaści fiskalnej w Stanach Zjednoczonych lub przyszłości euro w Europie. Jeśli to prawda, możemy zaobserwować silne ożywienie wydatków kapitałowych w 2013 roku, ponieważ bazujemy na tym, że gospodarka unika klifu fiskalnego oraz że po ostatnim porozumieniu z Grecją nastąpi okres względnego spokoju w strefie euro przez większą część 2013 roku. Jeśli nastąpiłaby reakcja w postaci nakładów inwestycyjnych, istniałoby ryzyko niedoszacowania naszej prognozy głównej, zwłaszcza że zmiany inwestycji przedsiębiorstw i zatrudnienia często występują razem, czego skutkiem byłby spadek bezrobocia.

Zgodnie z alternatywnym, bardziej pesymistycznym poglądem brak skłonności do podejmowania ryzyka przez przedsiębiorstwa stanowi trwały efekt kryzysu finansowego. Firmy nie chcą dłużej polegać na finansowaniu od banków i wołałyby dysponować własnymi zasobami. Przestraszyła je zapaść kredytowa. Zwiększyła się również ich awersja do ryzyka, tj. firmy zadowolają się mniej zyskowymi działaniami, zamiast podejmować ryzyko rozszerzenia działalności.

Innym wyjaśnieniem byłoby oczywiście to, że banki ciągle zamierzają zmniejszać swoje bilanse oraz nadal niechętnie udzielają pożyczek. Z pewnością wydaje się to prawdą w odniesieniu do Wielkiej Brytanii i pozostałej części Europy, chociaż w Stanach Zjednoczonych są oznaki, że ponownie pojawiły się zyski w wyniku bardziej agresywnej restrukturyzacji podczas spowolnienia. Dowodem na to jest model udzielania pożyczek wznowiony w Stanach Zjednoczonych, od którego jednak odchodzi się w Europie (wykres 12).

**Powrót firm
zombie?****Wykres 12. Kredyty bankowe według regionu**

Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 19 Grudnia 2012 r.

Obecnie obserwujemy wykorzystanie niskiego kosztu kapitału przez firmy, jednak jedynym tego celem jest restrukturyzacja istniejącego zadłużenia. Na rynkach dłużnych papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych i Europie nastąpił w tym roku duży wzrost emisji obligacji, wykorzystujący zainteresowanie inwestorów zwrotami. Wydawać by się mogło, że łagodzenie ilościowe może pomóc kredytobiorcom zmniejszyć koszty finansowania, a nie zachęcać do ponownego zadłużania się.

Czy to początek firm „zombie”?

Dowiemy się więcej w trakcie 2013 roku, ale pojawiła się obawa, że łagodzenie ilościowe może przynieść odwrotny skutek od zamierzonego. Na przykład jednym z zaskakujących przejawów obecnych wyników gospodarczych Wielkiej Brytanii jest niski poziom przejmowania hipotek oraz likwidacji firm, biorąc pod uwagę słaby wzrost. Uważa się to za jeden z sukcesów łagodnej polityki pieniężnej. Jednak niebezpieczeństwo polega na możliwym opóźnieniu trwałego ożywienia przez odkładanie restrukturyzacji gospodarczej wskutek niskich stóp procentowych. Pozwalają one nadal działać spółkom, które powinny zostać zamknięte.

**Czy program
złagodzenia
ilościowego tylko
opóźnia to, co
nieuniknione?**

Z tej perspektywy złagodzenie ilościowe opóźnia ponowną alokację kapitału w bardziej produktywnych obszarach gospodarki. Innymi słowy, złagodzenie ilościowe spowalnia proces kreatywnej destrukcji, prowadząc zamiast tego do tworzenia gospodarki firm „zombie” lub w niektórych przypadkach — gospodarstw domowych „zombie”. Według czasopisma Financial Times w ciągu ostatnich czterech miesięcy odnotowano 10-procentowy (do poziomu 160 000) wzrost liczby spółek, które są w stanie jedynie spłacać odsetki od zadłużenia, a Bank Anglii przypisał częściowo obniżenie średnioterminowych prognoz wzrostu przedsiębiorstwom, które po prostu nie przykładają wagi do poprawy działania. Podstawowa obawa dotyczy upodabniania się Wielkiej Brytanii i dużej części Europy do Japonii z sektorem przedsiębiorstw w stagnacji wspieranym niskimi stopami procentowymi.

Gospodarka Stanów Zjednoczonych oparta na wycenie rynkowej mogła uniknąć swojego losu, ponieważ banki finansują mniejszą część działalności — nieco poniżej 30% w porównaniu do 70–80% w Wielkiej Brytanii i strefie euro. Stąd też większe negatywne konsekwencje w ujęciu krótkoterminowym, ale w perspektywie długoterminowej gospodarka może przestawić się na trwalszą alokację zasobów. Jeśli Rezerwa Federalna również odniesie sukces w osłabianiu dolara amerykańskiego w ramach nieograniczonych operacji złagodzenia ilościowego, przewaga konkurencyjna Stanów Zjednoczonych tylko wzrośnie.

Rynki — dokąd teraz?

Płynność oraz działania banków centralnych będą głównymi motywami przewodnimi w 2013 roku — początkowo ze względu na wpływ, jaki mogą wywierać na rynki, a w ostatecznym rozrachunku ze względu na to, czy będą w stanie przywrócić wzrost gospodarczy. Obecnie przy ożywieniu na rynkach i wzroście skłonności do podejmowania ryzyka kwestia płynności nabiera dużego znaczenia. W połączeniu z atrakcyjnymi wycenami akcji trend ten powinien się utrzymać, chyba że Stany Zjednoczone wpadną w przepaść fiskalną — ten scenariusz stanowi największe zagrożenie dla gospodarki światowej, którym wcześniej był rozpad strefy euro.

Wraz z początkiem 2013 roku nastroje mają być zdominowane przez płynność, ale inwestorzy będą wymagać dalszych efektów w postaci wzrostu zysków

Ryzyko polityczne przekroczyło Ocean Atlantycki, kiedy Stany Zjednoczone przestraszyły inwestorów klifem fiskalnym. Jeśli do końca tego miesiąca dojdzie do porozumienia mającego na celu uniknięcie przepaści, zaistnieje potrzeba „negocjacji na dużą skalę” w pewnym momencie w 2013 roku. W przeciwnym wypadku nastąpiłoby kolejne obniżenie ratingu kredytowego Stanów Zjednoczonych.

Ryzyko polityczne w Europie nie zniknie całkiem. W Lutym odbędą się wybory we Włoszech, gdzie nastroje przeciwne oszczędnościom mogłyby doprowadzić do nieoczekiwanego rezultatu. Oczekujemy, że Partia Demokratyczna Piera Luigiego Bersaniego wygra i będzie nadal popierać działania na rzecz reform Mario Montiego, chociaż ryzyko powrotu Silvio Berlusconi na stanowisko premiera będzie budziło obawy inwestorów.

Wciąż czekamy, aż Hiszpania uruchomi bezpośrednie transakcje pieniężne Europejskiego Banku Centralnego, podczas gdy Portugalia i Irlandia będą usiłowały powrócić na rynek, aby również skorzystać z programu wykupu obligacji EBC.

W Niemczech również zostaną przeprowadzone wybory w 2013 roku. Sam wynik wyborów nie wywoła obaw, ale będą one wynikać raczej z zawieszenia przed wyborami w całej Europie. Czy ponowne wygranie wyborów może wzmocnić stanowisko Niemiec w sprawie krajów peryferyjnej Europy?

Jednak w ogólnym ujęciu jest prawdopodobne, że ryzyko polityczne będzie niższe niż w 2012 roku, a w świetle obniżenia ryzyka znacznych odchyłek zwrotów inwestorzy będą kwestionować premie płacone za bezpieczne obligacje rządowe o ujemnych stopach zwrotu po korekcie związanej z inflacją. Może to nałożyć presję na wzrost stóp zwrotu z obligacji, ponieważ inwestorzy zainteresują się bardziej ryzykownymi klasami aktywów o wyższych stopach zwrotu.

Widzimy możliwość kolejnych zmian wycen rynkowych w pierwszej połowie 2013 roku, ale ostatecznie inwestorzy będą wymagać dalszych efektów w postaci wzrostu zysków. Punkt krytyczny może nadejść mniej więcej w połowie roku, kiedy to inwestorzy będą poszukiwać oznak reakcji wzrostu na środki stymulacyjne związane z polityką.

Jeśli aktywność gospodarcza będzie pozostawać w zastoju zgodnie z naszymi oczekiwaniami, prawdopodobnie zyski przedsiębiorstw nie będą zadowalające, co spowoduje ponowne wystąpienie zmienności. Zakończą się przeszacowania, które decydowały o sytuacji na rynkach od lata (patrz wykres na pierwszej stronie).

Banki centralne mogą zareagować drukowaniem pieniędzy na jeszcze większą skalę (polityka Bernanke). Jednakże rynki mogą wtedy poddać w wątpliwość skuteczność programu złagodzenia ilościowego i zacząć zastanawiać się, czy jest on rzeczywiście rozwiązaniem, a nie problemem.

Jeśli banki centralne będą utrzymywać zwiększanie bezprecedensowej skali płynności zapewnianej na rynkach finansowych, prawdopodobnie wzrosną obawy dotyczące inflacji. Postrzegamy to jako zdarzenie o niewielkim prawdopodobieństwie wystąpienia i dotkliwych skutkach w 2013 roku, ale prawdopodobieństwo wciąż rośnie w miarę zwiększania płynności, natomiast możliwość uporządkowanego odejścia od łagodzenia ilościowego ulega ograniczeniu. W konsekwencji wzrośnie popyt na metale szlachetne, zwłaszcza na złoto, ze strony ostrożnych inwestorów oraz banków centralnych, u których obawy wzbudziły działania ich odpowiedników w innych krajach.

Wysiłki w celu rozdzielenia

Przed kryzysem finansowym w latach 2007–2008 do słownika inwestorów weszło nowe słowo: rozdzielanie. Koncepcja ta sugerowała, że kraje wschodzące zdołały oddzielić swój cykl gospodarczy od cyklu krajów rozwiniętych i ochronić się przed wstrząsami gospodarczymi zaawansowanych gospodarek. Pięć lat później uważamy, że ani w ujęciu makro, ani w ujęciu rynkowym nie wystąpił ten rezultat w stopniu, jaki był prawdopodobny według niektórych obserwatorów. Co więcej, chociaż nadal uważamy, że w perspektywie średnioterminowej gospodarki wschodzące będą coraz częściej same decydować o swoim losie, w krótkim okresie pozostają one jednak podatne na wyniki gospodarcze Stanów Zjednoczonych, Japonii i Europy Zachodniej.

Rozdzielenie nie nastąpiło od 2008 roku i w krótkiej perspektywie jest mało prawdopodobne

Zgodnie z hipotezą dotyczącą rozdzielania w miarę bogacenia się gospodarek wschodzących mogłyby one w coraz mniejszym stopniu polegać na popycie zewnętrznym, a coraz bardziej opierać się na popycie krajowym. Nastąpiłoby przejście na pozytywną ścieżkę rozwoju, gdyż wyższe dochody i bogactwo generują większą konsumpcję prywatną. W świetle faktu, że większość popytu pochodzi od konsumentów krajowych, wstrząsy konsumpcji w gospodarkach zaawansowanych nie powodowałyby dłużej tej samej szkody. Ponadto po kryzysie azjatyckim w późnych latach dziewięćdziesiątych wiele krajów z rynków wschodzących osiągnęło nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Dzięki temu zredukowano zależność tych państw od finansowania zewnętrznego (było to niezwykle istotne w procesie ograniczania podatności na odpływ kapitału) oraz umożliwiono poprawę współczynników aktywów obcych do zobowiązań. Wierzone, że to wystarczy, aby uodpornić te gospodarki na wstrząsy występujące w krajach rozwiniętych oraz umożliwić im wytyczanie własnej ścieżki wzrostu.

Znaczenie dolara

Kiedy jednak od rynku mieszkaniowego w Stanach Zjednoczonych rozpoczęła się światowa recesja w 2008 roku, stało się jasne, że proces rozdzielania nie był zakończony. Wraz ze spowolnieniem w krajach rozwiniętych nastąpiło spowolnienie w gospodarkach krajów wschodzących, a wiele z nich skurczyło się w tak dużym stopniu jak gospodarka Stanów Zjednoczonych.

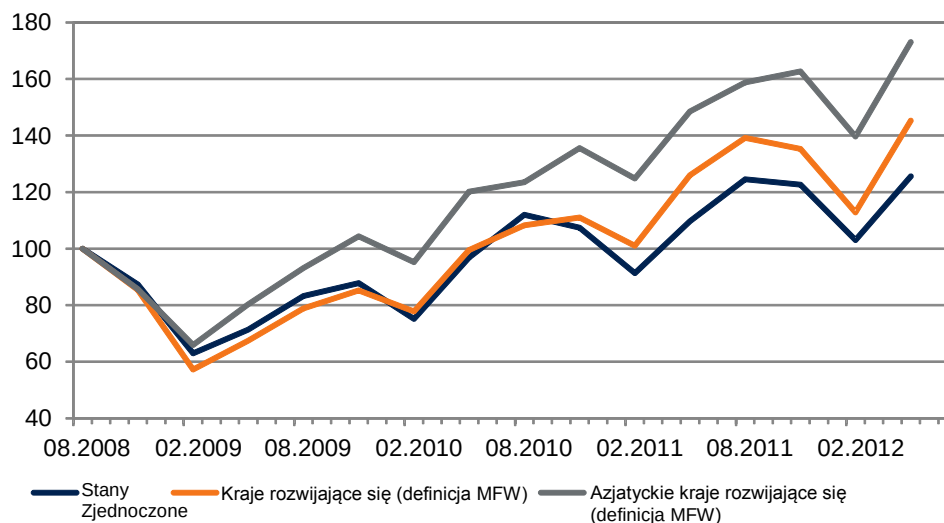
Część tego zjawiska można przypisać bezpośrednio spadkowi popytu na eksport do krajów rozwiniętych, ponieważ zachodni konsumenci i przedsiębiorstwa kontrolowali swoje wydatki. Jednak stanowi to wyjaśnienie zaledwie części spadku wielkości handlu i nie dotyczy gwałtownego osłabienia handlu wewnętrznego na rynkach wschodzących. Znaczna część spadku eksportu była natomiast spowodowana brakiem możliwości rozliczania handlu. Dolar amerykański pozostaje walutą, w której jest przeprowadzana większość międzynarodowych transakcji handlowych (z wyjątkiem handlu wewnętrznego w strefie euro). Kiedy zapas na rynku mieszkaniowym w Stanach Zjednoczonych przeobraziła się w kryzys bankowy, którego kulminacją był upadek banku Lehman Brothers, zniknęła globalna płynność dolara, co spowodowało zastój finansowania handlu na świecie.

W latach 2008–2009 handel wewnątrzny na rynkach wschodzących gwałtownie spadł na skutek braku dostępu do dolarów amerykańskich

Biorąc za przykład Chiny, jasne jest, że w wyjaśnieniu nieoddzielenia gospodarek krajów wschodzących w tym okresie rola dolara w rozliczeniach międzynarodowych jest równie ważna jak bezpośredni wpływ mniejszego popytu z Zachodu. Eksport do krajów rozwijających się (zgodnie z definicją MFW) spadł bardziej gwałtownie niż eksport do samych Stanów Zjednoczonych (wykres 13) pod koniec 2008 roku. Po przywróceniu płynności ożywił się handel wewnętrzny na rynkach wschodzących, ponieważ poprawa podstawowych czynników makroekonomicznych tych krajów umożliwiła ponowny wzrost gospodarek. Biorąc pod uwagę wpływ płynności dolara, oczywiste jest, że proces rozdzielania będzie trwał jeszcze długo — chociaż gospodarki krajów wschodzących mogą zmniejszyć zależność od krajów zaawansowanych pod względem popytu zewnętrznego (i dokonały tego), pozostaną podatne na zdarzenia w krajach rozwiniętych, które mogą wpłynąć na płynność dolara. Ten efekt wyjaśnia silne odbicie pod koniec 2009 roku oraz spadek na rynkach wschodzących w ciągu 2010 roku, kiedy to przywrócono globalną płynność dzięki działaniom amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz innych banków centralnych grupy G4 (Banku Anglii, Banku Japonii i EBC).

Wykres 13. Chiński eksport do Stanów Zjednoczonych i na rynki wschodzące

Indeks (III kw. 2008 r. = 100)



Źródło: Thomson Datastream, IMF Direction of Trade Statistics (DOTS), Schroders. Dane do drugiego kwartału 2012 r. 17 Grudnia 2012 r.

Znaczenie kapitału zagranicznego

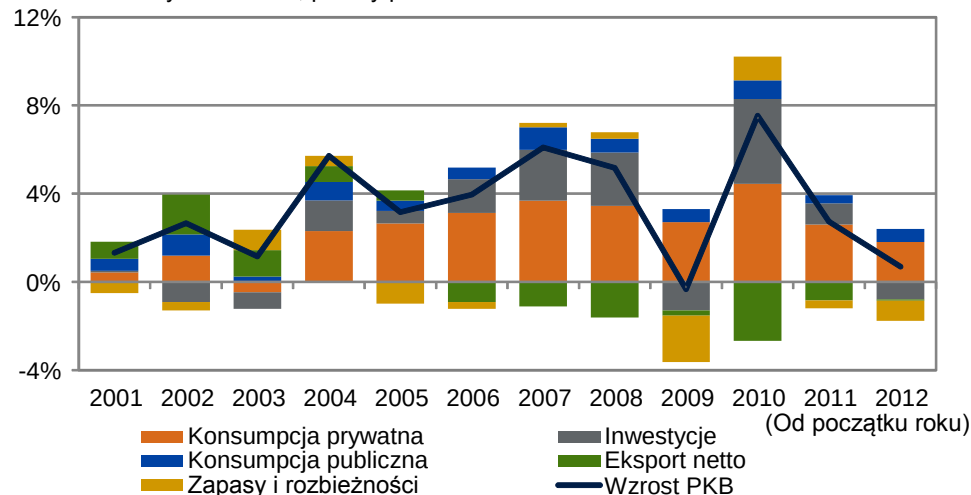
W ciągu ostatnich dwóch lat obserwowaliśmy spadek ożywienia w krajach rozwiniętych, ponieważ połączenie procesu redukcji dźwigni finansowej, wzrostu cen ropy, oszczędności fiskalnej oraz obaw dotyczących przyszłości strefy euro miało negatywny wpływ na aktywność. Ponownie nie zaobserwowaliśmy pomyślnego rozdzielania rynków wschodzących. Nastąpił spadek wzrostu w Chinach z poziomu około 10,5% w 2010 roku do szacowanej wysokości 7,8% w tym roku. Szacuje się, że wzrost Brazylii zmniejszył się z 7,5% do odrobinę ponad 1% w ciągu tego samego okresu. Podobne spowolnienie widoczne jest we wszystkich krajach rozwijających się.

Wraz z osłabieniem ożywienia gospodarczego w krajach rozwiniętych odnotowano również jego znaczący spadek na rynkach wschodzących

Co spowodowało ponowne spowolnienie w krajach rozwijających się w świetle dużo większej płynności dolara niż w okresie kryzysu finansowego? Słabe ożywienie w krajach rozwiniętych, w tym drugie dno recesji w Wielkiej Brytanii i strefie euro, wyraźnie wpłynęło na globalny popyt, co w oczywisty sposób było szkodliwe dla w dużym stopniu zależnych od eksportu gospodarek wschodnioazjatyckich. Jak jednak widać na przykładzie Brazylii (wykres 14), nie można wyjaśnić tym wszystkich zdarzeń dotyczących wielu krajów wschodzących, gdyż eksport netto w znacznie mniejszym stopniu przyczynia się do wzrostu niż inwestycje czy konsumpcja w kraju. Spowolnienie w Brazylii w ciągu ostatnich dwóch lat było spowodowane całkowicie zmniejszonym udziałem tych dwóch źródeł.

Wykres 14. Udział czynników po stronie popytu we wzroście Brazylii

Udział w rocznym wzroście, punkty procentowe

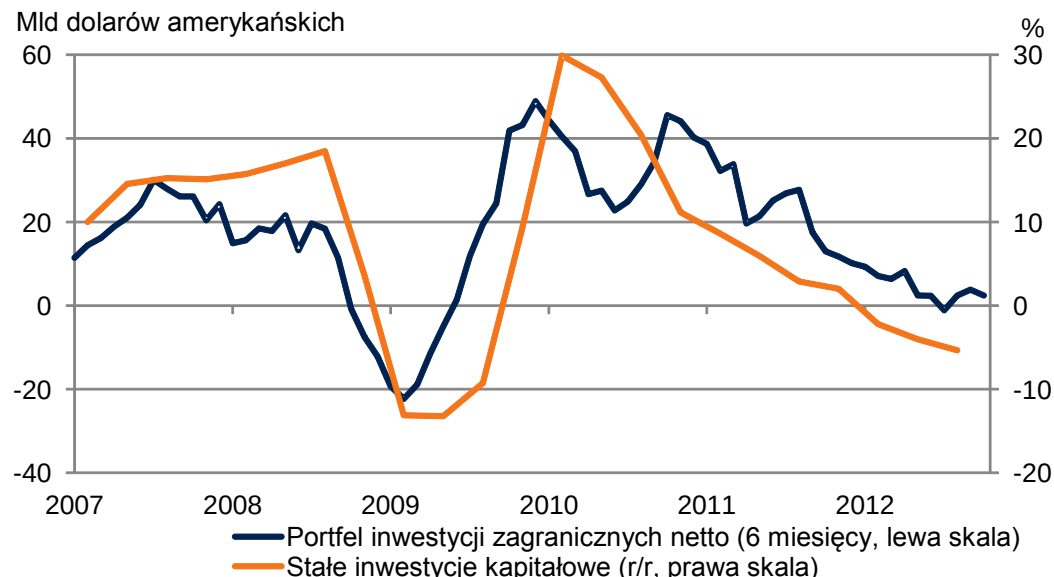


Źródło: Thomson DataStream, Schroders. 17 Grudnia 2012 r.

Odływ kapitału zagranicznego zahamował inwestycje

Główną przyczyną spowolnienia wzrostu w ciągu ostatnich dwóch lat był malejący udział inwestycji spowodowany w dużej części zmniejszonym napływem inwestycji zagranicznych (wykres 15). Kiedy przedsiębiorstwa w krajach rozwiniętych ograniczają operacje w obliczu niepewności dotyczącej kosztu i dostępności finansowania oraz wielkości zamówień, często wywiera to niekorzystny wpływ na inwestycje w gospodarkach rozwijających się (mimo że nierzadko są najbardziej korzystne i rentowne). Dowody z ostatnich kilku lat sugerują, że bogactwo w prywatnych rękach w krajach rozwijających się nadal nie wystarcza, aby zrekompensować szeroko zakrojone odpływy kapitału inwestorów z krajów rozwiniętych.

Wykres 15. Inwestycje w Brazylii są zależne od inwestorów zagranicznych



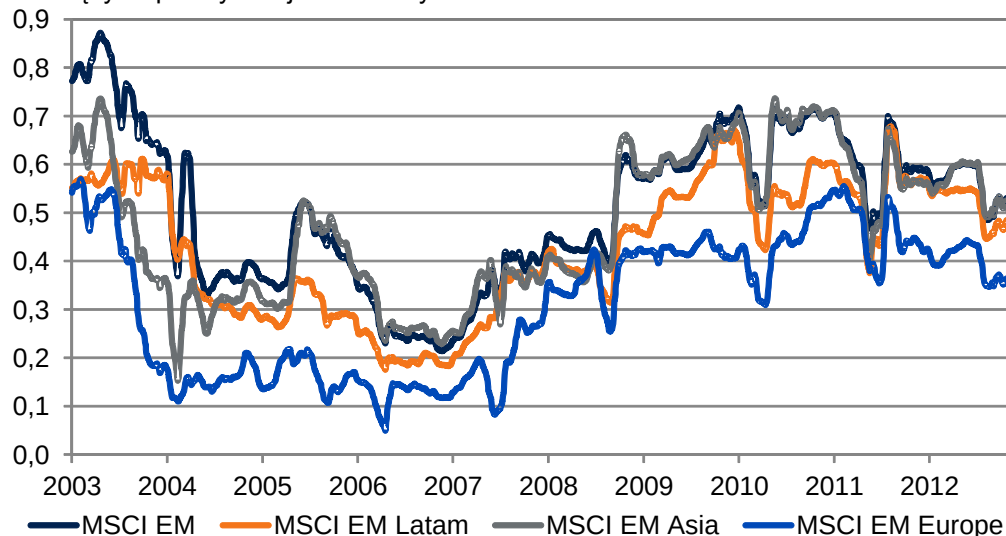
Źródło: Thomson Datastream, Schroders, 17 Grudnia 2012 r.

Ponadto wycofanie kapitału na rzecz bezpośrednich inwestycji lub rynków finansowych przyspiesza osłabienie waluty, zwiększając cenę importu. Przy zwalniającym wzroście dochodów oraz mniejszym bogactwie prywatnym pełniącym funkcję wsparcia skutki ponosi realna konsumpcja prywatna, co zmniejsza wzrost. Jest to szczególnie silne zjawisko w Brazylii, gdzie konsumpcja odpowiada za ponad 60% PKB.

Biorąc to pod uwagę, nie jest zaskoczeniem, że proces rozdzielania nie nastąpił na rynkach akcji ani nie wpłynął na dane makroekonomiczne. Korelacja wyników rynków wschodzących (wszystkie indeksy w dolarach) oraz indeksu S&P500 ukazuje, że rynki te nie tylko nie ustanowiły własnej trajektorii, ale stały się jeszcze bardziej powiązane z globalnymi warunkami od 2008 roku (wykres 16). Chociaż istnieją oznaki, że rynki wschodzące zaczynają ponownie uniezależniać się od rynków Stanów Zjednoczonych (kroczący wskaźnik beta spada), powiązanie pomiędzy indeksami akcji na rynkach wschodzących i rozwijających się jest wciąż znacznie podwyższone w stosunku do poziomów sprzed kryzysu. W krajach o niskim wzroście gospodarki rozwinięte oddłużają bilanse sektora prywatnego i publicznego, a na rynki globalne mają duży wpływ zarówno podstawowe czynniki makroekonomiczne, jak i zapewnianie płynności banków centralnych grupy G4, dlatego wzrost korelacji nie jest zaskakujący.

Wykres 16. Akcje na rynkach wschodzących nie oderwały się od ich odpowiedników na rynkach rozwiniętych

Kroczący współczynnik jednoroczny beta indeksu S&P500



Źródło: Thomson Datastream, Schroders, 14 Grudnia 2012 r.

Powrót do rozdzielania?

Czy proces rozdzielania może ponownie się rozpocząć, skoro do tej pory nie został zrealizowany? Chociaż istnieją powody, aby wierzyć, że rynki wschodzące będą napędzać własny wzrost w średnim i długim okresie, w krótkim terminie pozostają zależne od wyników zaawansowanych gospodarek. Trudno przewidzieć powrót do wysokiego tempa wzrostu sprzed 2007 roku (oraz z 2010 roku) w krajach wschodzących, gdy wciąż mamy do czynienia ze zmiennością rynku finansowego i anemicznym wzrostem gospodarek rozwiniętych, spowodowanymi ryzykiem politycznym oraz potrzebą poprawy bilansów sektora prywatnego i publicznego.

Wzrost gospodarczy na rynkach wschodzących wciąż zależy od ryzyka makroekonomicznego i politycznego w krajach rozwiniętych

Gospodarki wschodzące pozostają podatne na znaczne zmiany globalnej perspektywy makroekonomicznej. Nasze scenariusze prognoz opublikowane w Stanowisku z ubiegłego miesiąca podkreślają tę kwestię. Chociaż nasza prognoza podstawowa dla Chin przewiduje wzrost na poziomie 8% w 2013 roku, scenariusze obejmują zakres od 5,7% (całkowity rozpad strefy euro) do 9,1% (rozwiązanie kryzysu euro). Podobny efekt ma miejsce w trzech innych głównych gospodarkach wschodzących, których wyraźnie dotyczy nasza prognoza (Brazylia, Indie i Rosja). Rozbieżność możliwych ścieżek rozwoju zależnych od zdarzeń zewnętrznych podkreśla wyzwania, w obliczu których nadal stoją gospodarki wschodzące.

Pomimo gromadzenia bogactwa w tych krajach, są one wciąż bezpośrednio narażone na wstrząsy konsumpcyjne w gospodarkach rozwiniętych, takie jak wzrost cen ropy lub skok stopy oszczędności. Nawet jeśli ich modele eksportu przesuną się od gospodarek zaawansowanych w stronę rynków rozwijających się, a zrównoważenie przeobrazi się we wzrost pobudzany wewnętrznie, pozostaną one zdane na globalne zapewnianie płynności, pod wpływem warunków politycznych i panujących na rynkach finansowych. W tym zakresie pozostają w ogromnym stopniu zależne od działań Rezerwy Federalnej. Ponadto zdarzenia, które prawdopodobnie spowodują ogromne napięcie rynkowe (takie jak ponowne obawy o przyszłość euro), zapewne wywołają odpływ kapitału z tych gospodarek wschodzących, czym zahamują inwestycje.

Przyszłe umiędzynarodowie nie renminbi mogłoby przyspieszyć proces rozdzielania

W horyzoncie średnioterminowym jednym z największych bodźców procesu rozdzielania będzie szybkość wprowadzania reform towarzyszących umiędzynarodowieniu chińskiego renminbi. Jak zauważono wcześniej, przytłaczająca większość handlu pomiędzy krajami rozwijającymi się jest rozliczana w dolarach, co naraża te państwa na potencjalne silne wstrząsy handlowe powodowane brakiem możliwości zdobycia waluty. Jeśli Chińczycy zaczną liberalizować swój rachunek kapitałowy, co umożliwi łatwiejszy przepływ pieniędzy do kraju oraz z niego, prawdopodobnie nastąpi znaczny wzrost

odsetku handlu rozliczanego w renminbi. Nie będzie to również ograniczone do konsumentów i przedsiębiorstw chińskich — wiele gospodarek wschodzących, zwłaszcza we wschodniej Azji, chętnie przyjąłoby możliwość rozliczania transakcji handlowych w renminbi. Jeśli będzie to miało miejsce, zmniejszy się zależność krajów rozwijających się od dolara, co umożliwi dalszy rozwój procesu rozdzielania.

Ponadto w miarę wzrostu poziomu bogactwa krajów rozwijających się prawdopodobnie zaobserwujemy więcej inwestycji w nich samych. Chiny prowadzą pod tym względem, ponieważ realizują kilka szeroko zakrojonych projektów inwestycyjnych na innych rynkach wschodzących (szczególnie tych, na których istnieją bogate zasoby naturalne). Pozwoli to gospodarkom rozwijającym się oddzielić swój cykl od cyklu krajów rozwiniętych, co zmniejszy ryzyko nagłego odpływu kapitału inwestorów zachodnich i wynikły wpływ na inwestycje w tych krajach. Jednak w przypadku umiędzynarodowienia renminbi nastąpi to w średnim terminie.

Kraje wschodzące dysponują oczywiście bronią, której nie mają rynki rozwinięte i która może napędzać proces rozdzielania — środkami stymulacyjnymi. W świetle zbliżania się polityki monetarnej do granicy zerowej oraz ścisłego ograniczenia polityki fiskalnej pozostają niewielkie możliwości łagodzenia polityki w krajach rozwiniętych w celu dalszego napędzania wzrostu. Jednak gospodarki wschodzące mają w razie potrzeby dużo większe możliwości dalszego łagodzenia ze względu na zdrowsze finanse publiczne i wciąż nienaruszony mechanizm polityki monetarnej. Gdyby zostało to wykorzystane, ścieżki rozwoju krajów rozwiniętych i rozwijających znacznie by się rozbiegły.

Skala łagodzenia potrzebnego w krajach wschodzących do radykalnej zmiany ścieżki rozwoju, biorąc pod uwagę obecną sytuację krajów rozwiniętych, nie wydaje się jednak możliwa, ponieważ decydenci faworyzują, ogólnie rzecz biorąc, dużo bardziej ostrożne podejście do łagodzenia. Chociaż pozostaje to prawdą, w świetle umiędzynarodowienia renminbi oraz długoterminowych procesów zwiększonych bezpośrednich inwestycji wewnętrznych w krajach wschodzących perspektywy rozdzielania w ciągu następnych dwóch lat wydają się niewielkie.

Prognoza podstawowa spółki Schroders

Realny PKB

R/r (%)	Waga (%)		2011	2012	Poprz.	2013	Poprz.	Consensus	2014	Consensus
Świat	100	2,9	2,4	(2,4)	2,4	(2,4)	2,5	3,1	nie dotyczy	
Kraje rozwinięte*	65,2	1,5	1,2	(1,2)	1,0	(1,0)	1,0	1,8	nie dotyczy	
Stany Zjednoczone	23,6	1,8	2,3	↑ (2,2)	1,9	(1,9)	1,9	2,4	nie dotyczy	
Strefa euro	20,4	1,6	-0,4	(-0,4)	-0,3	(-0,3)	-0,1	0,9	nie dotyczy	
Niemcy	5,6	3,1	1,0	(1,0)	0,7	(0,7)	0,7	2,0	nie dotyczy	
Wielka Brytania	3,8	0,9	-0,1	(-0,1)	1,0	(1,0)	1,1	1,3	nie dotyczy	
Japonia	9,2	-0,5	2,1	↑ (1,7)	0,4	(0,4)	0,6	1,6	nie dotyczy	
Rynki wschodzące łącznie**	34,8	5,7	4,7	(4,7)	5,2	(5,2)	5,3	5,5	nie dotyczy	
Kraje BRIC	21,1	6,3	5,7	(5,7)	6,3	(6,3)	6,5	6,6	nie dotyczy	
Chiny	11,4	8,1	7,7	(7,7)	8,0	(8,0)	8,1	8,2	nie dotyczy	

Wskaźnik CPI (inflacja)

R/r (%)	Waga (%)		2011	2012	Poprz.	2013	Poprz.	Consensus	2014	Consensus
Świat	100	3,3	2,8	(2,8)	2,7	(2,7)		2,8	2,6	nie dotyczy
Kraje rozwinięte*	65,2	2,5	1,9	(1,9)	1,5	↓ (1,6)		1,7	1,5	nie dotyczy
Stany Zjednoczone	23,6	3,2	2,2	(2,2)	1,6	(1,6)		2,0	1,6	nie dotyczy
Strefa euro	20,4	2,7	2,6	(2,6)	2,0	(2,0)		1,9	1,7	nie dotyczy
Niemcy	5,6	2,5	2,1	(2,1)	2,1	(2,1)		1,9	1,8	nie dotyczy
Wielka Brytania	3,8	4,5	2,9	(2,9)	2,8	(2,8)		2,9	2,8	nie dotyczy
Japonia	9,2	-0,5	-0,5	(-0,5)	-0,6	(-0,6)		-0,2	-0,4	nie dotyczy
Rynki wschodzące łącznie**	34,8	4,8	4,5	(4,5)	4,9	(4,9)		4,8	4,7	nie dotyczy
Kraje BRIC	21,1	4,6	4,3	(4,3)	4,8	(4,8)		4,6	4,4	nie dotyczy
Chiny	11,4	3,0	2,8	(2,8)	3,6	(3,6)		3,2	3,6	nie dotyczy

Stopy procentowe

% (Grudzień)	Obecnie	2011	2012	Poprz.	Rynek	2013	Poprz.	Rynek	2014	Rynek
Stany Zjednoczone	0,25	0,25	0,25	(0,25)	0,31	0,25	(0,25)	0,36	0,25	0,52
Wielka Brytania	0,50	0,50	0,50	(0,50)	0,51	0,50	(0,50)	0,50	0,50	0,68
Strefa euro	0,75	1,00	0,75	(0,75)	0,18	0,75	(0,75)	0,22	0,75	0,47
Japonia	0,09	0,08	0,08	(0,08)	0,31	0,08	(0,08)	0,27	0,08	0,28
Chiny	6,00	6,56	6,00	(6,00)	-	5,75	(5,75)	-	6,00	-

Inne parametry polityki monetarnej

(W ciągu roku lub do Grudnia)	Obecnie	2011	2012	Poprz.	2013	Poprz.	2014
QE w St. Zjedn. (mld dolarów)	1660	1663	1915	(1915)	59	(59)	15
QE w Wlk. Bryt. (mld funtów)	325	249	375	(375)	57	(57)	11
LTRO w strefie euro	NIE	TAK	TAK	TAK	57	(57)	8
RRR w Chinach (%)	20,00	21,00	20,00	20,00	57,00	57,00	8,00

Kluczowe zmienne

Waluty	Obecnie	2011	2012	Poprz.	R/r(%)	2013	Poprz.	R/r(%)	2014	R/r(%)
USD/GBP	1,58	1,55	1,60	(1,60)	3,0	1,52	(1,52)	-5,0	1,50	-1,3
USD/EUR	1,27	1,30	1,25	(1,25)	-3,7	1,20	(1,20)	-4,0	1,15	-4,2
JPY/USD	80,2	76,9	82,0	(82,0)	6,6	84,0	(84,0)	2,4	90,0	7,1
GBP/EUR	0,80	0,84	0,78	(0,78)	-6,5	0,79	(0,79)	1,1	0,77	-2,9
RMB/USD	6,23	6,29	6,20	(6,20)	-1,5	6,10	(6,10)	-1,6	6,00	-1,6
Towary										
Ropa naftowa Brent	109,5	108	111,6	(112)	3,0	106,0	(106)	-5,0	101,5	-4,2

Źródło: Schroders, Thomson Datastream, Consensus Economics, Grudzień 2012 r.

Dane rynkowe na 14.11.2012 r.

***Rynki rozwinięte:** Australia, Kanada, Dania, strefa euro, Izrael, Japonia, Nowa Zelandia, Singapur, Szwecja, Szwajcaria, Szwecja, Szwajcaria, Wielka Brytania, Stany Zjednoczone.

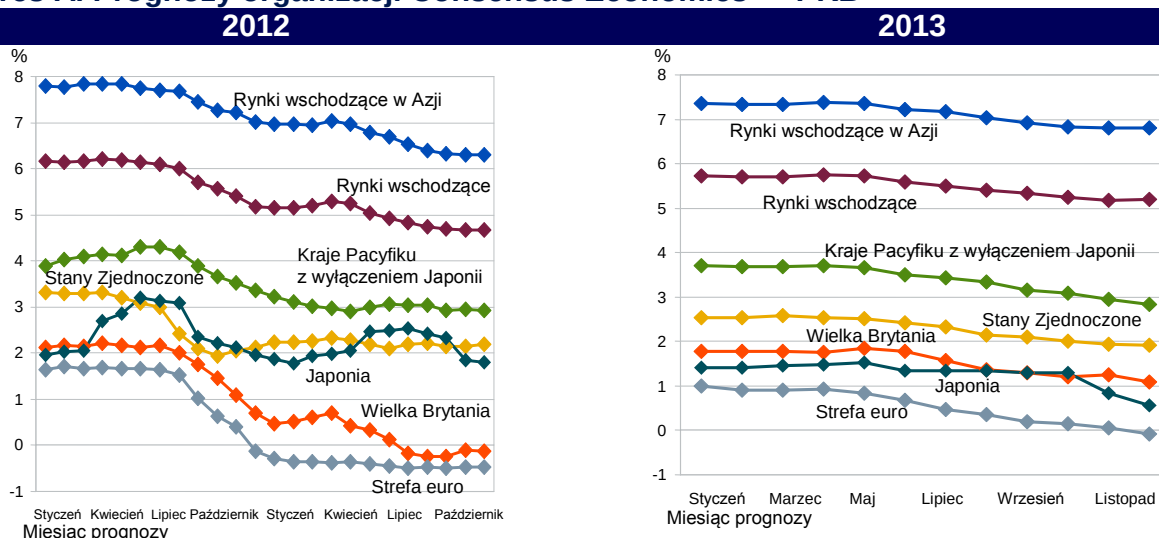
****Rynki wschodzące:** Argentyna, Brazylia, Chile, Kolumbia, Meksyk, Peru, Wenezuela, Chiny, Indie, Indonezja, Malezja, Filipiny, Korea Południowa, Tajwan, Tajlandia, RPA, Rosja, Czechy, Węgry, Polska, Rumunia, Turcja, Ukraina, Bułgaria, Chorwacja, Łotwa, Litwa.

Uwaga: Powyższe dane zostały zaktualizowane przy uwzględnieniu zmian danych historycznych oraz szacunków instytucji Consensus. Element prognozy dotyczący przyszłości nie uległ zmianie.

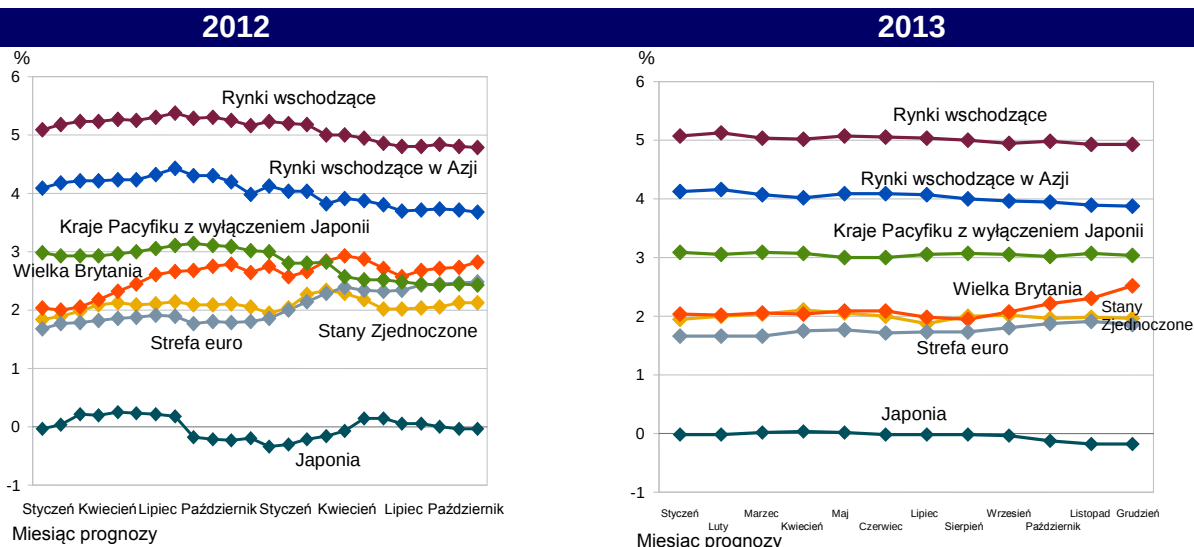
I. Zaktualizowane wykresy prognoz — Consensus Economics

W przypadku rynków wschodzących, rynków wschodzących z Azji oraz krajów Pacyfiku z wyłączeniem Japonii prognozy na temat wzrostu i inflacji są ważone względem PKB i obliczane przy użyciu prognoz organizacji Consensus Economics dla poszczególnych krajów.

Wykres A. Prognozy organizacji Consensus Economics — PKB



Wykres B. Prognozy organizacji Consensus Economics — inflacja



Źródło: Consensus Economics (Grudzień 2012 r.), Schroders

Kraje Pacyfiku z wyłączeniem Japonii: Australia, Hongkong, Nowa Zelandia, Singapur

Rynki wschodzące w Azji: Chiny, Indie, Indonezja, Malezja, Filipiny, Korea Płd., Tajwan, Tajlandia

Rynki wschodzące: Chiny, Indie, Indonezja, Malezja, Filipiny, Korea Południowa, Tajwan, Tajlandia, Argentyna, Brazylia, Kolumbia, Chile, Meksyk, Peru, Wenezuela, RPA, Czechy, Węgry, Polska, Rumunia, Rosja, Turcja, Ukraina, Bułgaria, Chorwacja, Estonia, Łotwa, Litwa

W niniejszym dokumencie zawarto poglądy i opinie zespołu ekonomistów spółki Schroder Investments Management, które nie muszą odpowiadać poglądom wyrażonym lub opisanym w ramach innych przekazów, strategii lub funduszy spółki Schroders.

Ważne informacje: Poglądy i opinie prezentowane w niniejszym dokumencie należą do Schroder Investments Management i nie muszą odzwierciedlać poglądów wyrażanych lub przedstawianych w innych komunikatach i strategiach spółki Schroders lub za pośrednictwem jej innych funduszy.

Niniejszy dokument powstał wyłącznie w celu informacyjnym i w żadnym aspekcie nie ma stanowić materiału promocyjnego. Niniejszy materiał nie ma charakteru oferty ani ubiegania się o zakup lub sprzedaż jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy materiał nie ma na celu udzielania porad księgowych, prawnych ani podatkowych czy wskazówek inwestycyjnych i w tych kwestiach nie należy polegać na zaczerpniętych zeń informacjach. Uważa się, że zawarte tu informacje są rzetelne, ale spółka Schroders nie gwarantuje ich pełności ani dokładności. Nie przyjmujemy odpowiedzialności za błędy co do faktów i opinii. Nie należy opierać się na poglądach i informacjach zawartych w dokumencie, podejmując indywidualne decyzje inwestycyjne i/lub strategiczne.

Wydawca: Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, spółka upoważniona i nadzorowana przez Financial Services Authority. Dla Państwa bezpieczeństwa kontakty mogą być nagrywane lub monitorowane.