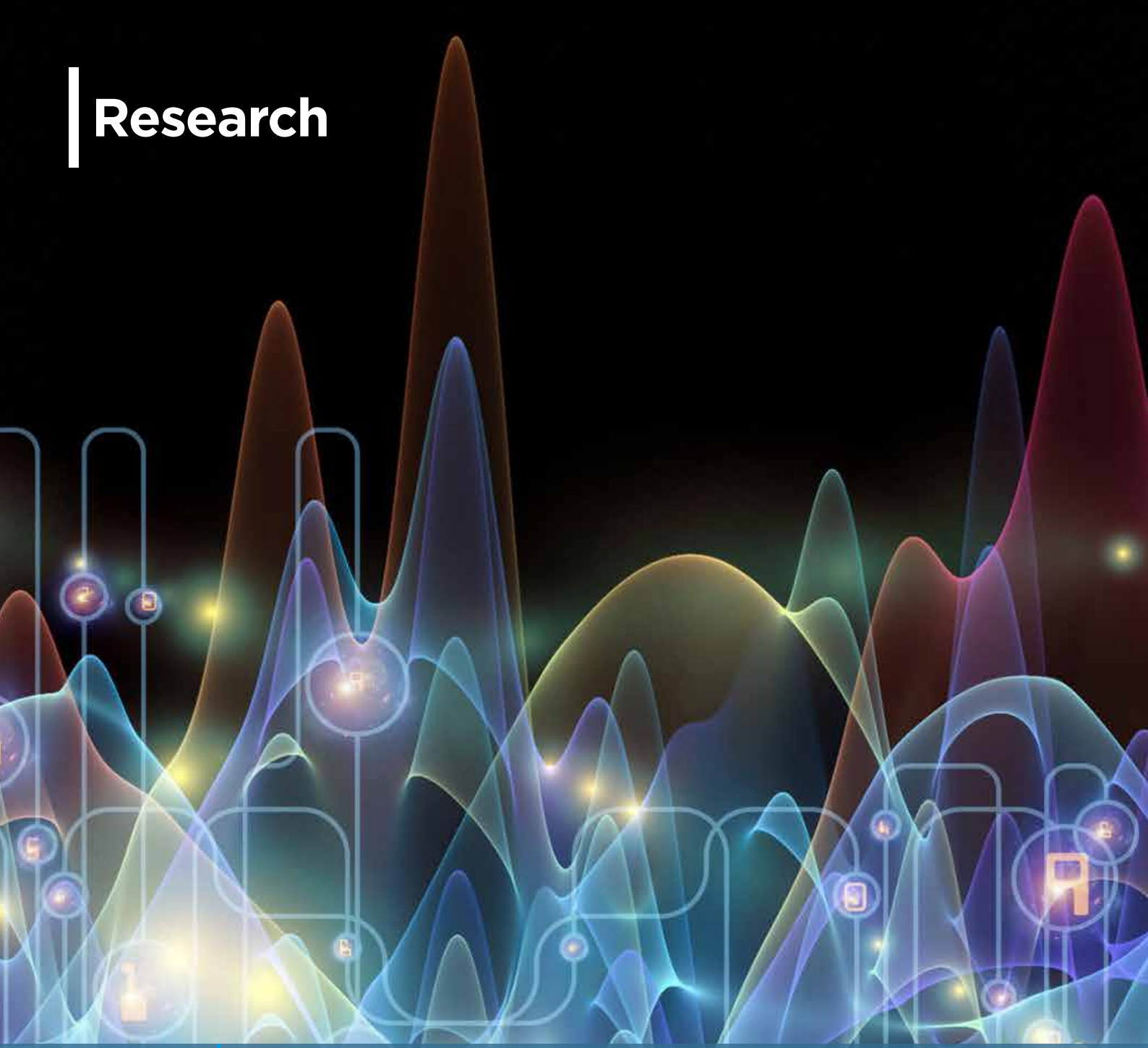
Research



Nr 11
Listopad
2021

CROSS ASSET
Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Rynki na ruchomych piaskach: ryzyko inflacyjne utrzymuje się

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

Trójkąt represji finansowej

Confidence must be earned
Amundi
ASSET MANAGEMENT

Dokument przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.

Nr 11 - listopad 2021

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Rynki na ruchomych piaskach: ryzyko inflacyjne utrzymuje się s. 3

Choć nadal uważamy, że inflacja pozostanie wysoka w średnim terminie, dopiero teraz rynki zaczynają dostrzegać, że niektóre jej komponenty nie będą miały charakteru przejściowego. W tym samym czasie strona wzrostowa równania wykazuje oznaki spowolnienia dynamiki, co prowadzi do dyskusji na temat stagflacji. W tym otoczeniu preferujemy ostrożne, elastyczne podejście do duracji, uważnie obserwując realne stopy procentowe i zwiększając nacisk na selekcję obligacji korporacyjnych. Jeśli chodzi o akcje, pozostajemy neutralni i uważamy, że akcje z segmentu „wartości"/akcje o wysokiej jakości powinny ochronić portfele przed inflacją, choć należy utrzymać nacisk na selekcję oddolną.

Makroekonomia

Niedobór energii: najbardziej dotknięte Europa i Chiny s. 4

Obecna presja podażowa może wpłynąć na wzrost gospodarczy poprzez przełożenie na inflację, ale trwały wzrost cen ropy wydaje się na razie mało prawdopodobny.

Portfele zróżnicowane

Zachowajcie neutralność w obliczu wyższego ryzyka i dobrych wyników finansowych przedsiębiorstw s. 5

Zachowujemy neutralność w stosunku do aktywów ryzykownych i wysoką ogólną dywersyfikację, utrzymując zrównoważone stanowisko w stosunku do akcji, preferując spółki z segmentu „wartości" i unikając tych o ograniczonej sile przetargowej w zakresie ustalania cen.

Instrumenty stałodochodowe

Zwroty skorygowane o inflację dzięki selekcji emitentów obligacji korporacyjnych s. 6

Inwestorzy będą zwracać większą uwagę na różnice między emitentami obligacji korporacyjnych, ponieważ papiery solidnych firm będą droższe, a obligacje emitentów o niskiej jakości staniejąjeszcze bardziej. Potrzeba selektywnego podejścia i uwzględniania specyficznych czynników indywidualnych jest więc bardzo wysoka.

Akcje

Kryzys energetyczny wystawia rynki na próbę s. 7

Rynki będą nagradzać firmy, które mogą podnieść ceny i zachować marże, w przeciwieństwie do tych, które nie są w stanie przenieść rosnących kosztów na konsumentów, co wpłynie na kursy akcji.

Tematyczne poglądy globalne

Trójkąt represji finansowej s. 8

Koncepcja sugerująca, że wchodzimy w fazę represji finansowej, regularnie powraca na pierwszy plan, ponieważ realne stopy procentowe są ujemne, a te nominalne bardzo niskie. Jako że Rezerwa Federalna zaczyna normalizować swoją politykę poprzez tapering, a rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych rosną, inwestorzy mogą sądzić, iż jest to zjawisko o charakterze wyłącznie tymczasowym. W rzeczywistości uważamy, że wkrótce po globalnym kryzysie finansowym 15 lat temu weszliśmy w system represji finansowej, której intensywność może wzrosnąć w kontekście kryzysu związanego z Covid-19 i kryzysu klimatycznego. W istocie, represja finansowa jest nie tylko funkcją polityki pieniężnej, ale obejmuje również regulacje i decyzje władz wykonawczych, tworząc trójkąt o ruchomym środku ciężkości. Wydaje się, że jest to rozsądna polityka mająca na celu zapewnienie płynnej transformacji energetycznej.

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> **Portfele wieloaktywowe – stan obecny:** wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych s. 10

> **Wnioski z analiz globalnych** s. 11

> **Klasy aktywów – poglądy Amundi** s. 12

Perspektywa makroekonomiczna

> **Kraje rozwinięte** Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe s. 13

> **Kraje wschodzące** Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe s. 14

> **Prognozy makroekonomiczne i rynkowe** s. 15

> **Nasze publikacje** s. 16

POGLĄDY CIO

Rynki na ruchomych piaskach: ryzyko inflacyjne utrzymuje się



Pascal BLANQUÉ,
Szef grupy ds. inwestycji



Vincent MORTIER,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Czy nam się to podoba czy nie, powrót inflacji do normalności jeszcze trochę potrwa. W październiku uznano, że inflacja jest bardziej trwała niż oczekiwano, przy czym MFW oficjalnie stwierdził, że wchodzimy w fazę ryzyka inflacyjnego, a banki centralne częściowo przyznały, że inflacja okazuje się bardziej stabilna niż się spodziewano. **Naszym zdaniem stanowi to dodatkowy argument za tezą, zgodnie z którą rynki poruszają się obecnie po ruchomych piaskach, a narracja o trwałej inflacji nabiera rozpędu.** Niedopasowanie między podażą a popytem pogłębia się, przy czym niedobory na całym świecie oraz pełne otwarcie gospodarek na głównych rynkach napędzają popyt. Znaczenie wąskich gardeł w zaopatrzeniu wzrasta, a zaskakujący wzrost cen energii i żywności jeszcze bardziej napędza dynamikę inflacji, która wpada w błędne koło. Dodatkowym czynnikiem, który może wywołać dalszy wzrost inflacji, jest komponent płacowy. Utrzymujący się wzrost cen będzie, naszym zdaniem, skłaniał pracowników do żądania podwyżek płac.

Uwzględniając znane czynniki ryzyka wpływające na inflację, rynek ponownie zwróci uwagę na wzrost gospodarczy. Czy zmierzamy w kierunku spowolnienia do poziomu zbliżonego do potencjalnego, a nawet niższego, co oznaczałoby wzrost obaw o *stagflację*? Jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, to wszystkie regiony gospodarcze (Stany Zjednoczone, Europa, Chiny) stoją przed pewnymi wyzwaniami.

Nasz scenariusz bazowy zakłada kontrolowane spowolnienie do 2022 r., podczas gdy dalsze wsparcie fiskalne ukierunkowane na rozwiązanie różnych otwartych problemów powinno zostać uruchomione w przyszłym roku i pomóc w ożywieniu wzrostu w 2022 r. W dłuższej perspektywie transformacja energetyczna jest kluczowym priorytetem, który może ponownie napędzić dodatkowy globalny impuls fiskalny. COP26 będzie kluczowym etapem, który należy obserwować w kontekście oceny przyszłej ścieżki działań politycznych. Reakcje rynków będą zależeć od banków centralnych, a po ich stronie nie ma miejsca na błędy. Uważamy, że wszelkie działania banków centralnych będą mieć charakter wybitnie stopniowy, ponieważ banki centralne niewiele mogą zrobić, aby przeciwdziałać podażowym siłom inflacyjnym.

Scenariusz ten potwierdza nasze obecne stanowisko:

- **Kluczową zmienną, na którą należy zwracać uwagę, są realne stopy procentowe**. Na obecnym etapie przeszacowania tempa wzrostu gospodarczego oczekujemy, że stopy nominalne będą nieznacznie rosnąć, ale pozostaną ograniczone, podczas gdy stopy realne będą maleć. W tej fazie akcje będą nadal preferowane w stosunku do obligacji. Na kolejnym etapie sekwencji nastąpi prawdopodobnie nadrobienie zaległości, przy czym stopy nominalne będą rosły, a stopy realne pozostaną bez zmian (w pewnym momencie w 2022 r.). Faza ta może wywołać zmienność zarówno na rynku akcji, jak i na rynku obligacji, co będzie wymagało od inwestorów dodania nowych źródeł dywersyfikacji. Na trzecim etapie zarówno realne, jak i nominalne stopy procentowe będą mieć tendencję wzrostową. Ten etap rozwoju może być trudniejszy, ale nie sądzimy, że nastąpi w najbliższej przyszłości.
- **Zasadniczo preferujemy krótką duracje, ale na razie nie spodziewamy się dużego wzrostu stóp.** Utrzymujemy pozytywne podejście do obligacji korporacyjnych ze względu na poprawiające się dane fundamentalne, ale przy obecnych poziomach spreadów selekcja jest niezbędna jako warunek gotowości do kolejnego etapu, na którym wzrośnie ryzyko płynności. Chińskie obligacje samorządowe nadal cieszą się dużym popytem ze strony poszukujących rentowności inwestorów, podobnie zresztą jak obligacje z rynków wschodzących w ogóle (głównie krótkoterminowe).
- **Zalecamy utrzymanie neutralności w stosunku do akcji i poszukiwanie możliwych punktów wejścia na lepszych poziomach** — warto jednak również zachować świadomość ryzyka i utrzymywać zabezpieczenia w fazach większej zmienności, jeśli wzrost gospodarczy będzie się dalej pogarszał i/lub komunikaty banków centralnych będą sugerować słabość. Na rynku akcji sytuację każdej ze spółek należy analizować pod kątem rosnącej inflacji i rosnących stóp procentowych. Segment „wartości" pozostaje dobrym terenem łowieckim w przypadku spółek posiadających realne, odporne na inflację modele biznesowe. Obecny sezon publikacji zysków powinien być jednym z najtrudniejszych pod względem widoczności. Oczekiwania dyskontują już negatywne czynniki, więc sezon publikacji wyników pod tym względem nie powinien okazać się zły, ale niepewność jest bardzo wysoka, a część presji energetycznej nie jest jeszcze wyceniona, i dlatego ważne będzie oszacowanie jej wpływu na zapowiedzi spółek. Segment „wzrostu" pozostaje bardziej wrażliwy na rosnące stopy. O ile w tej chwili ich wzrost jest ograniczony, kolejny etap będzie trudniejszy, a inwestorzy powinni przygotować się na przyjęcie bardzo ostrożnej postawy w obszarach, gdzie wyceny są nadmierne.
- **W przypadku rynków wschodzących,** które mogą teraz dołączyć do narracji o ponownym otwarciu gospodarek dzięki poprawie sytuacji w zakresie koronawirusa, coraz większe znaczenie ma uwzględnianie różnic pomiędzy poszczególnymi krajami. Preferowane są państwa, które mogą skorzystać na rosnących cenach energii, takie jak Rosja i Indonezja, natomiast najsłabiej wyglądają te, które są najbardziej narażone na negatywne skutki spowolnienia w Chinach.

Ogólnie rzecz biorąc, sytuacja inwestorów staje się coraz bardziej niepewna i ryzykowna, z niewielkim potencjałem wzrostu w perspektywie krótkoterminowej. Rynki utknęły w impasie. Rosnące obawy o inflację powodują wzrost długoterminowych stóp zwrotu, ale tylko do pewnego stopnia, ponieważ w sytuacji zagrożenia wzrostu gospodarczego banki centralne niechętnie zacieśniają politykę monetarną. Warto utrzymać zaangażowanie na rynku akcji, biorąc pod uwagę niskie rentowności obligacji, ale w i tak już napiętym środowisku wycen bezwzględnych każdy wzrost inflacji i rentowności długoterminowych powinien skłaniać inwestorów do przeszacowywania faktycznej wartości modeli biznesowych poszczególnych spółek.

CB = bank centralny, HC = twarda waluta, FI = instrumenty stałodochodowe, EM = rynki wschodzące, DM = rynki rozwinięte, YTD= od początku roku, HY = instrumenty wysokodochodowe.

Ogólne nastroje związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka — Akceptacja ryzyka

Neutralne stanowisko wobec aktywów ryzykownych, ze zwiększoną ostrożnością wobec realnych stóp procentowych i większym naciskiem na selekcję w świetle utrzymującej się inflacji oraz asymetrycznych czynników ryzyka.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- Dostosowanie do duracji obligacji z rdzenia strefy euro (nadal ostrożnie), większa selektywność na rynkach obligacji korporacyjnych.
- Zmiany taktyczne na rynku walutowym, bardziej ostrożne podejście do GBP.
- Zwracanie uwagi na wyceny w przypadku obligacji skarbowych indeksowanych inflacją (TIPS).

Ogólne nastawienie do ryzyka jest mającą charakter jakościowy odpowiedzią na ogólną ocenę ryzyka przeprowadzoną przez ostatni globalny komitet inwestycyjny.

POGLĄDY ANALITYKÓW

Niedobór energii: Najbardziej dotknięte Europa i Chiny



Monica DEFEND,
Globalny szef ds. badań



LORENZO PORTELLI,
Szef ds. badań nad strategiami wieloaktywowymi

Obecna presja podażowa może wpłynąć na wzrost gospodarczy poprzez przełożenie na inflację, ale trwały wzrost cen ropy wydaje się na razie mało prawdopodobny.

- Obecny kryzys energetyczny związany jest z presją krótkoterminową[1] oraz brakiem równowagi w zakresie „zielonej transformacji".
- Europa i Chiny ucierpiały bardziej niż inne obszary, ponieważ są największymi importerami gazu ziemnego.
- Globalny kryzys energetyczny jest mało prawdopodobny w 2022 r., ale zawirowania w sektorze energetycznym wpłyną na inflację i obciążą wzrost gospodarczy oraz marże zysku.

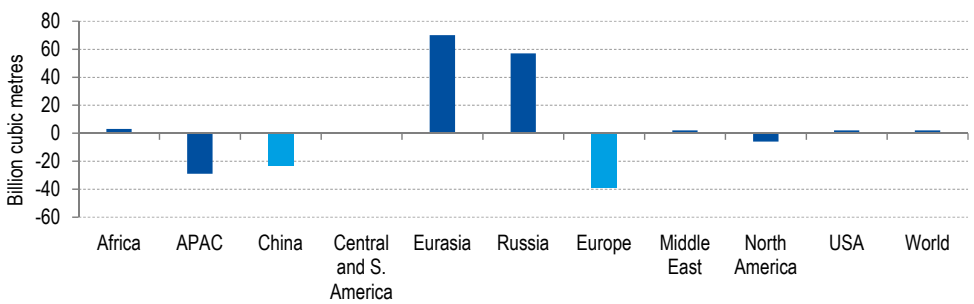
Od początku lata obserwujemy znaczący wzrost cen różnych surowców energetycznych i pokrewnych. Chociaż w grę wchodzi wiele wzajemnie powiązanych czynników (sezonowe wąskie gardła związane z ożywieniem gospodarczym po pandemii), katalizatorem był wysoki globalny popyt na energię elektryczną. Według Międzynarodowej Agencji Energetycznej po spowodowanym przez Covid spadku o około 1% w 2020 r. globalny popyt ma wzrosnąć o blisko 5% w 2021 r. i nieco mniej w 2022 r., czyli prawie dwukrotnie więcej niż wynosi 10-letnia średnia roczna (2,7%). Wszystko to działo się w czasie, gdy zielona transformacja i globalna walka ze zmianami klimatu uległy intensyfikacji i przełożyły się na ograniczenia emisji dwutlenku węgla, głównie w UE i Chinach.

Europa i Azja znajdują się w niewygodnej sytuacji pod względem produkcji gazu, ponieważ w przeszłości były największymi importerami netto, a deficyt, który trzeba będzie uzupełnić w nadchodzących latach, będzie ogromny. W Europie zmaterializowała się presja na popyt na gaz ziemny, ponieważ zwiększone zapotrzebowanie ledwo nadążało za podażą zapewnianą przez dwóch największych dostawców (Rosja i Norwegia). W Chinach popyt na energię był wysoki, na co wpływ miało bardzo gorące i suche lato. Zazwyczaj około 65% zużycia energii elektrycznej pochodzi z węgla, a 17% z energii wodnej. Dostawy energii z obu źródeł były jednak ograniczone — w przypadku węgla producenci krajowi mieli trudności ze względu na reformy regulacyjne i cele związane z limitami emisji, natomiast w przypadku energii wodnej suche lato przełożyło się na spadek jej udziału. W związku z tym popyt na gaz ziemny w Chinach jest bardzo duży. Rosnące obawy o braki podaży „zielonych" surowców i potencjalny kryzys energetyczny przyczyniły się do wzrostu cen szeregu surowców, od miedzi po aluminium i od gazu po ropę.

Obserwowany w Europie i Azji pośpiech w magazynowaniu gazu jest bezprecedensowy, a to właśnie te dwa regiony najbardziej walczą o odbudowę zapasów gazu i ropy w obliczu zbliżającej się zimy. Gwałtownie rosnący koszt gazu ziemnego wpłynął na rynki ropy naftowej, podnosząc jej ceny, ponieważ wiele krajów zostało zmuszonych do znalezienia substytutów dla węgla i gazu. Pomimo malejącego tempa wzrostu gospodarczego ceny ropy przekroczyły 80 USD ze względu na obawy o niedostateczną podaż, ponieważ dostawcy tego surowca[2] wydają się niechętni do zwiększenia wydobycia w najbliższych tygodniach z różnych, często przeciwstawnych powodów. Wydobycie w Stanach Zjednoczonych nie nadąża za globalnym popytem na ropę z powodu tymczasowej przerwy w wierceniach spowodowanej huraganami i słabym wydobyciem ropy z łupków. Przy obecnych cenach i bez zalewania rynku przez podaż ze Stanów Zjednoczonych państwa OPEC stawiają na wzrost przychodów, próbując łatać swoje budżety. W międzyczasie sektor energetyczny, głównie w Europie, pozostanie pod presją ze względu na to, że rozpoczynamy sezon zimowy z rekordowo niskimi zapasami gazu, a w najbliższym czasie Rosja i Norwegia nie będą w stanie zwiększyć eksportu do UE — wręcz przeciwnie, rosyjski eksport do Europy już teraz jest wyższy niż przed pandemią. **Nasz główny argument nie dotyczy braku prądu w zimie, ale zawirowań i wyższych cen, które uderzą w europejski wzrost** gospodarczy poprzez wysoką inflację, konsumpcję gospodarstw domowych, ograniczenie zysków przedsiębiorstw i spadek produktywności.

Cena ropy WTI powinna przez jakiś czas utrzymać się w okolicach 80 USD, a oczekiwanie strukturalnego przesunięcia w kierunku przedziału 80–100 USD jest przedwczesne. Wynika to z tego, że wydobycie ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych w pierwszym półroczu 2022 r. powinno stopniowo wzrastać. Po drugie, członkowie OPEC+ prawdopodobnie będą w stanie sprostać wszelkim nieoczekiwanym wzrostom popytu. W przypadku dalszego pogorszenia się sytuacji na rynku energii i wymknięcia się cen spod kontroli grupa prawdopodobnie zareaguje. Po trzecie, pomimo tego że przejście z węgla na gaz i ropę naftową będzie wspierać te rynki w perspektywie długoterminowej, udział cyklicznego komponentu popytowego związanego z sytuacją gospodarczą w 2022 r. powinien zmaleć, gdy wzrost gospodarczy spadnie do poziomu trendu. **W związku z tym zgodnie z oficjalną prognozą Międzynarodowej Agencji Energetycznej spodziewamy się, że do końca 2022 r. ropa będzie kosztować poniżej 80 dolarów.**

Gaz ziemny: deficyt/nadwyżka (2020–2021)



Source: IEA = International Energy Agency; APAC includes China, Eurasia includes Russia, North America includes US numbers. Chart shows increase/decrease in production minus increase in demand from 2020 to 2021

EIA = Agencja Informacji Energetycznej Stanów Zjednoczonych.[1] Zima, wzrost popytu, [2] OPEC+ i Stany Zjednoczone

 Dokument przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.

PORTFELE ZRÓŻNICOWANE

Zachowajcie neutralność w obliczu wyższego ryzyka i dobrych wyników finansowych przedsiębiorstw



Matteo GERMANO,
Szef ds. portfeli zróżnicowanych

Zachowujemy neutralność w stosunku do aktywów ryzykownych i wysoką ogólną dywersyfikację, utrzymując zrównoważone stanowisko w stosunku do akcji, preferując spółki z segmentu „wartości" i unikając tych o ograniczonej sile przetargowej w zakresie ustalania cen

Wzrost gospodarczy pozostaje solidny, ale pojawiają się czynniki ryzyka w postaci ograniczeń mocy produkcyjnych, które w połączeniu z efektami bazowymi wynikającymi z lockdownów i ostatnich danych o inflacji CPI napędzają narrację o inflacji w pierwszej połowie 2022 r. Wywierają one również na banki centralne presję do działania, czego sygnałem jest wysokie prawdopodobieństwo ogłoszenia taperingu przez Fed na listopadowym posiedzeniu. Z drugiej strony, nastawienie do ryzyka pozostaje konstruktywne i procykliczne w obliczu rozwoju pandemii. Warunki finansowe są akomodacyjne pomimo pewnego ruchu rentowności głównych obligacji w górę i słabości Chin. Dlatego inwestorzy powinni **pozostać neutralni w stosunku do aktywów ryzykownych, zachowując cierpliwe, ale aktywne podejście, czekając na lepsze okazje i utrzymując zabezpieczenia**.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Wyceny akcji są obecnie uzależnione od niskich stóp procentowych, co pozwala nam pozostać w trybie „kupowania na dołku", pozwalającym na skorzystanie z atrakcyjnych, zsynchronizowanych z danymi fundamentalnymi wycen. Dlatego też, zachowując neutralne nastawienie do rynków zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących, koncentrujemy się na sezonie publikacji wyników, aby zrozumieć prognozy na przyszłość i zobaczyć, które spółki mają dobrą pozycję przetargową w zakresie ustalania cen. Obecnie oczekiwania rynku co do wzrostu zysków są oderwane od niespodzianek płynących z danych gospodarczych. Jest to istotne, gdy weźmie się pod uwagę presję na marże wynikającą z wyższych kosztów nakładów, napiętej sytuacji na rynkach pracy i wąskich gardeł. Równoważymy też czynniki pozytywne z tymi mniej pozytywnymi (stagflacja, tapering, wyższe stopy realne i słabość Chin).

Utrzymujemy defensywne nastawienie do 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, choć zarządzamy nim w ujęciu taktycznym, ponieważ dane fundamentalne wskazują na wyższe poziomy rentowności w obliczu wysokiego zadłużenia i inflacji. Podaż obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych pozostanie wysoka pomimo poprawy sytuacji w zakresie deficytu fiskalnego w 2022 r., co dodatkowo wspiera nasze stanowisko. Chociaż uważamy, że pomimo ostatnich wzrostów istnieje możliwość dalszego wzrostu rentowności i nachylenia krzywej, uważnie monitorujemy te ruchy.

Podtrzymujemy nasz pogląd o wzroście nachylenia krzywej w Wielkiej Brytanii, mimo że obecnie będzie ono wynikać raczej ze stagflacji niż z samej reflacji. Podtrzymujemy konstruktywne nastawienie do włoskich obligacji skarbowych (BTP) względem niemieckich Bundów, biorąc pod uwagę atrakcyjne okazje do carry trade, potencjalne niespodzianki gospodarcze ze strony włoskiego wzrostu gospodarczego oraz impulsy ze strony funduszy Next Gen EU.

Chińskie obligacje skarbowe stanowią dobrą okazję do dywersyfikacji portfeli globalnych w sytuacji, w której oczekuje się wzrostu rentowności na rynkach rozwiniętych. W przeciwieństwie do rentowności w Stanach Zjednoczonych w ciągu najbliższych sześciu miesięcy rentowności w Chinach powinny pozostać stabilne dzięki wsparciu ze strony Chińskiego Banku Ludowego. Podtrzymujemy jednak neutralne nastawienie do indeksu obligacji rynków wschodzących EMBI w szerszym ujęciu.

W świetle lepszych danych fundamentalnych, pozytywnych danych technicznych i realizowanej przez banki centralne polityki utrzymywania stóp krótkoterminowych na stabilnym poziomie **nadal trwa poszukiwanie dochodów na rynkach europejskich obligacji klasy inwestycyjnej i wysokodochodowych**. Co ciekawe, biorąc pod uwagę tendencję spadkową wskaźników niewypłacalności, poprawiające się wskaźniki zagrożenia oraz korzystne warunki finansowe, uważamy, że dług podporządkowany i obligacje wysokodochodowe są atrakcyjnymi segmentami rynku obligacji korporacyjnych.

Waluty oferują atrakcyjne możliwości rozgrywania wartości względnej. Na przykład stabilizacja globalnego wzrostu gospodarczego i normalizacja polityki Fedu mają pozytywny wpływ na USD, dając inwestorom możliwość skorzystania z rosnącego kursu USD/JPY. Nie jesteśmy już negatywnie nastawieni do EUR w stosunku do NOK, gdyż ta ostatnia waluta może ucierpieć z powodu zwiększonej zmienności. Podtrzymujemy naszą opinię o carry trade opartym na parze GBP/CHF oraz ostrożne nastawienie do GBP/EUR. W porównaniu z USD, GBP może znajdować pod presją związaną z geopolityczną izolacją Wielkiej Brytanii w stosunku do Stanów Zjednoczonych i Unii Europejskiej, jak również z trwającym kryzysem energetycznym. Tym samym jesteśmy obecnie defensywnie nastawieni do pary GBP/USD. Obecnie uważamy, że rupia indonezyjska (IDR) może ucierpieć z powodu potencjalnego ryzyka związanego ze spowolnieniem gospodarczym w Chinach. Podtrzymujemy jednak nasze pozytywne nastawienie do KRW i CNH względem EUR oraz do RUB/EUR.

Czynniki ryzyka i hedging

Rosnąca presja kosztowa związana z inflacją mogłaby wpłynąć na marże i wskaźniki cena/zysk, co sprawia, że ten czynnik ryzyka ma duże znaczenie na naszym radarze i może mieć wpływ na ceny. W związku z tym zalecamy inwestorom utrzymanie ochrony w celu zabezpieczenia ekspozycji na akcje.

Amundi Cross Asset – przekonania

	Zmiana 1-miesięczna	---	--	-	0	+	++	+++
Akcje					■			
Obligacje korporacyjne						■		
Duracja				■				
Ropa naftowa					■			
Złoto					■			

Źródło: Amundi. Tabela odzwierciedla oszacowanie wieloaktywowe dla horyzontu 3–6 miesięcy oparte na poglądach wyrażonych na ostatnim posiedzeniu globalnego komitetu inwestycyjnego. Prognoza, zmiany prognozy i opinie dotyczące klasy aktywów odzwierciedlają spodziewany kierunek (+/-) oraz siłę przekonań (+/++/+++). Oszacowanie to może ulec zmianie.

CGB = chińskie obligacje skarbowe, EM = rynki wschodzące, PBoC/ChBL = Chiński Bank Ludowy, FX = rynek walutowy, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, CBs = banki centralne, BTP = włoskie obligacje skarbowe, EMBI = indeks obligacji z rynków wschodzących

INSTRUMENTY STAŁODOCHODOWE

Zwroty skorygowane o inflację dzięki selekcji emitentów obligacji korporacyjnych



Amaury D'ORSAY,
Szef ds. instrumentów stałodochodowych



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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

Inwestorzy będą zwracać większą uwagę na różnice między emitentami obligacji korporacyjnych, ponieważ papiery solidnych firm będą droższe, a obligacje emitentów o niskiej jakości staniejąjeszcze bardziej. Potrzeba selektywnego podejścia i uwzględniania specyficznych czynników indywidualnych jest więc bardzo wysoka.

Wysoki poziom zadłużenia, spotęgowany przez reakcję fiskalną na kryzys związany z Covid, w połączeniu z ponownym otwarciem gospodarki, niedoborem podaży i zmianami demograficznymi, powoduje wzrost inflacji. O ile represja finansowa (zaciąganie przez rząd długu poniżej stóp rynkowych) sprawdza się, gdy inflacja jest pod kontrolą, o tyle obecnie może ona stanowić problem z punktu widzenia wartości aktywów. Nawet niektóre banki centralne, które utrzymywały niskie stopy procentowe, zdają sobie sprawę, że inflacja nie ma charakteru przejściowego. Sądzimy, że Fed i Europejski Bank Centralny będą prawdopodobnie ograniczać wydatki, ale powstrzymają się od ekstremalnych działań, choć ich aktywność może nie być wzajemnie zsynchronizowana. Ogólnie rzecz biorąc, płynność pozostanie na wysokim poziomie. Inwestorzy powinni zachować pozytywne nastawienie do duracji pomimo ostatnich ruchów rentowności w górę, a ponadto powinni pozostać aktywni. **Na rynku obligacji korporacyjnych dług podporządkowany i obligacje z rynków wschodzących oferują przyzwoite realne stopy zwrotu, ale inwestorzy powinni zwracać uwagę na wysokość dźwigni finansowej oraz starannie analizować modele biznesowe spółek w obliczu napiętych wycen.**

Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

Pozostajemy ostrożni, ale aktywni w zakresie duracji w Stanach Zjednoczonych, strefie euro poza ścisłymi peryferiami oraz Wielkiej Brytanii, ale pozytywnie oceniamy chińskie obligacje skarbowe. Obecnie widzimy potencjał wzrostu nachylenia krzywej w Kanadzie i spłaszczenia w Australii. W przypadku długu peryferyjnego utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie (z niewielką korektą), ponieważ Włochy oferują dobry kompromis między ryzykiem i zyskiem. Na rynku obligacji korporacyjnych wskaźniki fundamentalne nadal się poprawiają, choć w wolniejszym tempie, a ponadto nie obserwujemy wzrostu liczby problemów lub przypadków niewykonania zobowiązań, zaś carry utrzymuje się na przyzwoitym poziomie. Inwestorzy powinni zwiększyć selekcję, aby identyfikować spółki, które są w stanie przenosić wzrost cen na konsumentów. Podchodzimy jednak ostrożnie do długu długoterminowego (ryzyko związane z duracją) i stawiamy na krótsze terminy zapadalności. Jesteśmy konstruktywnie nastawieni do spółek o niższych ratingach (choć równoważymy to podejście potencjałem dodatkowej rentowności, aby grać kartą kompresji spreadów), a także do długu podporządkowanego z sektora finansowego, zarówno w segmencie wysokodochodowym, jak i w klasie inwestycyjnej. **Intensywność emisji dwutlenku węgla i wyniki w zakresie ESG (ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego) są kluczowymi czynnikami, na które należy zwracać uwagę.** Kryzys energetyczny potwierdza nasz pogląd, zgodnie z którym inwestycje w technologie niskoemisyjne muszą nabrać tempa, aby możliwe było osiągnięcie zerowego poziomu netto do roku 2050.

Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Uważamy, że inflacja jest globalnym, długoterminowym zjawiskiem, napędzanym przez niższe wskaźniki aktywności zawodowej w Stanach Zjednoczonych, spadek liczby urodzeń w Chinach oraz niedobory pracowników. W tym otoczeniu rynki znajdują się obecnie w trybie wyczekiwania, ale rentowności obligacji bazowych powinny ostatecznie wzrosnąć. W obliczu wysokiego poziomu zadłużenia przyjmujemy sceptyczne (choć zarazem elastyczne) podejście do obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, śledząc ścieżkę nominalnych i realnych stóp procentowych. Z drugiej strony, **jesteśmy konstruktywnie nastawieni do obligacji skarbowych indeksowanych inflacją (TIPS), ale zwracamy uwagę na ich wyceny oraz ograniczony potencjał wzrostu**. Fundamenty związane ze zdolnością kredytową przedsiębiorstw są obecnie korzystne, a my zalecamy inwestorom zachowanie wysokiej selektywności w celu ograniczenia bety portfela oraz ekspozycji na długoterminowe instrumenty klasy inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę, że spready uległy już w tym roku kompresji, koncentrujemy się na specyficznych czynnikach ryzyka o znaczeniu lokalnym lub wręcz indywidualnym. **Obligacje sekurytyzacyjne — papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami mieszkaniowymi (RMBS) oraz oparte na kredytach konsumenckich — są stosunkowo atrakcyjne,** jeśli weźmie się pod uwagę wysokie zarobki konsumentów. Ogólnie rzecz biorąc, pozostajemy ostrożni w kwestii budownictwa mieszkaniowego i dostrzegamy wartość w niektórych kredytach hipotecznych na cele niemieszkaniowe.

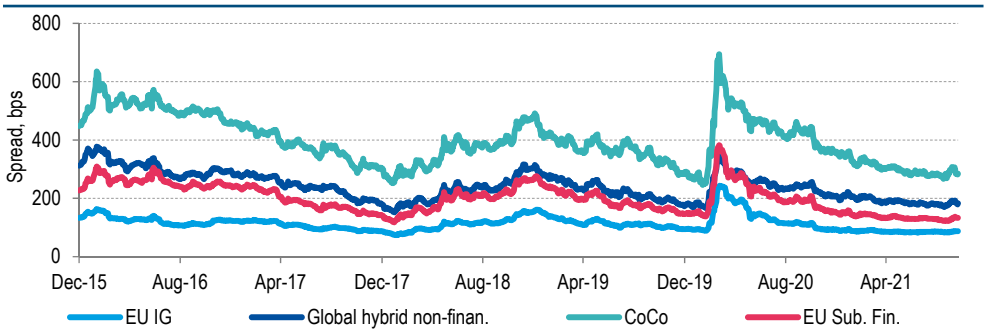
Obligacje z rynków wschodzących

Chociaż różnica we wzroście gospodarczym między rynkami wschodzącymi i Stanami Zjednoczonymi rośnie na korzyść tych pierwszych, wąskie gardła po stronie podaży i wysokie ceny energii nadal się utrzymują. Dlatego inwestorzy powinni zwracać uwagę na kraje, w których banki centralne podejmują działania zmierzające do kontrolowania inflacji (Ameryka Łacińska i Rosja) i unikać tych, których władze monetarne pozostają bierne w tej kwestii. Trzecią kategorią są Chiny, które w najbliższym czasie będą zmagać się ze słabością, ale mimo to nadal oferują selektywne okazje długoterminowe. W przypadku obligacji denominowanych w walutach lokalnych preferujemy kraje takie jak Rosja. W przypadku obligacji denominowanych w twardej walucie utrzymujemy preferencje dla instrumentów wysokodochodowych w stosunku do klasy inwestycyjnej, a także dla obligacji korporacyjnych z rynków wschodzących.

Waluty

Podtrzymujemy nasze krótkoterminowe, konstruktywne nastawienie do dolara ze względu na jego status bezpiecznej przystani, ale jesteśmy ostrożni, gdyż jest to pogląd o charakterze konsensusu. Jeśli chodzi o waluty z rynków wschodzących, do niektórych podchodzimy pozytywnie (RUB, INR, MXN), zachowując selektywność, ale uważamy też, że zmiana tonu przez Fed może stłumić pozytywne nastroje. Zachowujemy ostrożność, zwłaszcza w odniesieniu do CNY.

Spready pozostają niskie, ale selektywność pozwala znaleźć okazje



Source: Amundi, Bloomberg, as of 20 October 2021

GFI= globalne instrumenty stałodochodowe, GEMs/EM FX = waluty z globalnych rynków wschodzących, HY = instrumenty wysokodochodowe, IG = klasa inwestycyjna, EUR = euro, UST = obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, RMBS = papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami mieszkaniowymi, ABS = papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, HC = twarda waluta, LC = waluty lokalne, CRE = nieruchomości komercyjne, CEE = Europa Środkowo-Wschodnia, JBGs = japońskie obligacje skarbowe, EZ = strefa euro, BoP = bilans płatniczy.

 Dokument przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.

AKCJE

Kryzys energetyczny wystawia rynki na próbę



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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

Rynki będą nagradzać firmy, które mogą podnieść ceny i zachować marże, w przeciwieństwie do tych, które nie są w stanie przenieść rosnących kosztów na konsumentów, co wpłynie na kursy akcji.

Ocena ogólna

Obecnie kluczową kwestią dla rynków jest inflacja i to, czy firmy będą w stanie wytrzymać presję na swoje marże. Jest to istotne w świetle gwałtownego wzrostu cen energii, który dotyka zarówno przedsiębiorstwa, jak i gospodarstwa domowe (kwestia wrażliwa politycznie). Sądzimy, że obecna sytuacja w Europie przyspieszy transformację energetyczną w perspektywie długoterminowej. Z drugiej strony, wyceny w niektórych obszarach wydają się wysokie, co skłania nas do kwestionowania ich trwałości w obliczu wysokiej inflacji i wzrostu stóp procentowych. Uważamy, że z perspektywy inwestycyjnej **zakres możliwych wyników jest szeroki i dlatego inwestorzy powinni utrzymywać staranny proces selekcji, w którym priorytetem są czynniki fundamentalne (jakość zysków i wzrost), a także poszukiwać okazji do rozgrywania rotacji, preferując akcje o spółek o wysokiej wartości i jakości**.

Akcje europejskie

Utrzymujemy zrównoważone stanowisko, z nastawieniem na normalizację oraz ponowne otwarcie gospodarek, i realizujemy ten pogląd poprzez podejście dwutorowe, oparte na wysokiej jakości cyklicznych akcjach z sektorów przemysłowego i finansowego (segment „wartości"). W tym przypadku ponowne otwarcie gospodarki nie jest w pełni dyskontowane przez rynek i dlatego wyceny niektórych spółek są atrakcyjne. Z drugiej strony, sytuacja w sektorach konsumenckim i energetycznym wygląda niejednoznacznie. W przypadku tego ostatniego ze względu na dobrą passę w ostatnim czasie staliśmy się bardziej ostrożni i w poszukiwaniu odpowiedzi wykraczamy poza zakończenie sezonu publikacji wyników finansowych spółek, zwłaszcza jeśli chodzi o wpływ „zielonych" inwestycji na szerszy krajobraz zielonej energii. Uważamy, że istnieje potrzeba inwestowania w sektor energetyczny z uwzględnieniem poprawy w zakresie ESG (ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego), które mogłoby mieć znaczący wpływ i pobudzić inwestycje w czystą energię. Drugim „torem" naszego podejścia są atrakcyjne spółki defensywne z sektora opieki zdrowotnej i telekomunikacji. Ogólnie rzecz biorąc, szukamy możliwości oferujących dobry profil zysku do ryzyka, a tym samym unikamy drogich spółek z segmentu „wzrostu".

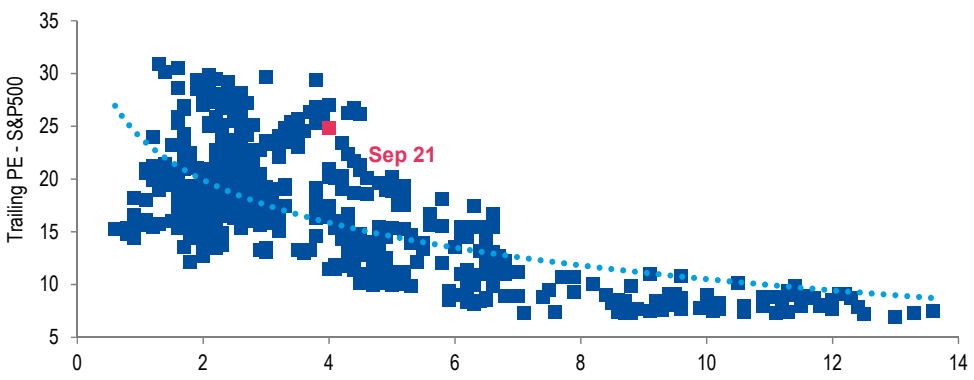
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Nawet jeśli inflacja osiągnie szczyt w nadchodzących kwartałach, prawdopodobnie wpłynie na wyceny akcji, co podkreśla potrzebę ochrony portfeli inwestorów przed wzrostem cen. Poza efektami bazy i cenami energii kluczowym czynnikiem wpływającym na wzrost inflacji jest wzrost wynagrodzeń, który rozwija się już od dłuższego czasu (demografia, deglobalizacja, Chiny). Uważamy, że spółki z segmentu „wartości" dają szansę na uodpornienie portfeli na inflację, choć wymagają też starannej selekcji. **Energia i finanse przedstawiają interesującą wartość.** Choć jako inwestorzy agresywnie stawiamy na rezygnację z węgla i ropy jako surowców energetycznych, staramy się przeznaczać kapitał na inwestycje w firmy, które będą zarówno wspierać to przejście, jak i faktycznie na nim zarabiać. Uważamy, że jest to jedyne podejście, które pozwala rozsądnie oczekiwać sukcesu redukcji emisji netto do zera do 2050 r. Ponadto zwracamy uwagę na spółki finansowe, a w szczególności banki, które aktywnie wynagradzają akcjonariuszy poprzez wykupy akcji i dywidendy. Z drugiej strony, ograniczamy ekspozycję na spółki cykliczne z sektorów globalnych dotkniętych wyższym ryzykiem związanym z logistyką i cenami nakładów. Unikamy drogich akcji z sektora „wzrostu" i zagrożonych akcji z segmentu „wartości", a koncentrujemy się na wartości względnej.

Akcje z rynków wschodzących

Atrakcyjne wyceny względne i słabnący wpływ pandemii są ważnymi czynnikami wspierającymi akcje z rynków wschodzących. Na horyzoncie widać jednak pewne zagrożenia, takie jak krótkoterminowa słabość Chin czy specyficzne motywy o znaczeniu lokalnym, zwłaszcza w niektórych krajach Ameryki Łacińskiej. Nasze główne przekonania to Rosja (eksporter energii i surowców) oraz Indie (konsumpcja krajowa, skorzysta na sytuacji w Chinach), natomiast na poziomie sektorowym preferujemy konsumenckie dobra luksusowe i usługi komunikacyjne, podtrzymując preferencje dla segmentu „wartości" i akcji cyklicznych w stosunku od segmentu „wzrostu".

Wysoka inflacja może stanowić problem dla wysokich wycen



Source: Amundi, Bloomberg, as of 20 October 2021. P/E ratio for S&P 500 Index

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE



Didier BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych



Pierre BLANCHET,
Szef ds. analiz inwestycyjnych

Polityka monetarna jest tylko jednym z kątów trójkąta represji finansowej.

Trójkąt represji finansowej

Koncepcja sugerująca, że wchodzimy w fazę represji finansowej, regularnie powraca na pierwszy plan, ponieważ realne stopy procentowe są ujemne, a te nominalne bardzo niskie. Ponieważ Rezerwa Federalna zaczyna normalizować swoją politykę poprzez tapering, a rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych rosną, inwestorzy mogą sądzić, że jest to zjawisko o charakterze wyłącznie tymczasowym. W rzeczywistości uważamy, że wkrótce po globalnym kryzysie finansowym 15 lat temu weszliśmy w system represji finansowej, której intensywność może wzrosnąć w kontekście kryzysu związanego z Covid-19 i kryzysu klimatycznego. W istocie, represja finansowa jest nie tylko funkcją polityki pieniężnej, ale obejmuje również regulacje i decyzje władz wykonawczych, tworząc trójkąt o ruchomym środku ciężkości. Wydaje się, że jest to rozsądna polityka mająca na celu zapewnienie płynnej transformacji energetycznej.

Represja finansowa jest zwykle opisywana jako instytucjonalne ograniczenia dotyczące stóp procentowych, mające na celu zmniejszenie kosztów finansowania ponoszonych przez rząd i ostatecznie zmniejszenie długu publicznego. „Represja" wynika z faktu, że wspomniane środki powodują przekierowanie kapitału do rządów, przez co zakłócają funkcjonowania rynku obligacji, ponieważ oprocentowanie obligacji skarbowych jest niższe niż papierów komercyjnych. Niskie koszty finansowania polityki fiskalnej oznaczają niższe zyski dla oszczędzających i inwestorów.

Trójkąt represji finansowej

Środki prowadzące do represji finansowej są zazwyczaj postrzegane jako związane głównie z polityką banku centralnego (luzowanie ilościowe, niskie lub ujemne stopy procentowe), ponieważ jest to ich najbardziej widoczna część. **W rzeczywistości represję finansową można zdefiniować jako trójkąt obejmujący politykę monetarną, regulacje finansowe i działania władz wykonawczych.** Regulacje odgrywają ważną rolę, ponieważ zapewniają trwałą bazę inwestorów (zazwyczaj instytucji), którzy zobowiązani są do kupowania i posiadania skarbowych instrumentów dłużnych. Na przykład zmiany w zakresie polityki ostrożnościowej dla banków i zakładów ubezpieczeń zachęcają je do zwiększania udziałów w państwowych papierach wartościowych pomimo niskich lub ujemnych stóp zwrotu. Wymogi kapitałowe i rezerwowe oraz wskaźniki płynności i dźwigni finansowej należą do ograniczeń regulacyjnych, które przyczyniają się do represji finansowej. Trzecim aspektem jest bezpośrednia kontrola władz nad przepływami finansowymi, w ramach której ograniczane są stopy procentowe, narzucane są określone poziomy zwrotów z inwestycji finansowych lub wprowadzany jest obowiązek inwestowania. Do innych przykładów z przeszłości można zaliczyć bezpośrednie pożyczki udzielane państwu przez sektor bankowy oraz ograniczenia mobilności kapitału.

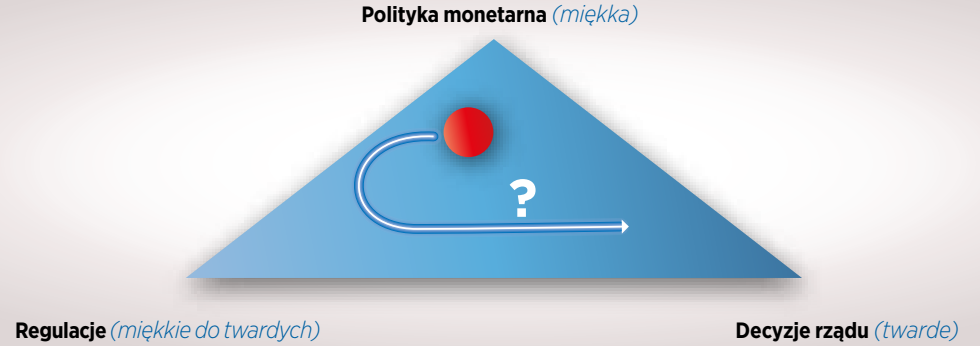
Każdy ze wspomnianych trzech aspektów represji finansowej różni się intensywnością, efektywnością i siłą oddziaływania. *Politykę monetarną* można uznać za „miękką", *regulacje* za „miękkie" lub „twarde", podczas gdy *decyzje władz wykonawczych* są z definicji „twarde". Represja finansowa nie jest ponadto mechanizmem iteracyjnym. Każdy z aspektów może być „włączany" lub „wyłączany" z różną intensywnością i siłą w różnych okresach. Obecnie w rozwiniętych gospodarkach polityka monetarna i regulacje są „włączone", podczas gdy decyzje władz wykonawczych są w większości „wyłączone". **Każdy z tych aspektów ma swoją racjonalność i jest postrzegany przez konsensus jako dobry lub przynajmniej rozsądny wybór w obecnych okolicznościach** (na przykład luzowanie ilościowe jest postrzegane jako pozytywne). Dynamika represji finansowej jest pochodną kryzysów. W rezultacie poszczególne aspekty — „wierzchołki trójkąta" — są „włączane" po okresach zwiększonych trudności finansowych lub gospodarczych. Represja finansowa nie jest zatem poziomem jakiejś zmiennej, a raczej wypadkową — „środkiem ciężkości" trójkąta, którego wierzchołkami są wspomniane powyżej trzy obszary aktywności.

„Represja finansowa": niewłaściwe słowo dla właściwej koncepcji

Represja finansowa była szeroko stosowana po II wojnie światowej w Europie i Stanach Zjednoczonych w celu zarządzania długiem publicznym i zmniejszania go w stosunku do PKB[1]. W latach 80. w wyniku reform zniesiono ograniczenia na rynkach finansowych i w sektorze bankowym. **Pojęcie „represji finansowej" zostało**

[1] *The Liquidation of Government Debt, Carmen Reinhart and Belen Sbrancia, Raport Roboczy MFW, 2015.*

1/ Represja finansowa jako środek ciężkości trójkąta



 Dokument przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

Polityka monetarna i regulacje powinny okazać się wystarczające do ukierunkowania inwestycji na dekarbonizację gospodarki

ukute w latach 70[2] jako przeciwieństwo liberalizacji i dlatego ma negatywne konotacje, ponieważ wolność jest powszechnie uważana za wartość. Słowo „represja" ma odzwierciedlać zalety doktryny liberalnej i pozytywne rezultaty, jakich oczekuje się po deregulacji. Głównym argumentem było (i nadal jest) to, że ograniczenia narzucane sektorowi finansowemu zniechęcają do oszczędzania i inwestowania, ograniczają możliwości pośredników finansowych i nie pozwalają na efektywne ukierunkowanie kapitału. W perspektywie długoterminowej represja finansowa prowadziłaby do nieoptymalnej alokacji kapitału i ograniczałaby potencjał wzrostu gospodarczego.

Globalny kryzys finansowy z 2008 r. sprawił jednak, że idea regulacji, nadzoru i kontroli odzyskała popularność, ponieważ samoregulacja rynków finansowych okazała się oczywistą porażką. Wraz z kryzysem w strefie euro pojawiła się potrzeba utrzymania niskich stóp procentowych w celu zachowania zdolności do obsługi długu publicznego i uniknięcia fragmentacji strefy walutowej. Represja finansowa powróciła dziesięć lat temu, po 30 latach liberalizacji, w trakcie których doszło do poważnych kryzysów i bezprecedensowego wzrostu nierówności dochodowych.

Covid-19 i zmiany klimatyczne przynoszą nowe imperatywy w kontekście rekordowo wysokiego globalnego długu publicznego i prywatnego, deglobalizacji oraz niezrównoważonych dysproporcji majątkowych. Koncepcja ta wraca zatem do programów politycznych[3]. Potrzeba sfinansowania transformacji energetycznej i odbudowy pewnej formy autonomii przemysłowej w głównych regionach nabrała pierwszorzędnego znaczenia, ale wymaga dużego kapitału i długoterminowych inwestycji. **Uważamy, że „represja" nie ustąpi**, a wręcz nasili się, wraz ze wzmocnieniem aspektu regulacyjnego i prawdopodobnym włączeniem aspektu decyzji władz wykonawczych, ponieważ potrzeba ukierunkowania kapitału w celu osiągnięcia dekarbonizacji będzie miała kluczowe znaczenie. Ta „represja" może być postrzegana jako pozytywna, a nie negatywna, jeśli chodzi o osiągnięcie celu wyższego w stosunku do zwrotów z oszczędności, czyli zerowej emisji netto. Powinniśmy zatem założyć, że w dłuższym okresie stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie w stosunku do nominalnego tempa wzrostu gospodarczego.

Skierowanie środków na transformację energetyczną

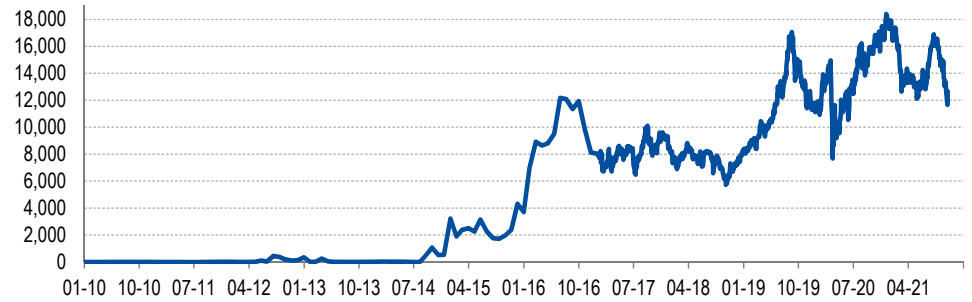
Represja finansowa jest skuteczniejsza w połączeniu z inflacją, która sama w sobie może być konsekwencją nadmiernej kreacji pieniądza, ekspansywnej polityki fiskalnej, nadmiernego lewarowania w sektorze prywatnym, spirali wzrostu płac lub niedoborów podaży. Każdy z nich aspektów, w połączeniu z bliźniaczymi aspektami polityki monetarnej i regulacji, powinien wystarczyć do zapewnienia skutecznego wdrożenia dekarbonizacji. Nie można jednak wykluczyć trudniejszej wersji represji finansowych z udziałem rządów. Uzasadnienie i wdrożenie tego rodzaju interwencji wymagałoby jednak pewnych zawirowań na rynku, a może i kolejnego kryzysu.

Sfinalizowano dn. 18 października 2021.

[2] *Shaw, Edward S., Financial Deepening in Economic Development. Oxford University Press, 1973. McKinnon, Ronald I., Money and Capital in Economic Development. Brookings Institution, 1973.*

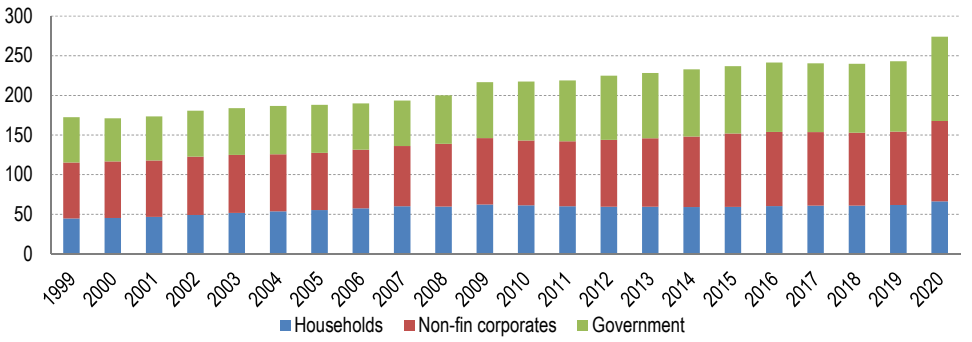
[3] *Financial Repression is Knocking at the Door, Again. Jafarov, Maino, Pani. Raport Roboczy MFW 2019.*

2/ Dług o ujemnym oprocentowaniu (mld USD)



Source: Bloomberg, Amundi Research, Data as October 2021
Bloomberg Global Agg Negative Yielding Debt Market Value (USD bn)

3/ Globalny dług (% PKB)



Source: Amundi Research, Data as of October 2021

PORTFELE WIELOAKTYWOWE – STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

Punkt zwrotny mamy za sobą | Zbliżamy się do punktu zwrotnego | Zwrotu jeszcze nie było — zbyt wcześnie, by o nim mówić

KONTEKST EKONOMICZNY

- Oczekuje się, że po silnej ekspansji w okresie letnim tempo wzrostu gospodarczego pozostanie solidne, choć umiarkowane, na co wskazuje stopniowa stabilizacja danych o wysokiej częstotliwości i danych „miękkich" w miarę zbliżania się przez gospodarki do poziomów sprzed kryzysu związanego z Covid-19. Konsensus jest nadal korygowany w dół, a niespodzianki gospodarcze pozostają negatywne pomimo pewnych bardzo umiarkowanych oznak potencjalnego powrotu ruchu w górę.
- Oczekuje się, że aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych wzrośnie w IV kwartale po spowolnieniu obserwowanym pod koniec III kwartału, zgodnie ze stopniową poprawą w zakresie danych o wysokiej częstotliwości i danych miękkich. Indeks CESI pozostaje na terytorium ujemnym, mimo że stopniowo wzrasta, wspierany przez odczyty danych zarówno twardych, jak i miękkich. Konsensus nadal znajduje się trendzie spadkowym, choć pozostaje dodatni.

FUNDAMENTY i WYCENA

- Mnożniki i generalnie wyceny będą testowane w tym sezonie publikacji wyników finansowych, biorąc pod uwagę obawy związane ze spadkiem marż i prognozy na przyszły rok. Ogólnie rzecz biorąc, akcje na większości rynków są drogie, a ich wyceny dyskontują oczekiwania dotyczące pozytywnego wzrostu gospodarczego. Jeśli sezon publikacji wyników finansowych rozczaruje inwestorów, prawdopodobnym ostatecznym rezultatem będzie przeszacowanie.
- Zastrzyk płynności ze strony banków centralnych pozostaje solidnym argumentem przemawiającym za wysokimi poziomami wycen rynkowych, choć oczekuje się, że rozpoczęcie taperingu powinno ograniczyć samozadowolenie inwestorów.

ALOKACJA AKTYWÓW „neutralna plus"

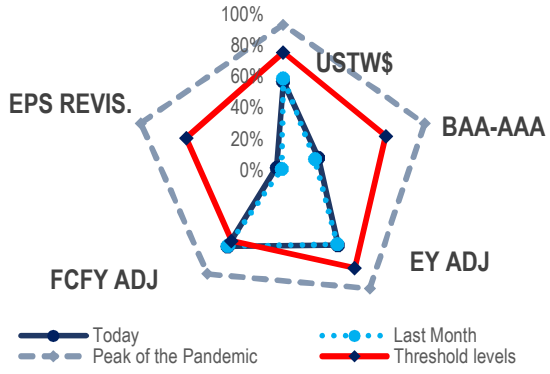
ASPEKTY TECHNICZNE

- Wciąż obserwujemy to samo niejednoznaczne otoczenie, co w ubiegłym miesiącu.
- Mierniki kontrariańskie wskazywały, że w ubiegłym miesiącu kilka rynków zbliżyło się do poziomów wyprzedania (patrząc na RSI) , a w październiku odczyt ten, mimo pewnego pogorszenia, nie uległ istotnej zmianie. Wskaźniki RSI wzrosły, ale pozostają dość dalekie od poziomów wykupienia.
- Z drugiej strony, w przypadku większości aktywów ryzykownych dynamika budowana jest z trudem, co wydaje się być pochodną rosnącej niepewności i słabej widoczności kolejnych kroków.
- W momencie pisania tego tekstu dane techniczne pozostają mieszane i nie wykazują tendencji kierunkowej.

NASTROJE

- Jeśli z jednej strony przyznajemy, że w kwestii postrzegania wzrostu gospodarczego nic się nie poprawiło, to z drugiej zauważamy, że większość naszych wskaźników nastawienia do ryzyka nadal znajduje się w całkiem dobrej kondycji.
- Mimo narastających obaw utrzymujemy umiarkowanie konstruktywne nastawienie do ryzyka rynkowego. Warunki finansowe pozostają luźne w większości regionów, a rewizje wskaźników zysku na akcję mimo pogarszania się z nawiązką kompensują zarówno wahania wartości USD, jak i spadek liczby niespodzianek ekonomicznych (co jest ewidentnie pierwszą oznaką rotacji ryzyka).
- Inwestorzy instytucjonalni nadal wykazują pozytywne nastawienie do ryzyka, przy czym wzrost atrakcyjności ryzyka jest w dalszym ciągu widoczny w przypadku akcji i surowców.

Wartości „czujek" Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST) nadal sygnalizują poprawę koniunktury



Source: Amundi Research, Data as of 15 October 2021

Wskaźnik percepcji ryzyka CAST nie wykazał strukturalnego wzrostu. Korekty wskaźników zysku na akcję (EPS) zaczęły się zmniejszać (przez co zmalała również luka pomiędzy EPS a gorszymi od oczekiwań danymi), ale banki centralne nadal utrzymują premie za ryzyko kredytowe na niskim poziomie, a na dodatek dynamika USD zmalała. Podsumowując, brakuje nam dowodów na strukturalny spadek ryzyka, a widoczność kolejnych kroków wciąż się pogarsza.

Metodologia Rozważamy pięć wejść, które nazywamy „czujkami": USTW$ (indeks dolara ważony wymianą handlową), spread między aktywami o ratingu Baa i Aaa według agencji Moody's, korekty EPS, rentowność skorygowaną o ryzyko oraz skorygowany o ryzyko stosunek przepływy pieniężne/cena. Czujki te wykorzystywane są do zmiany pozycjonowania w zakresie alokacji naszych aktywów taktycznych. Po wykryciu niewątpliwego przekroczenia wartości progowych wspomniane pięć zmiennych jest agregowane jako wskaźnik wyprzedzający warunki skrajne na rynku przy określonym poziomie prawdopodobieństwa. Przedstawiony na ilustracji pięciokąt odzwierciedla pięć czujek, a czerwona linia oznacza próg alarmowy. Im większe jest pole powierzchni obszaru za czerwoną linią, tym większe jest postrzegane ryzyko, a tym samym potrzeba wdrożenia defensywnej alokacji aktywów.

 Dokument przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

1 Kryzys energetyczny powinien mieć charakter tymczasowy

- Ceny gazu ziemnego gwałtownie wzrosły, przyczyniając się do globalnej inflacji zasobów.
- Największą nierównowagę między popytem a produkcją obserwuje się w Chinach i Europie.
- Pomimo ostatnich wzrostów ceny gazu ziemnego nie wymknęły się spod kontroli, a ze względu na oczekiwania dotyczące wystąpienia globalnej nadwyżki netto, przepływy gazu ziemnego zrównoważą import do Europy i Azji.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Scenariusz główny: brak kryzysu energetycznego tej zimy w Europie i w Chinach, ale presja utrzymuje się.

2 Obniżenie prognozy wzrostu gospodarczego w Chinach i wpływ tej zmiany na rynki wschodzące

- Słabszy od oczekiwań PKB za III kwartał, więcej negatywnych niż pozytywnych katalizatorów w horyzoncie półrocznym.
- Ponownie obniżamy nasze prognozy wzrostu gospodarczego, nie oczekując już powrotu do trendu w IV kwartale 2021 r. ze względu na spowolnienie w budownictwie mieszkaniowym i cięcia produkcyjne związane z dekarbonizacją.
- Presja inflacyjna w zakresie CPI pozostaje stłumiona, ponieważ konsumpcja usług została mocno dotknięta polityką zerowej tolerancji dla Covid.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Spowolnienie w Chinach będzie miało największy wpływ na Chile i Peru poprzez handel i eksport surowców.

3 Aktualizacja krótko- i średnioterminowych prognoz gospodarczych dla rynków wschodzących

- Dynamika gospodarcza mierzona wskaźnikiem CEMI pogorszyła się bardziej niż oczekiwano, co było spowodowane komponentem związanym z globalnymi rynkami wschodzącymi (zwłaszcza Chinami).
- Inflacja wydaje się bardziej trwała, wywierając presję na politykę monetarną i nominalne (oraz realne) stopy procentowe.
- Średni i długi okres: nietypowa normalizacja — wzrost gospodarczy na poziomie potencjału, a inflacja na poziomie najwyższych wartości z ostatniej dekady.

Konsekwencje dla inwestorów:

- W krótkim okresie jest to otoczenie mniej korzystne dla wyceny aktywów ryzykownych — pomimo niedawnej korekty nie zostało ono jeszcze wycenione przez rynki.

4 Waluty z grupy G10 w wąskim zakresie

- Większość naszych celów na koniec roku została osiągnięta we wrześniu 2021 r., przy czym waluty cykliczne osiągnęły niższe poziomy niż wcześniej zakładaliśmy.
- Obecne główne tematy walutowe:

  1) Rozbieżność w zakresie polityki monetarnej, wymagająca odróżnienia walut wysoko i nisko oprocentowanych.

  2) Spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego sugerujące, że carry trade powinno opierać się na walutach najwyższej jakości (np. USD).

  3) Zmiany w zakresie akceptacji ryzyka prawdopodobnie przyspieszyłyby ruchy kursów walutowych.

  4) Brak wyraźnego ukierunkowania.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Waluty G10 poruszają się w wąskich przedziałach ze względu na brak wyraźnego kierunku, przy czym USD zyskuje w stosunku do walut o niskiej rentowności i stabilizuje się w stosunku do większości walut cyklicznych.

Najnowsze informacje o Covid-19

Pierre BLANCHET, *Szef ds. analiz inwestycyjnych*

W miarę jak wkraczamy w sezon zimowy na półkuli północnej rosnąca liczba zachorowań na Covid budzi obawy przed nową falą. Pomimo masowej kampanii szczepień w Chinach obserwowany jest nawrót epidemii (choć trzeba pamiętać, że zastosowana szczepionka cechowała się mniejszą skutecznością). W kilku krajach Europy Zachodniej, w tym we Francji i w Niemczech, obserwuje się wzrost liczby tygodniowych przypadków, chociaż liczba zgonów związanych z Covid jest nadal ograniczona. Wielka Brytania jest wyjątkiem, gdzie odnotowuje się trzy razy więcej przypadków niż na kontynencie i osiem razy więcej ofiar. Największe obawy dotyczą jednak Europy Środkowej i Wschodniej, gdzie poziom szczepień pozostaje niski, a wskaźniki zakażeń i zgonów należą do najwyższych na świecie. W Rumunii, Bułgarii i Mołdawii, które znajdują się w centrum obecnej nowej fali, liczba dziennych zgonów na milion mieszkańców jest od 10 do 15 razy większa niż na Zachodzie. Brak zaufania do władz, nieefektywne struktury zdrowia publicznego i niestabilność polityczna wyjaśniają niski wskaźnik szczepień (średnio 20–30%), który przekłada się na wysoką śmiertelność. W krajach wschodzących w ramach wspieranego przez WHO programu Covax nie dostarczono (jeszcze) ilości szczepionek wystarczającej do ograniczenia rozprzestrzeniania się wirusa, co oznacza, że możemy być świadkami pojawienia się bardziej zjadliwych szczepów o daleko idących konsekwencjach dla gospodarek rozwiniętych.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=		Po opublikowaniu przez Fed programu luzowania pod koniec września oczekiwania inflacyjne i rentowność obligacji wzrosły, a spółki zyskujące na ponownym otwarciu umocniły swoją względną pozycję. Wysokie odczyty inflacji wymuszają jednak na inwestorach ochronę portfeli przed wzrostem cen — należy również pamiętać o zmienności związanej z pułapem zadłużenia i podwyżkami podatków. Zachowując neutralne nastawienie do akcji, uważamy, że inwestorzy powinni bardziej skupić się na danych fundamentalnych, gdyż wyceny pozostają wysokie.
	Segment „wartości", USA	+		Ostatniemu wzrostowi rentowności głównych obligacji towarzyszyła rosnąca inflacja. Uważamy, że segment „wartości" (finanse, energetyka) jest dobrym sposobem na zabezpieczenie portfela przed inflacją, zwłaszcza w przypadku spółek wysokiej jakości, które posiadają dobrą pozycję przetargową w zakresie ustalania cen. Dyskonto segmentu „wartości" w stosunku do segmentu „wzrostu" jest wysokie, ale długoterminowe zwroty będą w większym stopniu pochodną selekcji akcji.
	Segment „wzrostu", USA	-		Uważamy, że obecne wyceny są niespójne z oczekiwaniami dotyczącymi wysokiej inflacji, a w konsekwencji wyższych stóp (realnych), które mogłyby podważyć nadmierne wyceny. W miarę postępów na tym froncie akcje z segmentu „wzrostu", których wyceny opierają się na niskich stopach dyskontowych, powinny doświadczać zmienności, co uzasadnia przyjęcie postawy defensywnej.
	Europa	=		W kontekście gwałtownego wzrostu cen energii w Europie trwa ożywienie gospodarcze, ale w niektórych segmentach wyceny są skrajne — nie uwzględniają one wysokiej inflacji, która zmusza firmy do absorpcji kosztów, co wpływa na marże. W warunkach dużego rozproszenia wycen inwestorzy powinni jednak traktować priorytetowo selekcję i poszukiwać wartościowych akcji wysokiej jakości, które mogą wytrzymać presję cenową dzięki możliwości utrzymania wysokiej siły przetargowej w zakresie ustalania cen lub dominującej pozycji rynkowej po zakończeniu bieżącego sezonu publikacji wyników.
	Japonia	=		Biorąc pod uwagę, że Japonia jest rynkiem bardziej cyklicznym, akcjom powinien nadal sprzyjać powrót zysków towarzyszący spadkowi liczby nowych przypadków Covid i kontynuacji ponownego otwarcia gospodarki. Dodatkowym źródłem wsparcia powinna być deprecjacja jena.
	Rynki wschodzące	=		Uważamy, że argumenty przemawiające za selekcją na rynkach wschodzących są bardzo istotne, co sprawia, że nie należy ich już uważać za jednolity blok. Patrząc w przyszłość, można się spodziewać, że normalizacja zysków i postępy na froncie szczepień stworzą zachęcający obraz dla rynków wschodzących, choć występuje też pewna liczba czynników o charakterze lokalnym. Jeśli chodzi o Chiny, pewne osłabienie wzrostu gospodarczego i możliwość wprowadzenia kolejnych regulacji sprawiają, że w odniesieniu do najbliższego okresu zachowujemy ostrożność, ale perspektywy długoterminowe uznajemy za pozytywne, ponieważ kraj ten rozpoczyna fazę wzrostu bardziej zrównoważonego i charakteryzującego się wyższą jakością. Ze względu na silny eksport podobają nam się takie kraje jak Rosja, a ze względu na potencjał popytu wewnętrznego preferujemy Indie.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	-		Rentowność głównych obligacji wzrosła po komentarzach z wrześniowego posiedzenia Federalnego Komitetu do spraw Operacji Otwartego Rynku — zasugerowano, że Fed może rozpocząć tapering. Inflacja pozostaje jednak na wysokim poziomie, nawet pomimo utrzymujących się ograniczeń podaży. Uważamy, że obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych mogą znaleźć się pod presją, ale ryzyko wykolejenia ożywienia gospodarczego przez inflację oznacza, że banki centralne mogą nie być skłonne do istotnego zacieśniania polityki monetarnej. W związku z tym jesteśmy ostrożni, jeśli chodzi o duracje, ale pozostajemy elastyczni. Obligacje skarbowe indeksowane inflacją (TIPS) oferują zyski zabezpieczone przed inflacją, ale istnieją obawy związane z wyceną.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=		Fundamenty kredytowe są dobre, ale przyjmujemy wobec tej klasy aktywów wysoce selektywne podejście, które pozwala nam ograniczyć betę i ekspozycję na dług o długim terminie zapadalności. Uważamy również na ryzyko związane ze wzrostem rentowności głównych obligacji. Obligacje sekurytyzacyjne zabezpieczone kredytami i hipotekami są atrakcyjne ze względu na wysokie dochody i oszczędności konsumentów, ale w przypadku rynków mieszkaniowych zachowujemy ostrożność w obliczu potencjalnego taperingu Fedu.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Zmierzamy w kierunku fazy, w której kierunkowość rynku będzie odgrywać coraz mniejszą rolę w kształtowaniu stóp zwrotu. Chociaż segment ten oferuje dobre okazje do carry trade, a dane fundamentalne są korzystne, w coraz większym stopniu polegamy na selekcji, aby oddzielić ziarno od plew i unikać obszarów o wysokim poziomie dźwigni finansowej.
	Skarbowe Europa	-/=		Inflacja jest wysoka z powodu wąskich gardeł podaży i presji związanej z sytuacją energetyczną, co znajduje odzwierciedlenie w rosnących rentownościach. Chociaż EBC zasygnalizował pewne spowolnienie skupu aktywów, uważamy, że będzie dążyć do utrzymania akomodacyjnych warunków finansowych. Dlatego też pozostajemy defensywni i elastyczni w odniesieniu do obligacji ze strefy euro, poza ścisłymi peryferiami. W przypadku długu peryferyjnego jesteśmy natomiast pozytywnie nastawieni ze względu na ożywienie gospodarcze i wsparcie ze strony funduszu Next Gen EU, chociaż monitorujemy czynniki ryzyka politycznego.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=/+		Dane fundamentalne nadal się poprawiają, choć w nieco wolniejszym tempie, a płynność utrzymuje się na wysokim poziomie. Zwiększamy jednak selektywność w poszukiwaniu spółek, które są w stanie przenosić wzrost kosztów na konsumentów. Preferujemy instrumenty o krótszym terminie zapadalności i te z ratingiem BBB, a wśród tych sklasyfikowanych wyżej unikamy spółek, które mogą angażować się w bezproduktywne fuzje i przejęcia lub zwiększać zadłużenie.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=		Uważamy, że nie jest to czas na strukturalne obniżanie ryzyka, ale jesteśmy ostrożni w stosunku do długu o dłuższych terminach zapadalności i wolimy grać kartą kompresji spreadów. Ze względu na atrakcyjną rentowność dług podporządkowany z sektora finansowego wypada bardzo dobrze na tle całego sektora obligacji korporacyjnych, ale ogólnie rzecz biorąc, zachowujemy równowagę pomiędzy wyższą rentownością a jakością.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Pozytywnymi czynnikami są poprawa salda na rachunku obrotów bieżących oraz różnica tempa wzrostu gospodarczego między rynkami wschodzącymi a krajami rozwiniętymi. Nadal preferujemy dług denominowany w walutach lokalnych i utrzymujemy nasze preferencje dla instrumentów wysokodochodowych w stosunku do klasy inwestycyjnej w krajach korzystających z silnych fundamentów i wyższych cen surowców.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		W najbliższym czasie aprecjacja dolara i potencjalne zacieśnienie polityki monetarnej w krajach rozwiniętych będą stanowić naturalne wyzwania dla długu denominowanego w walutach lokalnych, co podkreśla potrzebę selektywnego podejścia. Koncentrujemy się na krajach takich jak Rosja, gdzie zacieśnianie polityki pieniężnej jest już prawie zakończone. W Azji Chiński Bank Ludowy będzie starał się zapobiec rozprzestrzenianiu się problemów na inne części gospodarki.
INNE	Surowce			Chociaż ceny gazu ziemnego wzrosły z powodu braku równowagi między popytem a podażą w Europie i Azji, nie wymknęły się spod kontroli. W dłuższej perspektywie oczekuje się, że na świecie wystąpi nadwyżka netto. OPEC powinien zwiększyć wydobycie ropy, aby uniknąć uderzenia w globalny popyt. Złoto może być jednak przedmiotem pewnych wahań (normalizacja polityki Fedu), choć pozostaje dobrym sposobem na dywersyfikację portfela.
	Waluty			Rozbieżności w polityce monetarnej i spowolnienie globalnego wzrostu powinny mieć pozytywny wpływ na USD (wysokiej jakości carry trade) w porównaniu z walutami nisko oprocentowanymi, takimi jak EUR, CHF i JPY. W stosunku do wysokodochodowych walut cyklicznych USD powinien się jednak ustabilizować. W długim terminie wysokie deficyty i zadłużenie Stanów Zjednoczonych będą prawdopodobnie ciążyć „zielonemu".

LEGENDA

--- -- - = + ++ +++

Negatywna | Neutralna | Pozytywna | ▼ Pogorszenie w stosunku do poprzedniego miesiąca | ▲ Poprawa w stosunku do poprzedniego miesiąca

Źródło: Amundi, na dzień 26 października 2021 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregokolwiek z produktów Amundi.
IG = obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej, HY = wysokodochodowe obligacje korporacyjne; EM Bonds HC / LC = obligacje z rynków wschodzących denominowane w twardej walucie / walucie lokalnej; WTI = West Texas Intermediate. QE = ilościowe rozluźnienie polityki pieniężnej

 Dokument przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.

KRAJE ROZWINIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2021-10-28

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %				Inflacja (CPI, r/r, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Świat	-3,3	5,8	3,9	3,4	2,6	3,7	3,9	3,3
Kraje rozwinięte	-5,1	5,0	3,5	2,0	0,8	2,9	2,8	2,1
USA	-3,4	5,7	3,3	2,1	1,3	4,4	3,7	2,8
Japonia	-4,9	2,4	2,6	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
Wlk. Brytania	-9,7	6,9	4,6	2,4	0,9	2,4	3,7	2,5
Strefa euro	-6,5	4,9	3,9	2,2	0,3	2,4	2,4	1,7
Niemcy	-4,9	2,5	3,9	2,0	0,4	3,1	2,4	1,7
Francja	-8,0	6,1	3,9	1,8	0,5	2,0	2,3	2,0
Włochy	-9,0	6,1	4,8	1,9	-0,1	1,8	2,3	1,7
Hiszpania	-10,8	5,2	5,9	2,8	-0,3	2,6	2,4	1,7

Źródło: Amundi Research

- **Stany Zjednoczone:** spodziewamy się, że po spowolnieniu w III kwartale wzrost gospodarczy przyspieszy w IV kwartale, w miarę ustępowania wariantu Delta. Wskaźniki wysokiej częstotliwości wskazują na ponowny wzrost mobilności i aktywności, co dobrze wróży na okres świąteczny. W IV kwartale inflacja ma nadal rosnąć, napędzana przez rosnące czynsze, wyższe koszty energii oraz problemy po stronie podaży przy silnym popycie. Ostatnio podnieśliśmy naszą prognozę inflacji, jednocześnie zmniejszając prognozę wzrostu gospodarczego o kilka punktów bazowych. Polityka fiskalna pozostaje kluczowa dla perspektyw i mogłaby pozytywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy w przypadku zatwierdzenia planu infrastrukturalnego Joego Bidena na pełną skalę (obecnie nie jest to nasz scenariusz bazowy).
- **Strefa euro**: po wcześniejszym niż oczekiwano wzroście aktywności w II kwartale w kilku krajach członkowskich oczekujemy kontynuacji ożywienia — będzie ono jednak wolniejsze, zgodnie z najnowszymi danymi o wysokiej częstotliwości i danymi ankietowymi. Temu umiarkowanemu wzrostowi będzie towarzyszyć utrzymująca się presja cenowa, odzwierciedlająca spotęgowane kryzysem energetycznym krótkoterminowe problemy z podażą. Na razie nie przewidujemy wpływu efektów drugiej rundy na inflację (negocjacje płacowe). Dlatego też, choć podwyższamy nasze prognozy inflacyjne na rok 2021, nadal oczekujemy stopniowego spadku inflacji w przyszłym roku.
- **Japonia:** Fumio Kishida objął urząd premiera Japonii, co stwarza perspektywę kontynuacji wspierającej polityki monetarnej i fiskalnej. W kraju od września zaczęto stopniowo znosić stan wyjątkowy, ponieważ odsetek w pełni zaszczepionych wzrósł do ponad 70%, co utorowało drogę dla ożywienia konsumpcji prywatnej. Podtrzymujemy jednak nasz pogląd o łagodnej presji inflacyjnej w 2021 r., oczekując ograniczonego przełożenia na nią rosnących cen energii. W 2022 r. inflacja będzie rosła w szybszym tempie w miarę wygasania czynników przejściowych (zmiany opłat za telefonię komórkową, zmiana bazy).
- **Wielka Brytania:** gospodarka brytyjska odnotowała II kw. wysoki wzrost. W III kw. gospodarka prawdopodobnie skorzystała na dalszym znoszeniu ograniczeń, choć impuls z ostatnich etapów łagodzenia lockdownów nie powinien doprowadzić do powtórzenia wyników z kwietnia i maja. Ożywienie gospodarcze rzeczywiście traci na sile, ponieważ dane o wysokiej częstotliwości wskazują na osłabienie dynamiki. Problemy z podażą, kryzys energetyczny oraz oznaki wzrostu płac skłoniły nas do rewizji naszych prognoz inflacyjnych na IV kwartał 2021 r., a także na 2022 r., choć nadal oczekujemy, że pod koniec przyszłego roku inflacja będzie się łagodnie zbliżać do celu.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	28.10 2021	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi + 12 m.	Konsensus + 12 m.
USA	0,13	0/0,25	0,19	0/0,25	0,49
Strefa euro	-0,50	-0,50	-0,48	-0,50	-0,40
Japonia	-0,04	-0,1	-0,03	-0,1	-0,02
Wlk. Brytania	0,10	0,5	0,77	0,75	1,10

Źródło: Amundi Research

- **Fed:** redukcja skupu aktywów powinna rozpocząć się już w listopadzie, a zakończenie programu planowane jest na połowę 2022 r. Oczekuje się, że Fed będzie redukować zakupy w tempie 15 mld USD miesięcznie do czerwca. Skup obligacji skarbowych powinien być zmniejszany o 10 mld USD miesięcznie, w stosunku do obecnego poziomu 80 mld USD miesięcznie. Skup obligacji zabezpieczonych hipoteką (MBS) powinien być zmniejszany o 5 mld USD miesięcznie, w stosunku do obecnych 40 mld USD miesięcznie. Prognozy inflacji zostały skorygowane w górę — obecnie oczekuje się, że bazowy wskaźnik PCE osiągnie poziom 2,3% w 2022 r. i 2,2% w 2023 r. Inflacja będzie prawdopodobnie czynnikiem decydującym o terminie pierwszej podwyżki stóp procentowych oraz o tempie kolejnych. Jeśli w 2022 roku inflacja bazowa będzie nadal zaskakiwać nadmiernym wzrostem, pierwsza podwyżka stóp mogłaby nastąpić w IV kw. przyszłego roku.
- **EBC:** oczekujemy, że do końca roku EBC będzie kontynuować PEPP w obecnym tempie blisko 70 mld EUR miesięcznie i wykorzysta pozostałą pulę środków w I kw. lub zmniejszy ją w pierwszym półroczu, aby wyrównać skup w podziale na miesiące. W grudniu EBC ogłosi swoją strategię stymulacji na 2022 r. — oczekujemy, że utrzyma nieco gołębie stanowisko, ze stabilną perspektywą dla stóp procentowych i stałym tempem skupu aktywów według standardów historycznych, kalibrując luzowanie ilościowe w celu wchłonięcia większości emisji netto, tak jak to miało miejsce w ciągu ostatnich dwóch lat.
- **Bank Japonii:** zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, na październikowym posiedzeniu Bank Japonii pozostawił swoją politykę monetarną bez zmian. W swoim najnowszym raporcie kwartalnym bank centralny nieznacznie obniżył prognozę wzrostu PKB na rok 2021, biorąc pod uwagę opóźnienie oczekiwanego ożywienia konsumpcji z powodu komplikacji związanych z Covid-19. Inflacja bazowa CPI również została istotnie obniżona z powodu jednorazowej korekty bazy. Wraz ze wzrostem wskaźnika pełnego wyszczepienia do ponad 70% oczekujemy stopniowego wzmocnienia popytu konsumpcyjnego i wzrostu inflacji. W latach 2022–23 podstawowy odczyt prawdopodobnie pozostanie jednak poniżej wyznaczonego przez Bank Japonii celu na poziomie 2%, co opóźni normalizację polityki monetarnej.
- **Bank Anglii:** po zaskakująco jastrzębich prognozach stóp procentowych na ostatnim posiedzeniu, ostatni komunikat Banku Anglii wzmocnił przekaz o potrzebie szybkiego działania, głównie w celu utrzymania oczekiwań inflacyjnych na stabilnym poziomie. Obecnie oczekujemy, że Komitet Polityki Monetarnej podniesie stopę procentową wcześniej niż dotychczas sądzono — naszym zdaniem do końca roku można spodziewać się podwyżki o 15 p.b. (przy czym w listopadzie i grudniu będzie to bardzo prawdopodobne), a następnie podwyżki o 25 p.b. na posiedzeniu zaplanowanym na luty. Kolejna podwyżka o 25 p.b. mogłaby nastąpić na posiedzeniu w sierpniu 2022 r., w zależności od przyszłych trendów makroekonomicznych.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
Rezerwa Federalna (FOMC)	**3 listopada**
Bank Anglii (MPC)	**4 listopada**
EBC (Rada Prezesów)	**16 grudnia**
Bank Japonii (MPM)	**17 grudnia**

Źródło: Amundi Research

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2021-10-28

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %				Inflacja (CPI, r/r, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Świat	-3,3	5,8	3,9	3,4	2,6	3,7	3,9	3,3
Kraje wschodzące	-2,0	6,4	4,3	4,3	3,9	4,2	4,7	4,1
Chiny	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,8	2,1	1,8
Brazylia	-4,1	5,1	0,7	1,5	3,2	8,2	7,5	5,3
Meksyk	-8,3	6,0	2,7	2,0	3,4	5,6	4,8	3,8
Rosja	-3,1	4,2	2,6	2,5	3,4	6,5	5,6	4,2
Indie	-7,1	8,2	6,3	6,4	6,6	5,0	5,9	5,6
Indonezja	-2,0	3,5	4,7	5,1	2,0	1,6	2,9	2,8
RPA	-6,9	4,6	2,7	2,3	3,2	4,5	4,8	4,8
Turcja	1,6	7,8	4,4	4,0	12,3	17,7	14,9	11,3

Źródło: Amundi Research

- **Chiny:** oczekujemy, że w 2021 i 2022 r. PKB Chin wzrośnie odpowiednio o 7,7% i 4,7%, co oznacza spadek w stosunku prognoz sprzed miesiąca na poziomie 8,3% i 4,9%. Pomimo złagodzenia zasad dystansu społecznego splot niekorzystnych czynników nadal ciąży nad ożywieniem gospodarczym — można tu zaliczyć spowolnienie w budownictwie mieszkaniowym oraz kontrolę zużycia energii przez Krajową Komisję Rozwoju i Reform. Konsumpcja usług i inwestycje infrastrukturalne prawdopodobnie odbiją się od dna, częściowo niwelując spowolnienie. Jeśli chodzi o inflację, to wzrost PPI jest prawdopodobny, biorąc pod uwagę występujące ograniczenia podaży. Inflacja CPI powinna pozostać na niskim poziomie w kontekście trudności z ożywieniem konsumpcji.
- **Brazylia:** Chociaż sytuacja w zakresie Covid wygląda dość dobrze, a gospodarka jako całość powróciła do poziomów sprzed pandemii, aspekty związane z cykliczną dynamiką makroekonomiczną stanowią o wiele większe wyzwanie. Aktywność gospodarcza musi stawić czoła wielu przeszkodom, w tym wysokiej inflacji, rosnącym stopom procentowym oraz znaczącej niepewności politycznej i fiskalnej. Presja inflacyjna nie słabnie, a dużą rolę odgrywają rosnące ceny energii na świecie oraz deprecjacja waluty, co sprawia, że główna stopa procentowa utrzymuje się na poziomie dwucyfrowym. W międzyczasie administracja reaguje na rosnące potrzeby społeczne (spowodowane wysoką inflacją) dodatkowymi wydatkami, które zgodnie z najnowszą propozycją nie mieszczą się w ustalonym wcześniej limicie. Rynki z kolei gwałtownie reagują na te wiadomości, co jeszcze bardziej wzmacnia dynamikę błędnego koła.
- **Turcja:** w przeciwieństwie do większości władz monetarnych z rynków wschodzących turecki bank centralny obniżył stopę referencyjną z 18% do 16%. Choć rynek oczekiwał złagodzenia stóp w związku z ostatnimi zmianami w Komitecie Polityki Pieniężnej, obniżka była dwukrotnie wyższa niż oczekiwano (200 p.b. zamiast spodziewanych 100 p.b.). W tym momencie Turcja doświadcza presji inflacyjnej (19,6% r/r we wrześniu), która w normalnych warunkach spowodowałaby zaostrzenie polityki pieniężnej. Cięcie o 200 p.b. było zgodne z naszymi oczekiwaniami na IV kw. 2021 r., a drzwi do dalszego — prawdopodobnie wcześniejszego — luzowania (powyżej naszej prognozy na poziomie 100 p.b.) w 2022 r. są otwarte.
- **Polska, Czechy i Węgry:** oczekuje się, że w latach 2021–22 wzrost w regionie utrzyma się na poziomie ok. 4% lub wyższym. W drugim półroczu roku tempo to spadło z powodu przedłużających się braków w łańcuchu dostaw, opóźnień w wypłatach środków unijnych oraz niepewności związanej z koronawirusem. W ciągu miesiąca cykl podwyżek stóp procentowych był kontynuowany (Węgry 15 p.b., Czechy 75 p.b.), lub został rozpoczęty (NBP: 40 p.b.) ze względu na presję inflacyjną ze strony zarówno podaży (np. energia), jak i popytu (ożywienie gospodarcze i napięty rynek pracy). Oczekuje się, że inflacja pozostanie powyżej celu do końca 2021 r. W przyszłym roku spodziewamy się dalszych podwyżek w związku z utrzymującą się presją inflacyjną i silnym wzrostem gospodarczym napędzanym przez ciągłe wsparcie fiskalne.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	28.10 2021	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Indie	4,00	4,25	4,15	4,75	4,45
Brazylia	7,75	10,75	8,9	10,75	8,90
Rosja	7,50	8,00	6,80	7,50	6,15

Źródło: Amundi Research

- **ChBL (Chiny)** ChBL zasugerował, że po prostu zroluje średnioterminowy instrument pożyczkowy (MLF) na tę samą kwotę, zamiast obniżać stopę rezerw obowiązkowych przed terminem zapadalności MLF w IV kwartale. Nie spodziewamy się już, że w październiku nastąpi dodatkowa obniżka stopy rezerw obowiązkowych o 50 p.b., i podtrzymujemy nasze stanowisko co do braku obniżki głównej stopy procentowej. Na obecnym etapie bardziej prawdopodobny jest ukierunkowany program ponownego udzielania pożyczek na projekty związane z neutralnością węglową lub MŚP przy zastosowaniu preferencyjnych stóp. Wprowadzane są również niewielkie zmiany w polityce mieszkaniowej. ChBL wezwał banki do rezygnacji z nadmiernej gorliwości we wdrażaniu polityki makroostrożnościowej. Opóźnienia w wypłatach kredytów dla deweloperów i przedłużające się terminy udzielania kredytów hipotecznych prawdopodobnie ulegną poprawie.
- **RBI (Indie):** Podczas październikowego posiedzenia Komitetu Polityki Pieniężnej indyjski bank centralny utrzymał stopy procentowe na poziomie 4,0%, pozostawił asymetryczny korytarz ze stopą transakcji warunkowej sprzedaży (reverse repo) na poziomie 3,35%, a także utrzymał gołębie nastawienie w zakresie polityki monetarnej. Jedyną zapowiedzianą zmianą było zakończenie luzowania ilościowego (G-SAP) od 21 października ze względu na odpowiednią przestrzeń fiskalną w trakcie roku fiskalnym. Proces normalizacji powinien rozpocząć się już wkrótce (21 grudnia), wraz z podniesieniem stopy transakcji warunkowej sprzedaży do 3,75% (+40 p.b.), a następnie zaostrzeniem stóp procentowych od kwietnia 2022 r. W 2022 r. inflacja powinna oscylować wokół górnej granicy docelowego przedziału RBI.
- **BCB (Brazylia):** w październiku bank centralny podniósł stopę procentową o 150 p.b. (do 7,75%) i wstępnie zapowiedział podwyżkę o podobnej skali na następnym posiedzeniu w grudniu. Bank centralny zaostrzył ponadto swoje zapowiedzi, stwierdzając, że stopy procentowe muszą wzrosnąć „jeszcze bardziej", do poziomu mającego negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego, w odpowiedzi na rosnące obawy fiskalne — administracja ogłosiła, że limit wydatków, ostateczna kotwica fiskalna, zostanie naruszony/zmieniony, aby stworzyć przestrzeń fiskalną potrzebną do zaspokojenia pilnych potrzeb społecznych, co jednak może wiązać się z dodatkowym ryzykiem wzrostu inflacji. Sądzimy, że w nowym roku bank centralny doprowadzi do osiągnięcia przez SELIC poziomu dwucyfrowego, a stopa końcowa wyniesie około 11%, najwięcej od prawie pięciu lat.
- **CBR (Rosja):** 22 października Centralny Bank Rosji podniósł swoją główną stopę procentową o 75 p.b., do 7,5%, co wykroczyło ponad oczekiwania rynku. CBR wspomniał o szybszym wzroście popytu krajowego w stosunku do możliwości podażowych, co miałoby prowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. CBR pozostawił otwartą furtkę dla dalszych podwyżek. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych osiągnęły w październiku nowe pięcioletnie maksimum, a oczekiwania cenowe przedsiębiorstw również są bliskie wieloletnich rekordów. CBR oczekuje, że inflacja na koniec roku znajdzie się w przedziale 7,4–7,9%, przekraczającym wcześniejsze prognozy, i spadnie do 4–4,5% do końca 2022 r.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
ChBL	**22 listopada**
BRI	**8 grudnia**
BCB, Brazylia	**8 grudnia**
CBR	**17 grudnia**

Źródło: Amundi Research

 Dokument przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy makroekonomiczne

(28 października 2021)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %				Inflacja (CPI, r/r, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
USA	-3,4	5,7	3,3	2,1	1,3	4,4	3,7	2,8
Japonia	-4,9	2,4	2,6	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
Strefa euro	-6,5	4,9	3,9	2,2	0,3	2,4	2,4	1,7
Niemcy	-4,9	2,5	3,9	2,0	0,4	3,1	2,4	1,7
Francja	-8,0	6,1	3,9	1,8	0,5	2,0	2,3	2,0
Włochy	-9,0	6,1	4,8	1,9	-0,1	1,8	2,3	1,7
Hiszpania	-10,8	5,2	5,9	2,8	-0,3	2,6	2,4	1,7
Wlk. Brytania	-9,7	6,9	4,6	2,4	0,9	2,4	3,7	2,5
Chiny	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,8	2,1	1,8
Brazylia	-4,1	5,1	0,7	1,5	3,2	8,2	7,5	5,3
Meksyk	-8,3	6,0	2,7	2,0	3,4	5,6	4,8	3,8
Rosja	-3,1	4,2	2,6	2,5	3,4	6,5	5,6	4,2
Indie	-7,1	8,2	6,3	6,4	6,6	5,0	5,9	5,6
Indonezja	-2,0	3,5	4,7	5,1	2,0	1,6	2,9	2,8
RPA	-6,9	4,6	2,7	2,3	3,2	4,5	4,8	4,8
Turcja	1,6	7,8	4,4	4,0	12,3	17,7	14,9	11,3
Kraje rozwinięte	-5,1	5,0	3,5	2,0	0,8	2,9	2,8	2,1
Kraje wschodzące	-2,0	6,4	4,3	4,3	3,9	4,2	4,7	4,1
Świat	-3,3	5,8	3,9	3,4	2,6	3,7	3,9	3,3

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	2021-10-28	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,13	0/0,25	0,19	0/0,25	0,49
Strefa euro	-0,50	-0,50	-0,48	-0,50	-0,40
Japonia	-0,04	-0,1	-0,03	-0,1	-0,02
Wlk. Brytania	0,10	0,5	0,77	0,75	1,10

Kraje wschodzące

	2021-10-28	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Indie	4,00	4,25	4,15	4,75	4,45
Brazylia	7,75	10,75	8,9	10,75	8,90
Rosja	7,50	8,00	6,80	7,50	6,15

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich

	2021-10-22	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	0,48	0,45/0,60	0,82	0,7/0,9	1,12
Niemcy	-0,64	-0,70/-0,50	-0,59	-0,70/-0,50	-0,55
Japonia	-0,10	-0,20/-0,10	-0,12	-0,20/-0,10	-0,10
Wlk. Brytania	0,68	0,50/0,70	0,83	0,7/0,8	0,84

Rentowność obl. 10-letnich

	2021-10-22	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	1,66	1,6/1,8	1,80	1,8/2,0	1,93
Niemcy	-0,10	-0,3/-0,1	-0,03	-0,3/-0,1	0,03
Japonia	0,10	0/0,20	0,13	0/0,20	0,18
Wlk. Brytania	1,17	1,0/1,2	1,27	1,2/1,4	1,32

Prognoza dla walut

	2021-10-22	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.
EUR/USD	1,16	1,14	1,17	1,14	1,18
USD/JPY	114	113	112	116	112
EUR/GBP	0,85	0,85	0,85	0,83	0,85
EUR/CHF	1,07	1,07	1,10	1,08	1,12
EUR/NOK	9,73	9,91	9,90	9,21	9,73

	2021-10-22	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.
EUR/SEK	9,98	10,11	10,00	9,88	9,80
USD/CAD	1,24	1,27	1,24	1,21	1,22
AUD/USD	0,75	0,73	0,75	0,77	0,76
NZD/USD	0,72	0,70	0,72	0,71	0,73
USD/CNY	6,39	6,45	6,50	6,50	6,40

Niepewność związana z naszymi prognozami makroekonomicznymi jest bardzo wysoka, co powoduje częste korygowanie ocen zawsze, gdy pojawiają się nowe dane okresowe. Obecnie udział komponentu jakościowego w naszych prognozach makroekonomicznych jest wyższy, co ogranicza ich dokładność statystyczną i zwiększa ich niepewność ze względu na większe zróżnicowanie przewidywanych wartości. Źródło: Amundi Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



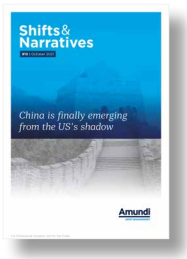
H2 2021 - Inflation blows on markets, and investors need to act (28-06-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Global Head of Research

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts – Q3 - 2021 (05-08-2021)
DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

Shifts & Narratives #8 - Post-summer check-up on the regime shift (16-09-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)
SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

Real assets favoured in a post-Covid-19 world, but higher fragmentation requires scrutiny (06-09-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagement - POISSON Matthieu, CIO – Infrastructure - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt

European commercial real estate: play the re-opening with quality assets (23-08-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer – BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate – CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets – ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy – Business Intelligence – BARON Thomas, Research and Strategy Analyst – Amundi Immobilier - BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit – KIM Jung, Senior Quantitative Analyst – PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

WORKING PAPERS



The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (20-10-2021)
LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 3. Managing the Asset-Liability Liquidity Risk (06-10-2021)
RONCALLI Thierry, Quantitative Research

 Dokument przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Evergrande and its spill-over effects: ongoing adjustments, but inflection point may be close (25-10-2021)
MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Global Research - BOYCHUK Andriy, Head of EM Research

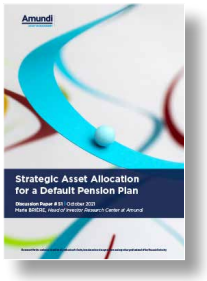
Higher rates provide a second chance to play US value opportunities (12-10-2021)
PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - MURRAY Alec, Client Portfolio Manager - Equities

China in the spotlight: what markets (24-09-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Vincent MORTIER, Deputy Group Chief Investment Officer

German election remains open, with an eye on the green transition (22-09-2021)
KRUSE Thomas, CIO Germany - PERRIER Tristan,Global Views Analyst

Main themes for investing in Chinese equity over the summer and beyond (10-08-2021)
MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist - McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity with the contribution of LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity and DELBO' Debora, Senior EM Macro Strategist

DISCUSSION PAPERS

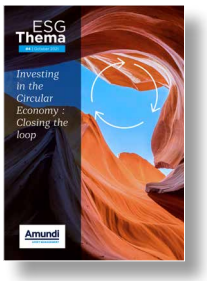


Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)
BRIÈRE Marie, Amundi Research

Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - a review of the literature in 20 topics (07-06-2021)
ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

Inequality - what is at stake (1/4) - Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality (07-06-2021)
ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #4 - Investing in the Circular Economy : Closing the loop (20-09-2021)
LUCET Lorna, ESG Analyst, Circular Economy Expert - MINTON Molly, ESG Analsyt, Apparel and Consumer products

ESG Thema #3 - How can investors contribute to Net Zero efforts? (22-09-2021)
LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation

Stakeholders in the Just Transition - N°3 Territories and local communities (10-09-2021)
BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Division and ESG, Executive Committee Member - BECQUEY Pauline, Managing Director of Finance for Tomorrow - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - BREEN Nathan, Investment Solutions Associates - BINET Pierre-Alix, Head of Programs and Strategic Development at Finance for Tomorrow

Amundi | Research
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

listopad 2021 nr 11

Amundi Research Center



Dowiedz się więcej o publikacjach Amundi
research-center.amundi.com



OŚWIADCZENIE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty sprzedaży, zaproszenia do złożenia oferty kupna ani rekomendacji jakiegokolwiek papieru wartościowego lub innego produktu czy usługi. Wszelkie papiery wartościowe, produkty lub usługi, o których mowa w niniejszym dokumencie, mogą nie być zarejestrowane do sprzedaży przez odpowiednie władze w Państwa jurysdykcji i mogą nie być regulowane lub nadzorowane przez jakiekolwiek władze rządowe lub podobne organy w Państwa jurysdykcji.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie mogą być wykorzystywane wyłącznie do Państwa użytku wewnętrznego, nie mogą być powielane ani ponownie rozpowszechniane w jakiejkolwiek formie, a ponadto nie mogą być wykorzystywane jako podstawa ani składnik jakichkolwiek instrumentów, produktów lub indeksów finansowych.

Ponadto żadna z treści zamieszczonych niniejszym dokumencie nie ma na celu zapewnienia doradztwa podatkowego, prawnego lub inwestycyjnego.

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 28 października 2021 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

Ponadto zastrzega się, że żadna z osób zaangażowanych w tworzenie niniejszego dokumentu nie ponosi jakiejkolwiek odpowiedzialności za jakiekolwiek szkody bezpośrednie, pośrednie, wymierne, uboczne lub wynikowe (w tym m.in. utracone korzyści), jak również za nawiązki.

Data pierwszego użycia: 2 listopada 2021.

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

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Andrew Ostrovsky

Redaktor naczelny
BLANQUÉ Pascal, *Szef Grupy ds. Inwestycji*

Redaktor
DEFEND Monica, *Globalny szef ds. badań*

Z jednostki Global Research
AINOUZ Valentine, *Zastępca szefa Działu Badań nad Strategią Rynków Rozwiniętych, CFA*
BERARDI Alessia, *Szef ds. badań makroekonomicznych i strategicznych rynków wschodzących*
BERTONCINI Sergio, *starszy specjalista ds. strategii badań instrumentów stałodochodowych*
BLANCHET Pierre, *Szef ds. analiz inwestycyjnych*
BOROWSKI Didier, *Szef ds. poglądów globalnych*
CESARINI Federico, *Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. analiz strategii wieloaktywowych*
DI SILVIO Silvia, *specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych*

Z udziałem jednostki Amundi Insights
BERTINO Claudia, *Szef jednostki Amundi Investment Insights*
CARULLA POL, *Jednostka Amundi Investment Insights*

Koncepcja i produkcja
BERGER Pia, *Dział Badań*
PONCET Benoit, *Dział Badań*

Zastępcy redaktora
BLANCHET Pierre, *Szef ds. analiz inwestycyjnych*
BOROWSKI Didier, *Szef ds. poglądów globalnych*

DROZDZIK Patryk, *Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących*
GEORGES Delphine, *Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałodochodowych*
HUANG Claire, *Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących*
PERRIER Tristan, *Poglądy globalne*
PORTELLI Lorenzo, *Szef ds. badań strategii wieloaktywowych*
USARDI Annalisa, *starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych*
VANIN Gregorio, *Specjalista ds. analiz portfeli wieloaktywowych*
VARTANESYAN Sosi, *Starszy analityk ds. obligacji skarbowych*

FIOROT Laura, *Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights*
DHINGRA Ujjwal, *Jednostka Amundi Investment Insights*
PANELLI Francesca, *Jednostka Amundi Investment Insights*

Dokument przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.