

Institute

Nr 4
Kwiecień
2022

CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Wichry wojny wpływają na perspektywy
gospodarcze

INSTYTUT AMUNDI

Ukraina: na czym stoimy?

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 4 - kwiecień 2022

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Wichry wojny wpływają na perspektywy gospodarcze s. 3

Jastrzębie komentarze banków centralnych potwierdzają nasze ostrożne stanowisko w kwestii duracji, ale pozostajemy elastyczni, ponieważ w okresach podwyższonej niepewności rządy mogą udzielać wsparcia. W przypadku obligacji korporacyjnych przyjmujemy podejście bardziej defensywne ze względu na ryzyko płynności, pomimo silnych fundamentów korporacyjnych. Z kolei w przypadku akcji preferujemy przeważenie segmentu „wartości”, a także spółek wysokiej jakości – stawiamy też na selekcję, a na poziomie regionalnym taktycznie preferujemy Stany Zjednoczone w stosunku do Europy ze względu na ryzyko spadku zysków. Ogólnie rzecz biorąc, inwestorzy powinni oprzeć się pokusie agresywnej alokacji aktywów. Na budowę portfela należy spojrzeć przez pryzmat inflacji, szukając obszarów odporności, w tym surowców.

Instytut Amundi

Kolumna Instytutu Amundi s. 4

Dopóki wyceny nie dostosują się w znaczący sposób do nowego otoczenia i ryzyka stagflacji, inwestorzy powinni zachować ostrożność.

Portfele zróżnicowane

Nie należy spieszyć się z wejściem na rynek, a raczej rozgrywać USA przeciwko Europie s. 5

W chwili obecnej preferujemy raczej okazje związane z wartością względną niż zajmowanie pozycji strategicznych, bez zwiększania ekspozycji na ryzyko kierunkowe.

Instrumenty stałodochodowe

Obligacje korporacyjne są pierwszym kandydatem do przeszacowania: warto zachować czujność s. 6

Przy ograniczonym wsparciu ze strony decydentów politycznych (monetarnych i fiskalnych) spready obligacji korporacyjnych mogą się zwiększyć, zwłaszcza jeśli zaczną rosnąć realne stopy procentowe, a zyski znajdą się pod presją.

Akcje

Przy bardziej niepewnej ścieżce zysków preferowane są Stany Zjednoczone s. 7

Niższe oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego i ryzyko stagflacji w Europie skłaniają do ostrożności w przypadku segmentów cyklicznych i zwiększają względną atrakcyjność akcji amerykańskich, a zwłaszcza akcji wysokiej jakości i dywidendowych.

Temat miesiąca

Ukraina: na czym stoimy?

Przedmowa s. 8

Wojna na Ukrainie w punkcie zwrotnym

Wy pytacie, my odpowiadamy s. 10

Nasze odpowiedzi na najważniejsze pytania dotyczące kryzysu ukraińskiego

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 12
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 13
> Portfele wieloaktywowe – stan obecny: Wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	s. 14
> Wnioski z analiz globalnych	s. 15
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 16

Perspektywa makroekonomiczna

> Kraje wschodzące Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe	s. 17
> Kraje wschodzące Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe	s. 18
> Prognozy makroekonomiczne i rynkowe	s. 19
> Zastrzeżenie dotyczące naszych prognoz/metodologii	s. 20
> Nasze publikacje	s. 21

POGLĄDY CIO

Wichry wojny wpływają na perspektywy gospodarcze



Vincent MORTIER,
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Pierwszy miesiąc wojny między Rosją a Ukrainą doprowadził do ogólnego wzrostu zmienności, pomimo pewnych oznak stabilizacji na rynkach akcji. **Europa jest obszarem najbardziej narażonym ze względu na skutki wzrostu cen energii, zakłócenia w łańcuchach dostaw oraz bliskość geograficzną obszaru konfliktu.** Kryzys surowcowy wykracza jednak daleko poza sektor energetyczny i dotyczy także surowców rolnych i metali. W tym kontekście popyt na złoto jako bezpieczną przystań pozostaje silny, podczas gdy rentowności obligacji skarbowych są ostatnio napędzane wyższą inflacją i oczekiwaniami co do stóp procentowych, a rentowności wzrastają na wszystkich odcinkach krzywej. Niepewność na froncie wojennym pozostaje wysoka, a rynki próbują przewidzieć, jakie nowe sankcje mogą zostać nałożone na Rosję i jakie kroki dyplomatyczne mogą okazać się bardziej produktywne, a jeśli nie, jak wysokie jest ryzyko zaostrenia kryzysu pod względem czasu trwania i zasięgu geograficznego.

Na tym etapie pojawiają się cztery palące pytania dotyczące inwestycji:

- 1. Czy czeka nas globalna recesja?** Obniżyliśmy naszą prognozę globalnego wzrostu na rok 2022 o 0,5% (do przedziału 3,3-3,7%) ze względu na wpływ rosnących cen surowców, choć jest on różny w poszczególnych krajach. Stany Zjednoczone, mimo iż nie są odporne na wstrząsy, wydają się znosić je lepiej niż strefa euro. Ryzyko globalnej recesji powinno zostać zażegnane, chociaż Europa jest bardziej zagrożona recesją techniczną.
- 2. Jak wysokie jest ryzyko popełnienia błędów w zakresie polityki monetarnej przez banki centralne?** Zadanie banków centralnych nie jest łatwe, a ryzyko popełnienia błędów w polityce monetarnej jest wysokie, zwłaszcza w przypadku EBC, w kontekście bardziej niepewnych perspektyw gospodarczych (na poziomie zarówno UE, jak i poszczególnych krajów) oraz rosnącego ryzyka fragmentacji strefy euro. Fed także nie ma łatwego zadania. Pomimo podniesienia stóp po raz pierwszy od 2018 r. nadal pozostaje za krzywą i może być zmuszony do dostosowania swojej ścieżki polityki w otoczeniu, w którym temat inflacji znajduje się centrum debaty politycznej.
- 3. Jak wysokie jest ryzyko załamania płynności?** Płynność spadła we wszystkich głównych klasach aktywów, a głębokość rynku pogorszyła się we wszystkich obszarach. Chociaż obecnie nie widzimy znaczącego ryzyka załamania płynności, istnieje potrzeba zachowania czujności i tworzenia buforów płynnościowych.
- 4. Rynki: Jak dalece zaawansowany jest proces przywracania wartości?** Potwierdzamy ostrożne nastawienie, ale zdajemy sobie sprawę, że w najbliższej przyszłości mogą pojawić się okazje do kupna, i dlatego jesteśmy gotowi taktycznie dostosować nasze nastawienie do ryzyka. Proces przywracania wartości wprawdzie trwa, ale jest niekompletny i fragmentaryczny. W szczególności nie wiadomo, jaki będzie rzeczywisty wpływ posunięć Fedu i EBC. Przemawia to za odrobiną cierpliwości, ponieważ dodatkowa zmienność w przyszłości zapewni punkty wejścia.

W tym kontekście przyjmujemy następujące główne przekonania:

- **Długoterminowe stopy procentowe są nadal zbyt niskie w kontekście utrzymującej się wysokiej inflacji.** Ostatnie jastrzębie wypowiedzi banków centralnych potwierdzają, że kierunek zmian stóp procentowych jest wzrostowy. Nadal preferujemy krótkie terminy wykupu i utrzymujemy perspektywę taktyczną w zakresie dostosowywania duracji, ponieważ może to ułatwić zabezpieczanie się w trudnych czasach.
- **W przypadku akcji pozostajemy przy nastawieniu na wartość, a ponadto nadal zwracamy uwagę na jakość jako sposób na przetrwanie kryzysu.** W dalszym ciągu ważne jest zachowanie wysokiej selektywności i zwracanie uwagi na spółki o silnych modelach biznesowych i zdolności do przenoszenia wzrostu cen na konsumentów. Na poziomie regionalnym **Stany Zjednoczone powinny pozostać bardziej odporne niż Europa, gdzie ryzyko recesji zysków jest wyższe — dlatego też przyjmujemy stosunkowo pozytywne nastawienie w stosunku do akcji ze Stanów Zjednoczonych w porównaniu z akcjami europejskimi.** W przypadku akcji chińskich w ujęciu taktycznym przyjmujemy bardziej ostrożne podejście ze względu na zwiększone ryzyko regulacyjne oraz skrajną zmienność.
- **W przypadku obligacji ryzyko jest na obecnym etapie związane bardziej z płynnością niż z danymi fundamentalnymi.** Warunki finansowe ulegają zaostreniu i dlatego ważne jest, aby zachować czujność wobec ryzyka utraty płynności. Ogólnie rzecz biorąc, jesteśmy bardziej ostrożni w odniesieniu do segmentów wysokodochodowych — zwłaszcza w Europie, gdzie możliwy jest dalszy wzrost spreadów.
- **Zmienność pozostanie wysoka i pomimo silnych korekt na rynku utrzymujemy zabezpieczenia przed niepewnym wynikiem kryzysu.** Ponadto, aby zbudować bardziej odporne portfele, inwestorzy powinni nadal koncentrować się na obszarach dywersyfikacji. W tym celu mogą oni uwzględnić chińskie obligacje skarbowe w perspektywie długoterminowej. Waluty również mogą odgrywać rolę w dywersyfikacji. W tym przypadku preferujemy franka szwajcarskiego, ze względu na jego atrakcyjność w czasach napięć rynkowych.

Podsumowując, uważamy, że należy oprzeć się pokusie agresywnej alokacji aktywów, ponieważ widoczność jest wciąż zbyt niska, a **w poszukiwaniu obszarów odporności należy nadal patrzeć na budowę portfela przez pryzmat inflacji (oraz realnych stóp procentowych).**

Ogólne nastroje związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka Akceptacja ryzyka



W warunkach niepewności co do polityki banków centralnych i wzrostu zysków należy powstrzymać się od zwiększania ryzyka i skupić się na płynności.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Rozgrywanie względnego wpływu kryzysu na prognozy zysków z preferencją dla Stanów Zjednoczonych w stosunku do Europy.
- ▶ Korekty taktyczne dotyczące duracji.
- ▶ Dostosowywać zabezpieczenia z uwzględnieniem kursów walut.

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

INSTYTUT AMUNDI

Kolumna Instytutu Amundi



Pascal BLANQUÉ,
Przewodniczący, Instytut Amundi

Dopóki wyceny nie dostosują się w znaczący sposób do nowego otoczenia i ryzyka stagflacji, inwestorzy powinni zachować ostrożność.

Spojrzenie inwestora na skutki wojny w dobie zmiany reżimu

W niedawnej przeszłości kryzysy geopolityczne prowadziły do początkowych krótkotrwałych negatywnych wstrząsów na rynkach, po których następowało szybkie ożywienie w związku z postrzeganiem pozytywnego rozwoju sytuacji, co stwarzało okazje do kupna dla inwestorów. W tym przypadku jednak konflikt między Rosją a Ukrainą stanowi dodatkowe utrudnienie, obok zwiększonej fragmentacji i większej inflacji, które charakteryzują scenariusz zmiany reżimu, nazywany przez mnie „powrotem do lat siedemdziesiątych”. Inwestorzy będą w szczególności musieli wziąć pod uwagę cztery główne czynniki makroekonomiczne, które będą miały wpływ na wyniki portfela:

- 1. Czynniki wzrostu gospodarczego stają się mniej korzystny**, zwłaszcza w Europie (patrz artykuł na następnej stronie), gdzie ogólna trajektoria powrotu do potencjału wydłuża się w wyniku kryzysu. → Obligacje korporacyjne są bardziej narażone na przeszacowanie niż niektóre segmenty rynków akcji.
- 2. Znaczenie czynnika inflacji zostaje dodatkowo wzmocnione i osiąga skrajne poziomy**. → Kształtowanie się zysków zależy w jeszcze większym stopniu od zdolności do przenoszenia presji inflacyjnej.
- 3. Czynniki realnej stopy procentowej pozostają korzystny**. Banki centralne nadal pozostają w tyle za krzywą inflacji, nawet jeśli weźmie się pod uwagę oczekiwania. → Stopy realne pozostaną ujemne w warunkach represji finansowej. Powinno to zrekompensować negatywny wpływ słabnącego znaczenia czynnika wzrostu gospodarczego w niektórych segmentach rynku akcji (w szczególności w Stanach Zjednoczonych).
- 4. Wpływ czynnika płynności minął już swój szczyt**, a płynność makroekonomiczna na świecie spada. → Ograniczenie płynności wprowadzanej przez banki centralne przyczyni się do utrzymania wysokiej zmienności ogólnej.

Ponowne dostosowanie oczekiwań w zakresie polityki pieniężnej oraz ocena szkód gospodarczych spowodowanych konfliktem leżą u podstaw procesu reorganizacji premii za ryzyko, które ostatecznie zostaną dostosowane do równowagi nowego otoczenia. Dlatego też inwestorzy poszukujący punktów wejścia będą musieli monitorować wyceny, aby określić, **kiedy zaczną one być zsynchronizowane lub nawet oferować atrakcyjny dodatni spread w stosunku do oczekiwanej równowagi w nowym otoczeniu (w którym głównym czynnikiem ryzyka będzie stagflacja)**.

Inwestorzy będą musieli oprzeć się pokusie nadmiernego zwiększania pozycji na obligacjach skarbowych. Można zarządzać duracją w bardziej elastyczny sposób, ale najlepszym sprzymierzeńcem inwestorów będą krótkie okresy zapadalności. W poszukiwaniu bezpieczeństwa w obliczu rosnącego ryzyka stagflacji akcje o cechach obligacji mogą zyskać status aktywów stanowiących podstawową „bezpieczną przystań”. Ich emitenci charakteryzują się dużą widocznością zysków oraz niskim poziomem zadłużenia.



Monica DEFEND,
Szef Instytutu Amundi

Czynniki ryzyka stagflacji w Europie

Wojna rosyjsko-ukraińska prawdopodobnie wpłynie na europejską gospodarkę dwoma głównymi kanałami. **(1) Ekspozycja bezpośrednia.** W 2020 roku Rosja była piątym co do wielkości partnerem handlowym Unii Europejskiej, a eksport do Rosji stanowił około 6% całkowitego eksportu UE. **(2) Ekspozycja pośrednia.** Wrażliwość energetyczna UE pozostaje znaczna, ponieważ Rosja jest jej głównym dostawcą ropy naftowej, gazu ziemnego oraz stałych paliw kopalnych. Kanały ropy naftowej i gazu są więc głównym źródłem napięć:

- **Obniżono prognozę wzrostu gospodarczego i podniesiono prognozę inflacji na 2022 r.** Wpływ na PKB będzie wynosił od -1% do -1,5% (niższa konsumpcja i niższe inwestycje), co spowoduje, że wzrost w ujęciu rocznym będzie się kształtował w przedziale 2-3,2%. W regionie występuje największe ryzyko stagflacji, a możliwość wystąpienia przejściowej recesji została uwzględniona w dolnych limitach naszych prognoz. Jeśli chodzi o inflację, wskaźnik CPI będzie wyższy o 0,5% w porównaniu z naszymi poprzednimi szacunkami, przy czym szczyt inflacji (6-7%) jest jeszcze przed nami (prawdopodobnie w II kwartale), a inflacja średnioroczna może wynieść 6%. W IV kwartale inflacja może jednak spaść do poziomu 4-5%.
- **Obawy związane z wynikami finansowymi.** Recesja zysków jest możliwa w Europie nawet przed wystąpieniem recesji gospodarczej. Jeśli przyjrzymy się inflacji PPI i CPI oraz wąskim gardłom w łańcuchu dostaw (tj. rosnącym cenom czynników produkcji, surowców i energii), zdamy sobie sprawę, że występuje znacząca rozbieżność. Oznacza to, że jeśli producenci nie podniosą cen, ucierpią na tym ich marże, ponieważ będą oni zmuszeni do absorpcji zwiększonych kosztów. Jeśli jednak firmy podniosą ceny, istnieje ryzyko, że wpłynie to na wielkość sprzedaży, co z kolei może zaważyć na zyskach.

Konsekwencje dla inwestorów. Zalecamy neutralne nastawienie do światowych akcji. Na rynkach obligacji trwa właśnie rekalkibracja. Słabe dane techniczne, wzmocnione przez kombinację takich czynników, jak wycofanie wsparcia ze strony banków centralnych, rosnące stopy procentowe oraz presja na wzrost gospodarczy skłaniają do defensywnej alokacji na rynku obligacji korporacyjnych. Ponadto presja na płynność i ucieczka w kierunku jakości oznaczają zwiększenie udziału obligacji skarbowych i gotówki. Wreszcie, utrzymująca się inflacja wymaga pozytywnego nastawienia do aktywów wrażliwych na inflację w postaci obligacji indeksowanych inflacją, złota i niektórych aktywów realnych.

**PORTFELE
ZRÓZNICOWANE**



Francesco SANDRINI,
Szef ds. strategii portfeli
zróznicowanych



John O'TOOLE,
Szef ds. wieloaktywowych
rozwiązań inwestycyjnych

Obecnie preferujemy raczej okazje związane z wartością względną niż zajmowanie pozycji strategicznych, bez zwiększania ekspozycji na ryzyko kierunkowe.

Nie należy spieszyć się z wejściem na rynek, a raczej rozgrywać Stany Zjednoczone przeciwko Europie

Rynki finansowe i otoczenie gospodarcze znajdują się obecnie pod wpływem trzech głównych czynników: oczekiwań dotyczących inflacji i wzrostu gospodarczego, reakcji decydentów określających politykę fiskalną i monetarną na te oczekiwania oraz zmieniającego się krajobrazu geopolitycznego. Oczekujemy, że pierwsze dwa czynniki będą w coraz większym stopniu podlegać wpływowi trzeciego, co zmniejszy ogólną widoczność przyszłych kierunków rozwoju gospodarczego.

Dlatego nie jest to dobry moment na agresywny powrót na rynek, mimo ostatnich oznak stabilizacji. Zamiast tego inwestorzy powinni skupić się na płynności, dywersyfikacji (m.in. złoto i inne surowce) oraz precyzyjnym dostosowaniu ekspozycji do okazji związanych z wartością względną. Ponadto hedging i waluty powinny być traktowane jako kluczowe filary portfeli, ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka politycznego i przepływów związanych z ucieczką do jakości.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Utrzymujemy zasadniczo neutralne nastawienie do akcji, ale szukamy też taktycznych okazji związanych z wartością względną. Przyjmujemy bardziej konstruktywne nastawienie do Stanów Zjednoczonych w stosunku do Europy. Determinacja Fedu w walce z inflacją w krótkim okresie powoduje spłaszczenie krzywej, co powinno przynieść korzyści rynkowi amerykańskiemu, zwłaszcza w niektórych segmentach wzrostowych. Dlatego też wdrożyliśmy spójne podejście do selekcji akcji, ograniczając w obecnej fazie preferencje dla segmentu „wartości”. Zwiększone ryzyko osłabienia dynamiki zysków w Europie przemawia za bardziej ostrożnym podejściem w tym regionie. Pozostajemy neutralni w stosunku do rynków wschodzących, a w stosunku do chińskich akcji również zachowujemy neutralność ze względu na wyjątkową zmienność i ryzyko związane z nowymi lockdownami.

Podtrzymując ogólne ostrożne nastawienie do duracji, uważamy, że niemieckie obligacje mogą skorzystać na przepływach do bezpiecznych przystani oraz obawach o europejski wzrost gospodarczy wynikających z konfliktu ukraińsko-rosyjskiego. Niemiecki zwrot w zakresie zwiększania wydatków na cele wojskowe przekłada się jednak na wzrost prognoz rządowych dotyczących finansowania. Mogłoby to zwiększyć wolumen emisji obligacji, a tym samym spowodować wzrost rentowności (do którego przyczyniają się również ostatnie jastrzębie komentarze EBC). Dlatego też uważnie monitorujemy sytuację i zachowujemy elastyczność.

Jeśli chodzi o dług z peryferii strefy euro, podtrzymujemy pozytywne nastawienie do włoskich obligacji BTP w stosunku do długu niemieckiego. Zdajemy sobie oczywiście sprawę z presji na budownictwo, spowodowanej ucieczką do jakości na rynku, ale uważamy też, że włoskie dane fundamentalne są dobre, pod względem zarówno wzrostu PKB (dzięki funduszom NGEU), jak i stabilności politycznej. Jeśli chodzi o Chiny, to pomimo długoterminowego przekonania o korzyściach dywersyfikacyjnych związanych z długiem lokalnym, uważamy, że ta klasa aktywów narażona jest na niekorzystne czynniki walutowe ze względu na ryzyko odpływu kapitału wynikające z napięć na linii Stany Zjednoczone-Chiny i związanej z tym deprecjacji CNH.

Rynki obligacji korporacyjnych mogą odczuć skutki rosnącej zmienności, presji na wzrost podstawowych stóp procentowych oraz wyższej inflacji. Ponadto występują obawy o zyski przedsiębiorstw, związane z możliwością spowolnienia wzrostu PKB w Europie. Wszystko to razem może spowodować wzrost spreadów. Dlatego właśnie zrezygnowaliśmy z naszego nieznacznie pozytywnego nastawienia do instrumentów wysokodochodowych ze strefy euro, a ponadto utrzymujemy neutralne nastawienie do klasy inwestycyjnej oraz obligacji korporacyjnych ogółem. Mimo to uważamy, że fundamenty przedsiębiorstw są obecnie silne, a bilanse zdrowe, co pozwala nam zachować czujność w tym obszarze.

Uważamy, że rynek walutowy jest w coraz większym stopniu kształtowany przez geopolitykę i otoczenie makroekonomiczne. Biorąc pod uwagę zwiększone przepływy do aktywów denominowanych w CHF ze względu na właściwości ochronne tej waluty, obecnie pozytywnie oceniamy kurs CHF w stosunku do EUR. Podtrzymujemy nasze defensywne nastawienie do funta szterlinga w stosunku do euro ze względu na rosnącą izolację Wielkiej Brytanii od Stanów Zjednoczonych i UE. Z drugiej strony, nie jesteśmy już pozytywnie nastawieni do CNH w stosunku do EUR, ponieważ uważamy, że EUR może skorzystać na jakiegokolwiek poprawie sytuacji w związku z kryzysem ukraińskim.

Czynniki ryzyka i hedging

Wyższa inflacja i bardziej restrykcyjna polityka banków centralnych to główne zagrożenia, na które należy uważać w 2022 r., oprócz konfliktu Rosja-Ukraina. Obecne otoczenie wydatnia potrzebę utrzymania i dostosowania zabezpieczeń ekspozycji na aktywa ryzykowne przy użyciu instrumentów pochodnych i złota (hedging taktyczny).

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 przekonania (+/++/+++). 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 QT = zacieśnianie ilościowe.

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

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

Przy ograniczonym wsparciu ze strony decydentów politycznych (monetarnych i fiskalnych) spready obligacji korporacyjnych mogą się zwiększyć, zwłaszcza jeśli zaczną rosnąć realne stopy procentowe, a zyski znajdą się pod presją.

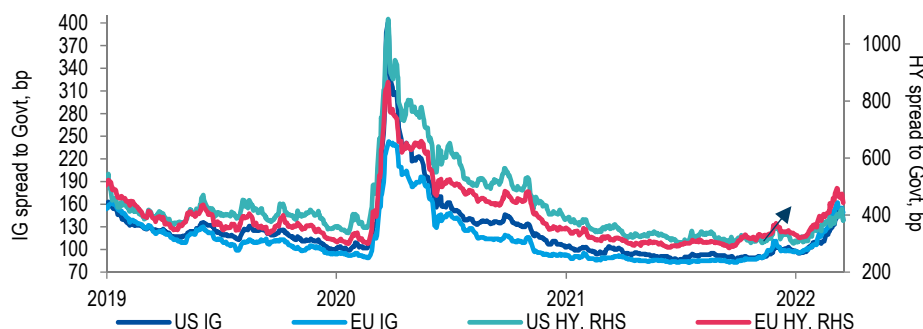
Obligacje korporacyjne są pierwszym kandydatem do przeszacowania: warto zachować czujność.

Biorąc pod uwagę pojawiające się ryzyko stagflacji, uważamy, że mogą wystąpić rozbieżności między ścieżkami wzrostu gospodarczego i inflacji w Stanach Zjednoczonych i Europie. W Stanach Zjednoczonych inflacja napędzana jest przez rosnące płace i ceny surowców, natomiast w Europie przez ceny surowców. W związku z tym przyszłe posunięcia mogą charakteryzować się rozbieżnościami w zakresie kierunków polityki oraz nieprzewidywalnością. Mimo to banki centralne nie mają problemu z pozostawianiem za krzywą, a obecne jastrzębie sygnały z obu stron Atlantyku mają pewne cechy wspólne. Jeśli połączymy te jastrzębie wypowiedzi z potencjalną presją na zyski, **otrzymamy sytuację, w której inwestorzy powinni zachować ostrożność w odniesieniu do aktywów ryzykownych, pomimo danych fundamentalnych przedsiębiorstw. Obligacje skarbowe powinny być brane pod uwagę ze względu na ich ochronny charakter w czasach napięć rynkowych, ale należy pamiętać, że stopy procentowe rosną.**

Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

Nasze długoterminowe nastawienie pozostaje defensywne w odniesieniu do duracji w Europie, Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, choć jesteśmy nieco mniej ostrożni w związku z ucieczką rynków w kierunku jakości i przeszacowaniem stóp w strefie euro. Jeśli chodzi o dług z peryferii strefy euro, a ponadto biorąc pod uwagę ryzyko fragmentacji, bardziej ostrożnie podchodzimy do włoskich obligacji BTP. Inwestorzy mogą taktycznie wykorzystywać okazje związane z krzywymi dochodowości, w przypadku których dostrzegamy spłaszczenie w strefie euro oraz wzrost nachylenia w Kanadzie i Australii. Poza tym ekspozycja na chińską durację zapewni pewną dywersyfikację, podczas gdy obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych indeksowane inflacją (TIPS) wydają się odpowiednie jako zabezpieczenia. Zbliżamy się do neutralnego podejścia do obligacji korporacyjnych dzięki instrumentom pochodnym, które oferują również funkcje ochronne dla portfeli. Niepewność na froncie geopolitycznym generuje wysoką zmienność, z tendencją spadkową, zwłaszcza w przypadku cyklicznych spółek o wysokiej becie. Dlatego też jesteśmy nieco mniej pozytywnie nastawieni do długu podporządkowanego i akcji cyklicznych (energia, motoryzacja) ze względu na możliwe reperkusje osłabienia wzrostu gospodarczego. Ogólnie rzecz biorąc, należy skupić się na płynności, uważać na pogarszające się wyniki finansowe i unikać sektorów wykorzystujących dźwignię finansową.

Spready obligacji korporacyjnych pod presją



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 18 March 2022. Spreads for ICE BoFA Indices.

GFI = globalne instrumenty stałodochodowe, GEMs/EM FX = waluty z globalnych rynków wschodzących, HY = instrumenty wysokodochodowe, EUR = euro, UST = obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, RMBS = papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami mieszkaniowymi, ABS = papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, HC = twarda waluta, LC = waluty lokalne, MBS = papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką, CRE = nieruchomości komercyjne

AKCJE

Przy bardziej niepewnej ścieżce zysków preferowane są Stany Zjednoczone



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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

Ocena ogólna

W ciągu ostatnich kilku tygodni wzrosła zmienność na rynkach, co znacznie zwiększyło premie za ryzyko oraz wyniki związane ze wzrostem gospodarczym. Ze względu na bliskość kryzysu Europa jest nim dotknięta bardziej niż Stany Zjednoczone. Obecnie narracja jest podobna – większa inflacja i jeszcze mniejszy wzrost gospodarczy, co może negatywnie wpłynąć na zyski. W tym otoczeniu nadal polegamy na analizie oddolnej i wolimy mierzyć wpływ wojny na nadchodzące dane dotyczące inflacji, gospodarki i zysków przedsiębiorstw, aby ocenić przyszłe kierunki rozwoju. Niemniej widać też wyraźnie, że inflacja w średnim okresie nabiera tempa. **Dlatego też, w duchu ogólnej równowagi, aby przetrwać zawirowania, należy wykorzystać analizę fundamentalną, a także motywy wartości, jakości i dywidend.**

Akcje europejskie

Gospodarka europejska jest najbardziej narażona na ryzyko, a perspektywy zysków europejskich spółek pogarszają się. **W tym otoczeniu nadal staramy się analizować stwarzane przez zakłócenia rynkowe okazy związane z wartością względną.** Sektory wyraźnie cykliczne i wrażliwe na kontekst ekonomiczny, takie jak motoryzacja, zostaną bardziej dotknięte, a dotkliwość konsekwencji będzie zależać od czasu trwania i głębokości kryzysu.

Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że należy preferować lepsze jakościowo spółki o wysokiej kapitalizacji w sektorach cyklicznych i defensywnych. Nadal preferujemy segment „wartości” w średnim terminie. Z perspektywy sektorowej, podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do sektora dóbr konsumpcyjnych i opieki zdrowotnej, a ponadto podnieśliśmy naszą prognozę dla sektora przemysłowego, biorąc pod uwagę atrakcyjne, oddolne inicjatywy w tym obszarze. Z drugiej strony, nadal ostrożnie podchodzimy do sektorów IT oraz użyteczności publicznej, choć przypadku tego pierwszego jest to ostrożność nieco mniejsza.

Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Nie spodziewamy się recesji w Stanach Zjednoczonych, ponieważ płynność rynkowa jest duża, rynek pracy silny, a dochody konsumentów wysokie. Dostrzegamy jednak presję na ożywienie gospodarcze,

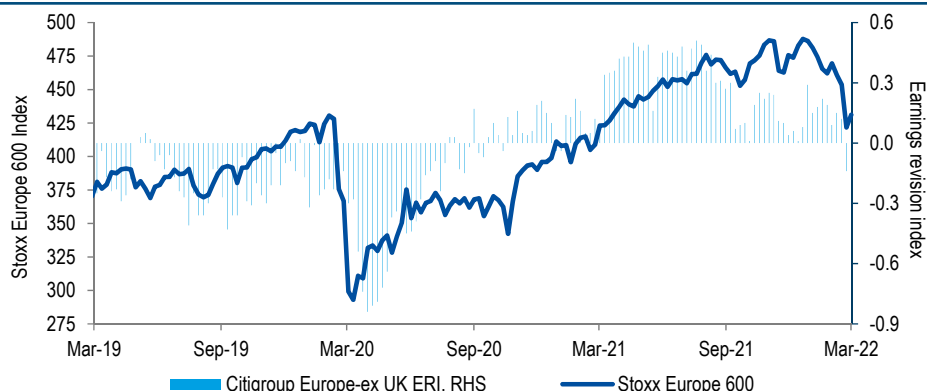
która może utrudnić firmom spełnienie oczekiwań dotyczących zysków w 2022 r. **Dlatego też w naszych poszukiwaniach nadal mniej koncentrujemy się na spółkach cyklicznych, a bardziej na wartości i jakości.** Szukamy oznak efektywności operacyjnej (niskie nakłady kapitałowe/sprzedaż, niskie zapasów/wzrost sprzedaży, niska rotacja pracowników). **Z drugiej strony, podchodzimy konstruktywnie do spółek, które nagradzają akcjonariuszy mniejszościowych wykupem lub wypłatą dywidendy.** Uważamy jednak, że kursy akcji spółek z segmentu „wzrostu” w stosunku do tych z segmentu „wartości” są nadal wysokie, jak również unikamy nierentownych spółek wzrostowych. Na poziomie sektorowym w przypadku segmentu dóbr luksusowych jesteśmy bardziej optymistyczni, jeśli chodzi o usługi konsumenckie w porównaniu z handlem detalicznym. W przypadku banków koncentrujemy się na podmiotach dobrze dokapitalizowanych, które zmniejszyły dźwignię finansową i są bardziej zorientowane na klientów detalicznych oraz prowadzą działalność krajową na znaczącą skalę. Cechy te powinny umożliwić im lepsze radzenie sobie z kryzysem. W sektorze technologicznym interesują nas spółki o wysokiej jakości i rozsądnej cenie, które są mniej cykliczne, ponieważ wydatki na technologie są generalnie mniej wrażliwe na cykle gospodarcze.

Akcje z rynków wschodzących

Obecne zawirowania (wzrost cen surowców, inflacja) nie wpłyną na wszystkie rynki wschodzące w ten sam sposób. Z tego punktu widzenia najbardziej narażona jest Europa Wschodnia, natomiast Ameryka Łacińska może skorzystać na wyższych cenach surowców (pozytywny wpływ na Brazylię). Konstruktywnie podchodzimy również do eksporterów ropy i gazu na Bliskim Wschodzie (ZEA). W Azji kluczowymi kwestiami, które monitorujemy, są stanowisko Chin wobec Rosji, środki stymulacji fiskalnej oraz sposób, w jaki Chiny radzą sobie z nową falą Covid-19. Na poziomie sektorowym preferujemy spółki z sektorów dóbr luksusowych i nieruchomości, a ponadto utrzymujemy preferencje dla zwiększania udziału segmentu „wartości” w stosunku do segmentu „wzrostu”.

Niższy oczekiwany wzrost gospodarczy i ryzyko stagflacji w Europie wymagają ostrożności w obszarze cyklicznym oraz zwiększają względną atrakcyjność akcji amerykańskich, pod warunkiem koncentracji na jakości oraz dywidendach.

Korekty wyników w Europie pod presją



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Weekly data as of 16 March 2022. European Earnings Revision Index on the RHS. Negative reading indicates earnings have been revised downwards, where as positive number shows an upward revision.



Didier BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych

Przedmowa

Wojna na Ukrainie w punkcie zwrotnym

Nazywając wojnę na Ukrainie „trzęsieniem ziemi dla historii Europy”, europejscy przywódcy dają wyraz temu, do jakich zmian reżimowych może doprowadzić ta wojna w perspektywie średnioterminowej.

W krótkim okresie konsekwencje gospodarcze wojny będą zależeć od czasu trwania i intensywności konfliktu. Kilka elementów pozwala nam na dokonanie wstępnej oceny po miesiącu wojny:

- **Siły rosyjskie utknęły w martwym punkcie**, mają poważne problemy logistyczne (brak paliwa, racji żywnościowych, a być może nawet amunicji) oraz ponoszą pierwsze porażki militarne.
- **Opór i duch walki Ukraińców, zaopatrywanych w broń przez co najmniej 28 krajów, okazuje się skuteczny.** Walki okazały się bardziej intensywne i dłuższe niż przewidywali rosyjscy stratedzy. Koszty ludzkie i materialne poniesione przez Rosjan są znaczne. Ukraiński Sztab Generalny szacuje, że zginęło około 17 tysięcy rosyjskich żołnierzy, co przekracza wielkość strat ZSRR w trakcie wojny w Afganistanie (15 tysięcy zabitych w ciągu 10 lat).
- **Prezydent Zelenski stał się liderem w skali zarówno krajowej, jak i globalnej.** Jego głośne wystąpienia przed parlamentami zachodnich demokracji uczyniły z niego postać heroiczną, uosabiającą opór i mobilizującą do niego.
- **Na froncie dyplomatycznym, po trzytygodniowej przerwie, w Turcji wznowiono rozmowy między Ukraińcami a Rosjanami.** Rosjanie ogłosili zmianę strategii i obiecali deeskalację, ale nie doszło do znaczącego przełomu. W centrum uwagi znajdują się warunki zawieszenia broni. Status terytoriów okupowanych (Donbas/Krym) nie jest przedmiotem obrad, ale jest jasne, że będzie to centralny punkt zbliżających się negocjacji. Prezydent Zelenski zaakceptowałby neutralność Ukrainy pod warunkiem uzyskania dla swojego kraju gwarancji bezpieczeństwa (na poziomie zbliżonym do art. 5 NATO) i zatwierdzenia jej w referendum.
- **Unia Europejska postanowiła stopniowo zmniejszać swoją zależność energetyczną od Rosji, przy wsparciu grupy G7, a w szczególności Stanów Zjednoczonych.** Sektor węglowodorów jest jeszcze stosunkowo mało dotknięty przez europejskie sankcje, ale naciski na niego są coraz silniejsze – Niemcy zamierzają już: (i) zmniejszyć import rosyjskiej ropy o połowę do lata, (ii) zaprzestać importu rosyjskiego węgla do jesieni, (iii) zaprzestać importu rosyjskiego gazu do połowy 2024 roku.

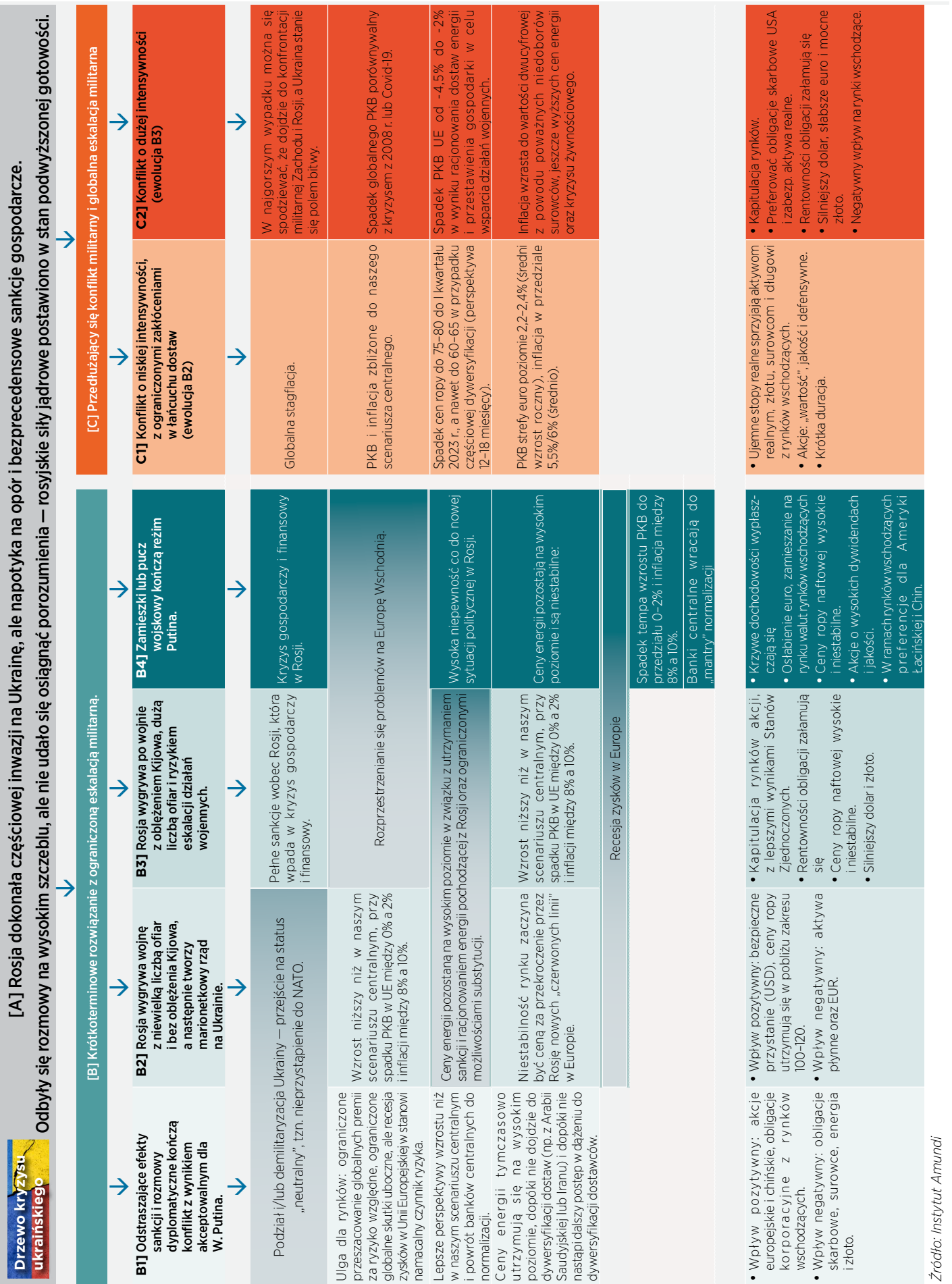
Krótko mówiąc, Władimir Putin już teraz stoi w obliczu poważnych wyzwań gospodarczych i politycznych. A na froncie wojskowym niepowodzenia są coraz większe. Z naszego punktu widzenia marcowe wydarzenia zwiększają prawdopodobieństwo „krótkiej” wojny z zawieszeniem broni i pełnymi negocjacjami w najbliższych miesiącach. Siła przetargowa Chin *de facto* znacznie wzrosła i nadal uważamy, że odegrają one kluczową rolę w zakończeniu kryzysu. W krótkim okresie znacznie zmniejszono ryzyko „eskalacji pionowej”, z użyciem broni niekonwencjonalnej: chemicznej, biologicznej, a nawet taktycznej broni jądrowej. Negocjacje potrwały jednak długo i wydaje nam się, że błędem byłoby uważać, że ryzyko eskalacji czy nawet rozszerzenia konfliktu zniknęło. Niepewność jest duża i nadal konieczne jest uwzględnianie scenariuszy alternatywnych.

W każdym razie wojna ta będzie punktem zwrotnym w stosunkach międzynarodowych i doktrynie wojskowej w Europie, a ponadto doprowadzi do powstania nowej formy globalizacji. Konflikt ten podważa zasady i doktryny ugruntowane przez dziesięciolecia, a w szczególności założenie, że integracja gospodarcza jest zabezpieczeniem przed wojną. Obecny kryzys pogłębia potrzebę dywersyfikacji łańcuchów dostaw i przeniesienia części produkcji w celach strategicznych lub związanych z odpornością. Zdecydowanie osłabione są więzi gospodarcze z Rosją.

Wreszcie, z ekonomicznego punktu widzenia, wojna na Ukrainie pogłębia dylemat głównych banków centralnych, ponieważ z jednej strony doprowadzi do dodatkowego wzrostu inflacji (ze skutkami ubocznymi dla wszystkich cen), a z drugiej strony zwiększa ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego. Dylemat ten jest tym bardziej wyraźny, że banki centralne nie doceniły inflacyjnych konsekwencji środków fiskalnych i monetarnych wdrożonych w czasie kryzysu związanego z Covid. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych. Jedną z lekcji płynących z przełomu lat 70. i 80. jest to, że spóźnione działania mogą prowadzić do utrwalenia się inflacji, wymagać bardziej agresywnego zacieśniania oraz powodować trudności w dłuższym okresie. Inny wniosek dotyczy tego, że „miękkie lądowanie” jest trudne do osiągnięcia, jak również że ryzyko recesji wzrasta, gdy warunki finansowe zaostrzają się zbyt szybko.

To właśnie pomiędzy tymi dwoma pułapkami będą się musiały poruszać banki centralne, podobnie zresztą jak inwestorzy. W tej publikacji staramy się przybliżyć inwestorom omawiane zagadnienia i pomóc im w poruszaniu się w wyjątkowo niepewnym i zmieniającym się świecie.

Sfinalizowano dn. 30 marca 2022.



Źródło: Instytut Amundi



Éric MIJOT,
Szef Działu Badań nad Strategią
Rynków Rozwiniętych

Połączenie wartości
z jakością i bezpiecznymi
dywidendami.



Lorenzo PORTELLI,
Szef ds. badań nad strategiami
wieloaktywowymi

1] Jakie obszary globalnych rynków akcji są Pana zdaniem najbardziej odporne?

Obecna faza rynku odpowiada pewnej dojrzałości cyklu amerykańskiego. Podczas gdy rynek akcji od początku roku boryka się z problemem zaostrzenia polityki pieniężnej przez Fed, ceny surowców nadal rosną. Problem ten zaostrzyła trwająca od lutego inwazja Rosji na Ukrainę, zwłaszcza w Europie. Rynki stoją więc w obliczu rosnących stóp procentowych, wzrostu cen surowców i prawdopodobnego spowolnienia wzrostu zysków.

Jeśli chodzi o styl, rozsądne jest zróżnicowanie. Orientacja na segment „wartości” uwzględni dalszy wzrost stóp procentowych, a historia pokazuje, że dobrze sprawdza się w warunkach stagflacji. **Akcje o wysokiej jakości** (emitowane przez spółki nisko lewarowane) oraz **akcje spółek regularnie wypłacających wysokie dywidendy**, o charakterze bardziej defensywnym, również znajdują swoje miejsce w portfelu.

W ujęciu regionalnym rynek amerykański podczas wyprzedzaży na początku tego roku nie zawiódł swojej reputacji w zakresie odporności. Mimo to pozostaje droższy od pozostałych. Dlatego też **wykorzystamy jego głębokość do poszukiwania wartościowych akcji wysokiej jakości**, ponieważ akcje wzrostowe na razie wciąż znajdują się pod jarzmem rosnących stóp procentowych. Z drugiej strony, **rosnące ceny surowców mają pozytywny wpływ na przykład na Kanadę, Australię, Norwegię i Meksyk** – są to dobre uzupełnienia, które warto rozważyć. **Rynek brytyjski można z kolei wykorzystać do rozegrania fazy przejściowej** między wzrostem cen surowców a spowolnieniem gospodarczym. Silnie reprezentowane są tam akcje z sektora energii, w przeciwieństwie do akcji przemysłowych. Jednocześnie rynek ten ma jedną z najwyższych stóp dywidendy spośród wszystkich rynków akcji. Ponadto **rynek szwajcarski stanowi kolejny etap cyklu**, gdyby pogorszenie koniunktury gospodarczej spowodowało spadek cen surowców. Działa on jako wskaźnik zastępczy dla akcji z sektora zdrowotnego w porównaniu z akcjami energetycznymi.

Ponadto nie należy zapominać, że wszelkie perspektywy rozwiązania konfliktu na Ukrainie sprzyjałyby gwałtownemu odbiciu, na czym skorzystałyby segmenty, które najbardziej ucierpiały w czasie spowolnienia, takie jak akcje z krajów strefy euro, spółki finansowe oraz akcje z sektora segmentu konsumenckich dóbr luksusowych. Segmenty te, jako silnie niedoważone, byłyby źródłem gorszych wyników podczas odbicia.

Sfinalizowano dn. 25 marca 2022.

2] Czy surowce mają jeszcze potencjał?

Surowce zawsze zależą od czterech głównych zestawów czynników: fundamentalnych, geopolitycznych, strukturalnych i cyklicznych. Obecnie wszystkie z nich są korzystne i wspierają ceny surowców, a zwłaszcza metali nieszlachetnych i energii.

Ostatnie hossy na rynkach surowców zmniejszyły lukę niedowartościowania w stosunku do wzrostu nominalnego (tj. czynnika cyklicznego). Dlatego też trwały wzrost cen surowców nie będzie opierał się wyłącznie na koncepcji ożywienia gospodarczego.

Czynnik geopolityczny ma obecnie oczywiście **krytyczne** znaczenie. Gaz ziemny będzie pod presją ze względu na problemy z podażą związane z niedawnymi tragicznymi wydarzeniami na Ukrainie. Sankcje i zamknięcie portów na Ukrainie powodują ogólny niedobór szerokiego spektrum surowców, od zbóż po stal. Warto przypomnieć, że Rosja i Ukraina łącznie odpowiadają za 30% światowego eksportu pszenicy.

Nasz strukturalny, konstruktywny pogląd na surowce jest związany z **zieloną transformacją** i potencjalnie długotrwałym **niedopasowaniem popytu i podaży** w przypadku najważniejszych metali nieszlachetnych. Poziom zapasów jest rekordowo niski i nie widać żadnych oznak poprawy. Jeśli skorygujemy wyceny głównych surowców pod kątem wzrostu gospodarczego i poziomu zapasów, to pomimo niedawnej hossy wyglądają one na tanie i należą do najtańszych klas aktywów.

W tym kontekście i pomimo niedawnej hossy **podtrzymujemy nasze konstruktywne nastawienie do surowców**, wraz z logicznymi reperkusjami, jakie pociąga to za sobą w zakresie inflacji.

Sfinalizowano dn. 29 marca 2022.



Alessia BERARDI,
Szef ds. badań
makroekonomicznych
i strategicznych rynków
wschodzących

Eksporterzy netto powinni skorzystać na rosnących cenach surowców, ale należy zachować czujność w kwestii inflacji i zwiększonego wsparcia fiskalnego w celu jej ograniczenia.

3] Jak ocenić ekspozycję rynków wschodzących na konflikt Rosja-Ukraina?

Aby ocenić wpływ ostatnich wydarzeń geopolitycznych na rynki wschodzące, koncentrujemy się na kilku możliwych **kanałach transmisji**, z których pierwszy to ryzyko **szoku podażowego i jego konsekwencje dla rynków surowców**, a drugi to **spadek popytu z obszarów/krajów znajdujących się w pobliżu konfliktu**.

O ile **bliskość** strefy konfliktu można łatwo ocenić na podstawie **odległości geograficznej (w której ważną rolę odgrywa przepływ migrantów)**, o tyle należy wziąć pod uwagę również inne, bardziej globalne aspekty, w tym **powiązania handlowe/inwestycyjne, przepływy turystyczne oraz przekazy pieniężne**. W tym sensie **oczekuje się, że Europa Wschodnia (zarówno gospodarki wschodzące, jak i graniczne) odczuje większość bezpośrednich skutków ekspozycji na Rosję i Ukrainę**, a także pośrednich skutków bardziej stłumionego popytu w głównych krajach europejskich. W przypadku krajów ościennych, które są w stanie zachować pewien stopień neutralności i nie są narażone na drugorzędne konsekwencje sankcji, **bliskość może jednak otworzyć nowe możliwości, takie jak czerpanie korzyści z przenoszenia działalności gospodarczej i przekierowania przepływów handlowych i finansowych z Rosji lub zastąpienia Ukrainy w roli eksportera produktów rolnych**.

Przyglądając się **kanałowi surowcowemu**, przede wszystkim, ze względu na typ krajów, których on dotyczy, musimy przyjrzeć się **szerszemu spektrum, obejmującemu energetykę, rolnictwo, a nawet metale**, w przypadku których krótkoterminowe wstrząsy nakładają się na bardziej strukturalne naciski związane z ambicjami przejścia na zerowe emisje netto. Po drugie, uzasadnione jest założenie, że wzrost cen surowców będzie miał złożone reperkusje, jak również że rozróżnienie między eksporterami i importerami nie wystarczy, aby zidentyfikować zwycięzców i przegranych. Zaczęliśmy od zbadania pozycji zewnętrznej tych krajów w odniesieniu do handlu surowcami, ale wzięliśmy również pod uwagę względną wagę tych pozycji w ich koszyku inflacyjnym, a także koszty budżetowe związane z walką ze skokami inflacji. **Importerzy energii i żywności netto w równym stopniu doświadczą pogorszenia sytuacji zewnętrznej i fiskalnej**. Rachunki za import gwałtownie rosną, a rządy wielu państw starają się ograniczyć niekorzystne konsekwencje dla gospodarstw domowych, przygotowując **inicjatywy fiskalne, takie jak wyższe dotacje, limity cenowe, rozdawnictwo gotówki oraz obniżki akcyzy, co powoduje wzrost kosztów fiskalnych**. Oczywiście gospodarki, które już odnotowują wysokie deficyty (fiskalny i zewnętrzny), a także bardziej niestabilną sytuację w zakresie zadłużenia, prawdopodobnie ucierpią najbardziej i będą bardziej narażone na zmiany ratingów lub niewypłacalność. Na przykład konflikt między Rosją a Ukrainą z pewnością przyspieszył rozmowy między Sri Lanką a MFW (po wielu wahaniach), ponieważ wysokie ceny ropy naftowej i malejące przychody z turystyki jeszcze bardziej ograniczyły zdolność tego kraju do obsługi zadłużenia zagranicznego.

Z kolei eksporterzy surowców prawdopodobnie skorzystają na konsekwencjach ostatnich wydarzeń geopolitycznych. W istocie, kraje Ameryki Łacińskiej są nie tylko fizycznie oddalone od strefy konfliktu i pod względem handlowym stosunkowo słabiej powiązane z jego uczestnikami (bardziej, jeśli weźmiemy pod uwagę strefę euro jako całość), ale także najbardziej pozytywnie skorelowane z cyklem surowcowym, za pośrednictwem np. ropy naftowej, produktów rolnych czy metali, przy czym najważniejszym wyjątkiem wśród głównych krajów regionu jest Meksyk. **Wyższe koszty czynników produkcji bardziej obciążają jednak gospodarki, które już teraz borykają się z wysoką inflacją (zwłaszcza w Ameryce Łacińskiej, ale nie tylko), co może prowadzić do dalszego zacieśniania polityki banków centralnych (negatywnie wpływającego na wzrost gospodarczy)**. Ponadto pilna potrzeba powstrzymania dalszego wzrostu inflacji wymaga **większego wsparcia fiskalnego, co jednak prowadzi do przekierowania zasobów fiskalnych lub pogorszenia kruchej sytuacji fiskalnej**. W istocie, wygląda na to, że wysokie ceny ropy nie są korzystne dla kraju takiego jak Nigeria, gdzie rząd wykorzystywałby swoje dochody fiskalne na sfinansowanie dopłat do paliw. Problem ten jest jeszcze poważniejszy w krajach, które potrzebują zapewnienia bezpieczeństwa żywnościowego i w których inflacja jest już wysoka (np. w Afryce). Z drugiej strony, wzrost dochodów z ropy, jeśli nie zostanie natychmiast wydany na inwestycje publiczne, pozwoli krajom Rady Współpracy Zatoki Perskiej (GCC) uzupełnić uszczuplone podczas kryzysu pandemicznego rezerwy funduszu naftowego.

Sfinalizowano dn. 29 marca 2022.

SCENARIUSZ CENTRALNY I SCENARIUSZE ALTERNATYWNE (HORYZONT 12-18 MIESIĘCY)







Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy narracje i prawdopodobieństwa naszego scenariusza centralnego i alternatywnego bez zmian w porównaniu z ubiegłym miesiącem. W ciągu najbliższych tygodni wojna na Ukrainie może rozwinąć się na kilka sposobów (patrz „Drzewo kryzysu ukraińskiego”), co będzie miało znaczący wpływ na rynki gospodarcze i finansowe.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY
30%

Ponowne załamanie w kierunku stagflacji

Analiza

-  Długotrwała wojna na Ukrainie szkodzi zaufaniu i aktywności, a także sprawia, że ceny surowców i energii dłużej utrzymują się na wyższym poziomie, zakłócając dostawy.
-  **Covid-19:** powrót wariantu omikron prowadzi do powrotu ograniczeń mobilności i wąskich gardeł.
-  Oba te czynniki prowadzą do **spowolnienia gospodarczego**, podczas gdy **inflacja** pozostaje wysoka oraz niekontrolowana.
-  **Wznowienie dostosowawczej polityki monetarnej i fiskalnej**, ewentualnie dalszy etap represji finansowej.
-  Inflacja w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego zmusza niektóre **banki centralne**, a w szczególności EBC, do **odejścia** od swoich wytycznych i potencjalnej utraty wiarygodności.
-  Polityki oraz inwestycje mające na celu walkę ze zmianami klimatycznymi są odkładane na później i/lub polityki krajowe są wdrażane w sposób chaotyczny.









Implikacje rynkowe

- Preferować gotówkę, USD i obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych.
- Rozgrywać strategie oparte na minimalnej zmienności.
- Złoto.
- Surowce i energia.

SCENARIUSZ GŁÓWNY
60%

Wyboista droga, regionalne rozbieżności

Analiza

-  Wojna na Ukrainie uderza w zaufanie i przekłada się na tymczasowy wzrost cen surowców i energii.
-  **Covid-19** staje się chorobą endemiczną, powracającą w losowych falach.
-  **Globalna aktywność** będzie się utrzymywać na wyższym poziomie niż w trakcie poprzednich fal, ale wąskie gardła w łańcuchu dostaw będą występować do końca 2022 r.
-  **Wzrost gospodarczy** w 2022 r. stopniowo powróci do trendu. Możliwość pogorszenia sytuacji na początku 2023 r. Gorsza końcówka I półrocza 2022 r. z powodu spowolnienia w Chinach, negatywnego wpływu wariantu omikron i przyspieszającej inflacji.
-  Presja **inflacyjna** utrzymująca się przez cały 2022 rok z powodu wąskich gardeł po stronie podaży i wysokich cen surowców oraz rosnącej presji płacowej; ustępująca w 2023 roku. Inflacja jest kwestią psychologiczną i polityczną.
-  **Desynchronizacja polityki pieniężnej:** Fed w trybie szybkiego przejścia od taperingu do umiarkowanego zacieśniania ilościowego; Bank Anglii w cyklu łagodnych podwyżek, EBC rekalkuluje luzowanie ilościowe i być może podwyższa stopy w 2022 r.; a ponadto ChBL nastawiony na łagodzenie polityki pieniężnej. Stopy wzrosną, ale pozostaną niskie przez dłuższy czas.
-  **Polityka fiskalna:** częściowe wycofanie wsparcia przy jednoczesnym wykorzystywaniu finansowania publicznego oraz dotacji do łagodzenia negatywnych skutków transformacji energetycznej dla gospodarstw domowych w perspektywie krótkoterminowej.
-  **Zmiany klimatyczne** uderzają we wzrost gospodarczy i podnoszą ceny surowców i energii, potęgując tendencje stagflacyjne.


Implikacje rynkowe

- Niższe oczekiwane zyski skorygowane o ryzyko.
- Ograniczony wzrost nachylenia krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych oddziałuje na strefę euro i rynki wschodzące.
- Zabezpieczać się przed inflacją poprzez złoto, obligacje indeksowane inflacją oraz akcje.
- RW: utrzymujemy narrację dotyczącą krótkoterminowej ostrożności, długoterminowego dochodu realnego oraz wzrostu.

SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY
10%

Zrównoważony wzrost gospodarczy sprzyjający włączeniu społecznemu



Analiza




-  **Wojna na Ukrainie** kończy się szybko, a zakłócenia na rynkach energii i surowców mają ograniczony zakres.
-  **Pandemia w fazie endemicznej ustępuje** szybciej niż przewidywano, pomimo nowych wariantów.
-  Dodatkowe oszczędności i wzrost płac napędzają **konsumpcję**, nie powodując erozji marż przedsiębiorstw.
-  **Wzrost produktywności** dzięki transformacji cyfrowej i energetycznej oraz reformom strukturalnym.
-  **Inflacja** pozostaje pod kontrolą.
-  **Wyższe stopy procentowe** z powodu większych inwestycji i mniejszych oszczędności.
-  **Normalizacja polityki banków centralnych** zostaje dobrze przyjęta przez rynki finansowe.
-  **Zadłużenie jest zrównoważone** dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu i stopniowemu wdrażaniu dyscypliny budżetowej.
-  **Wzrost sprzyjający włączeniu społecznemu** i skuteczne zwalczanie nierówności.
- **Możliwe czynniki wyzwalające** obejmują koniec wojny na Ukrainie, reformy strukturalne, skuteczne leki i kampanie szczepień oraz zdecentralizowane finansowanie sprzyjające włączeniu społecznemu.

Implikacje rynkowe

- Nachylenie krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych rośnie.
- Preferować aktywa ryzykowne z ekspozycją na spółki cykliczne i segment „wartości”.
- Preferować obligacje indeksowane inflacją i akcje jako zabezpieczenie przed inflacją.

 Geopolityka  Tematy związane z Covid-19
 Oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji

 Plany żywienia lub warunki finansowe
 Wypłacalność emitentów prywatnych i publicznych

 System gospodarczy lub finansowy
 Tematy społeczne lub związane z klimatem
 Polityka monetarna i fiskalna

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy prawdopodobieństwo wystąpienia czynników ryzyka gospodarczego i geopolitycznego równe 30%, aby uwzględnić wojnę na Ukrainie i jej potencjalny wpływ na ryzyko gospodarcze i finansowe. Czynniki ryzyka związane z Covid-19 zaliczamy do ekonomicznych.

Czynniki ryzyka zostały podzielone na klastry w celu ułatwienia wykrywania strategii hedgingowych, ale są one oczywiście powiązane.

RYZYKO EKONOMICZNE 30%

- **Globalna recesja** wywołana szokiem naftowym i gazowym oraz pogorszeniem nastrojów w związku z impasem na Ukrainie.
- **Kryzys gospodarczy** w Europie Wschodniej w wyniku załamania się rosyjskiej gospodarki, wzrostu cen energii, niekontrolowanej inflacji oraz kryzysu migracyjnego.
- **Pandemia 3.0**
 - Po omikronie (pandemii 2.0) bardziej niebezpieczny i odporny na szczepionki wariant rozpoczyna nową falę.
 - Nowe blokady lub ograniczenia mobilności mogą jeszcze bardziej osłabić globalne życie gospodarcze.
- **Zakłócenia łańcuchów dostaw** utrzymują się (nowe lockdowny w Chinach), a presja na koszty produkcji prowadzi do spadku zysków przedsiębiorstw.
- **Chiński rynek nieruchomości załamuje się**, co prowadzi do obniżenia perspektyw wzrostu gospodarczego.
- **Błędna polityka monetarna**
 - Błędna komunikacja banków centralnych w kontekście wysokiej niepewności geopolitycznej.
 - Banki centralne nie doceniają siły inflacji napędzanej podażą i tracą nad nią kontrolę.
- **Katastrofy naturalne związane ze zmianami klimatycznymi** szkodzą widoczności wzrostu gospodarczego i równowadze społecznej.

RYZYKO FINANSOWE 20%

- **Kryzys związany z długiem państwowym**
 - Przedłużająca się wojna zaszkodziłaby wrażliwym finansom publicznym krajów rozwiniętych, gdzie dług publiczny w relacji do PKB osiąga już historyczne rekordy.
 - Większość krajów narażona jest na obniżenie ratingu i wzrost stóp procentowych.
 - Zaniżanie oczekiwań inflacyjnych mogłoby doprowadzić do zakłóceń na rynku obligacji i ostrzejszego zacieśnienia polityki pieniężnej
 - Wrażliwe rynki wschodzące również mogą stanąć w obliczu kryzysu bilansu płatniczego, zbliżając się do niewypłacalności.
- **Ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw wzrasta** pomimo poprawy sytuacji fundamentalnej ze względu na wzrost niepewności, a marże przedsiębiorstw są pod presją (wysokie koszty produkcji i nadmiarowe zamówienia prowadzą do ostrzeżeń dotyczących niższych zysków).
- **Szeroko rozpowszechniony greenwashing i bańka inwestycyjna ESG** podważają finansowanie transformacji energetycznej.
- **Niestabilność USD** i stopniowa utrata statusu waluty rezerwowej prowadzą do niestabilności na rynkach walutowych.

RYZYKO (GEO)POLITYCZNE 30%

- **Wojna na Ukrainie***
 - Krótkoterminowe rozwiązanie po sukcesie militarnym Rosji: rynki pozostają niestabilne, ponieważ inwestorzy zaczynają wyceniać przekraczanie przez Putina nowych „czerwonych linii”.
 - Przedłużające się walki zbrojne prowadzące do konfliktu o dużej intensywności, który będzie skutkować konfrontacją militarną z Zachodem i potencjalną kapitulacją rynku.
- **Fragmentacja polityczna UE** i głosy populistów powodują brak porozumienia co do sposobu zarządzania stosunkami z Rosją.
- **Stany Zjednoczone zajmują twarde stanowisko wobec Chin**, aby zablokować wszelkie próby inwazji na Tajwan. Ryzyko przypadkowych konfrontacji na Morzu Południowochińskim lub w Cieśninie Tajwańskiej.
- **Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących spowodowana:**
 - chaotycznym zarządzaniem kryzysem epidemicznym;
 - wzrostem cen żywności i energii, prowadzącym do fali niepokojów podobnych do „Arabskiej Wiosny”.
- **Stany Zjednoczone i Chiny tracą wiarygodność** w kwestii transformacji energetycznej i podważają Porozumienie paryskie.
- **Globalne ocieplenie** prowadzi do zwiększonego ryzyka konfliktów, których przyczyną są niedobory wody i ruchy migracyjne.
- **Atak cybernetyczny lub narażenie bezpieczeństwa danych** zakłócające działanie systemów informatycznych (bezpieczeństwo, energetyka i usługi zdrowotne).

* **Więcej szczegółów na temat potencjalnych wyników można znaleźć w artykule „Drzewo kryzysu ukraińskiego” na stronie 9.**

+ Gotówka, obl. indeksowane inflacją, JPY, złoto, USD, jakość w przeciwieństwie do wzrostu, defensywne w przeciwieństwie do cyklicznych, ropa naftowa

+ CHF, JPY, złoto, CDS, opcje, minimalna zmienność

+ Obl. skarbowe z rynków rozwiniętych, gotówka, złoto, USD, zmienność, defensywne, ropa naftowa

- Aktywa ryzykowne, AUD, CAD lub NZD, waluty lokalne z rynków wschodzących

- Ropa naftowa, aktywa ryzykowne, „frontier markets” i rynki wschodzące

- Obligacje korporacyjne i akcje, EMBI

PORTFELE WIELOAKTYWOWE - STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

Aktualizacja miesięczna: Światło drogowe w zakresie nastrojów zmieniło się z zielonego na żółte.

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

KONTEKST EKONOMICZNY

- Wojna na Ukrainie powoduje znaczną niepewność w kontekście makroekonomicznym, związaną z kształtowaniem się cen ropy naftowej i surowców oraz ryzykiem na froncie handlowym. Obydwa te czynniki związane są z zakłóceniami wywołanymi wojną, sankcjami oraz powrotem zakłóceń w łańcuchach dostaw związanych z wprowadzeniem przez Chiny nowych lockdownów.
- Inflacja będzie rosła przez kilka miesięcy w związku z wyższymi cenami energii, żywności i surowców w ogóle, co będzie miało negatywny wpływ na konsumentów i przedsiębiorstwa, a w konsekwencji obniży perspektywy popytu wewnętrznego.
- Ryzyko stagflacji pozostaje wyraźne zwłaszcza w strefie euro.
- Choć wpływ wojny nie jest jeszcze widoczny w twardych danych, dane dotyczące zaufania zaczęły się pogarszać, co wskazuje na istotne ryzyko pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego.

FUNDAMENTY I WYCENA

- Płynność będzie w mniejszym stopniu wspierać rynki, a wyższe stopy procentowe wpływają na spadek wartości względnej.
- Inflacja jest kolejnym czynnikiem hamującym wzrost wartości mnożników, podczas gdy oczekiwania, przynajmniej w Europie, są nadal bardzo optymistyczne.
- Podsumowując, wyceny i obecne poziomy są wrażliwe na potencjalne negatywne niespodzianki zakresie danych fundamentalnych.



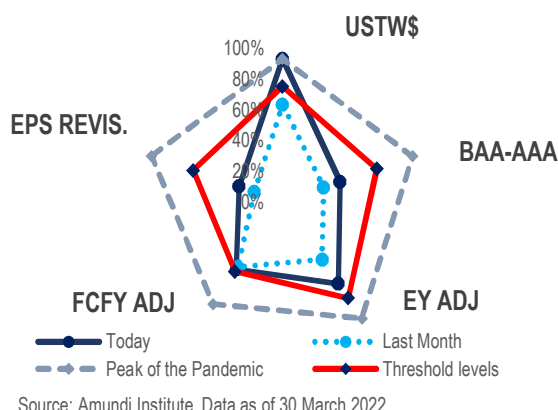
ASPEKTY TECHNICZNE

- Wskaźniki techniczne nie mają obecnie charakteru wyprzedzającego.
- Wskaźniki średnioterminowe dla większości aktywów ryzykownych nie sygnalizowały strukturalnego zmniejszenia ryzyka (wskaźniki śledzące trend gwałtownie pogorszyły się na początku miesiąca, po czym wróciły do poziomu neutralnego), a wskaźniki wyprzedzenia nie oparły się strukturalnemu odbiciu.
- Obecne otoczenie rynkowe nadal szybko absorbuje okazyje związane z zakłóceniami. Pogarszające się tło makroekonomiczne w połączeniu z koniecznością normalizacji polityki pieniężnej sprawia, że filar techniczny nie może być wykorzystywany do podejmowania decyzji o alokacji aktywów.

NASTROJE

- Spadek napięcia geopolitycznego między Rosją a Ukrainą przełożył się na wzrost wycen większości aktywów ryzykownych na ostatnich sesjach giełdowych marca 2022 roku.
- Nasze wskaźniki nastrojów w zakresie ryzyka były tym razem spójne ze wzrostem zmienności, przy czym dwa z trzech (MoMo i Warunki finansowe) sygnalizowały ponadprzeciętną awersję do ryzyka na rynkach.
- Z drugiej strony, CAST sygnalizuje, że odporność danych fundamentalnych będzie kluczowa przy podejmowaniu decyzji o likwidacji pozycji bądź zakupie w następstwie ostatniego odbicia w spektrum ryzyka. Premia za ryzyko kredytowe (Baa-Aaa agencji Moody's) zbliżyła się do naszego prognozy ostrzegawczego (100 p.b.), a korekty niezależnych prognoz wskaźnika zysku na akcję (EPS) są nadal pozytywne, pomimo ich pogorszenia.

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



Wskaźnik percepcji ryzyka CAST nie wykazał strukturalnego wzrostu, pomimo tego że ostatnie dane wykazują prawdopodobieństwo odwrócenia od ryzyka przekraczające 20%. Pogorszenie korekt wskaźników zysku na akcję (EPS) pozostaje ograniczone, a premia za ryzyko kredytowe (wyznaczane przez nas za pomocą spreadu Baa-Aaa według Moody's) nie przekroczyła naszego prognozy alarmowego, czyli 100 p.b. USD jest jednak tym wymiarem, który wyraźnie sygnalizuje konieczność odejścia od ryzyka, a jego wpływ na pozostałe wymiary skomplikowałby naszym zdaniem obraz sytuacji.

Metodologia: Rozważamy pięć wskaźników, 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.

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

1 Prognozy makroekonomiczne dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji

- US** • Stany Zjednoczone: wzrost gospodarczy został skorygowany w dół: W IV kw. 2022 r. z 2,5% do 1,9%, w IV kw. 2023 r. z 1,9% do 1,7% — kluczowym przesłaniem jest to, że wzrost zbliża się do potencjału i spada poniżej potencjału wcześniej niż oczekiwano.
- Inflacja została skorygowana w górę: Prognozowany poziom głównego wskaźnika cen konsumpcyjnych (Core PCE) w IV kw. 2022 r. wzrasta z 3,2% do 4,1%, podczas gdy w przypadku głównego wskaźnika CPI w IV kw. jest to korekta z 3,5% do 5%, co jest wynikiem łącznego wpływu ropy naftowej i pozostałych surowców.
- EA** • Strefa euro: wzrost PKB: 2,3% r/r in 2022 r. (wcześniej 3,4%), 1,8% r/r w 2023 r. (wcześniej 2,1%, średnie roczne). W roku 2022 pierwsze półrocze pozostaje praktycznie bez zmian (0,1% w ujęciu kw./kw.), z niewielkim „ożywieniem” w drugiej połowie roku, przy czym w naszych scenariuszach dotyczących ropy naftowej i pozostałych surowców maleje znaczenie energii i inflacji. Na tym etapie nie można wykluczyć wyraźnej recesji, ale ryzyko to dotyczy w większym stopniu poszczególnych państw członkowskich niż strefy euro jako całości.
- Inflacja: 6,3% r/r w 2022 r. (wcześniej 4,3%), 2,6% r/r w 2023 r. (wcześniej 2,1%). Szczyt w II kwartale 2022 r. na poziomie 7,1% (średnia kwartalna), a następnie powolne spowolnienie (i w tym przypadku dość istotna jest rola założeń dotyczących ropy naftowej i pozostałych surowców).
- UK** • Wielka Brytania: korekta w dół tempa wzrostu PKB z 4,3% do 3,8% w 2022 r. (2,6% przeniesienia), co oznacza bardzo ograniczony wzrost kwartalny w ciągu roku, skoncentrowany w pierwszym kwartale (obecnie na poziomie ponad 1%), a następnie bardzo słaby wzrost w kolejnych kwartałach, ponieważ inflacja obciąża konsumpcję. W 2023 r. spodziewany jest wzrost PKB na poziomie ok. 1,5% (wcześniej 2%).
- Prognoza inflacji została znacznie podwyższona i osiąga 7,1% (wcześniej 5,7%) w 2022 r. oraz 3,5% (2,4% poprzednio) w 2023 r. ze względu na wyższą dynamikę cen energii i żywności. Oczekuje się, że szczyt nastąpi około kwietnia, kiedy to Ofgem zwiększy limit cen energii o 54%. Kolejna runda nastąpi w październiku, ale według naszej prognozy inflacja powinna kontynuować spadki od II kwartału.

2 EUR/USD ma szansę na większą korektę, ponieważ oczekuje się dalszego pogorszenia wskaźnika CPI/PPI w związku z wojną na Ukrainie

- W porównaniu z innymi krajami Stany Zjednoczone wykazują większą elastyczność w przenoszeniu wyższych kosztów produkcji na konsumentów.
- Wojna na Ukrainie prawdopodobnie wzmocni tę tendencję i doprowadzi do deprecjacji euro w stosunku do innych walut (CHF, USD i GBP mają znacznie lepszą pozycję), ponieważ inflacja PPI w strefie euro może nadal rosnąć ze względu na wpływ wojny na Ukrainie na ceny energii.
- Na parę EURUSD wpływa również rosnąca różnica rentowności obligacji ze Stanów Zjednoczonych i strefy euro oraz rosnący odcinek dodatni krzywej rentowności EUR. Spadek produktywności netto gospodarki strefy euro w stosunku do Stanów Zjednoczonych przekłada się jednak na strukturalne pogorszenie średnioterminowych fundamentów EUR. W nadchodzących miesiącach waluta ta może nadal się osłabiać, a dodatkową presję może wywierać sytuacja geopolityczna. W tym kontekście pozycja CHF wydaje się lepsza.

Konsekwencje dla inwestorów

- Para EUR/USD będzie musiała zaabsorbować szok, a wycena tej waluty powinna odpowiednio spaść, z możliwością dalszego osłabienia.

3 Stanowisko polityczne Chin po posiedzeniu Ogólnochińskiego Zgromadzenia Przedstawicieli Ludowych

- Ostatnie wydarzenia geopolityczne, które wpływają na popyt globalny, a także ciągłe utrzymywanie zasady zerowej tolerancji dla COVID mają ogólnie negatywny wpływ na wzrost gospodarczy Chin. Zrewidowaliśmy naszą prognozę wzrostu PKB na 2022 r. do 4% (wcześniej 4,2-4,5%).
- Choć presja kosztowa może spowolnić spadek cen producentów, oczekuje się, że inflacja konsumencka będzie bardziej umiarkowana ze względu na wciąż słabe ożywienie popytu na usługi.
- Ogólnochińskie Zgromadzenie Przedstawicieli Ludowych i inni funkcjonariusze potwierdzili kontynuację polityki wspierania gospodarki, a ostatnio także rynków akcji (choć na razie brakuje szczegółowych informacji).
- Niezależnie od ostatniego załamania, akcja kredytowa powinna utrzymać tendencję wzrostową, podaż obligacji skarbowych powinna utrzymać się na poziomie z ubiegłego roku, a proces łagodzenia polityki pieniężnej jeszcze się nie zakończył (wkrótce spodziewane są kolejne obniżki głównej rocznej stopy kredytowej oraz stopy rezerwy obowiązkowej).

Konsekwencje dla inwestorów

- Utrzymujemy pozytywne nastawienie do chińskiego długu samorządowego w perspektywie długoterminowej.

Najnowsze informacje o Covid-19

Pierre BLANCHET, Szef ds. analiz inwestycyjnych

Podczas gdy uwaga zachodnich przywódców skupia się głównie na wojnie na Ukrainie, Covid-19 i jego warianty omikron BA.1 i BA.2 nadal się rozprzestrzeniają. W Wielkiej Brytanii liczba zgłoszonych przypadków ponownie zbliżyła się do rekordu ustanowionego pod koniec 2021 roku. W ubiegłym tygodniu w Anglii wirusem zaraziła się jedna na 16 osób, a w Szkocji jedna na 11. We Francji liczba nowych zachorowań wynosi prawie 150 tysięcy dziennie, co jeszcze kilka kwartałów temu doprowadziłoby do ogólnokrajowego lockdownu. Wskaźnik hospitalizacji na oddziałach intensywnej terapii jest jednak nadal dość niski, a system szpitalny nie jest na granicy nasycenia, jak to mogło mieć miejsce podczas poprzednich fal zachorowań.

W Chinach jednak rozprzestrzenianie się wirusa zmusiło władze do wprowadzenia nowych lockdownów. Tak było początkowo w regionie Shenzhen, gdzie znajdują się duże fabryki podzespołów elektronicznych, a ostatnio w Szanghaju. Finansowa stolica Chin jest obecnie podzielona na dwie części, a linię podziału stanowi rzeka Huangpu. Połowa 26-milionowego miasta jest zamknięta do 1 kwietnia, a druga połowa ma zostać zamknięta w przyszłym tygodniu. Przyjęta przez władze Chin strategia „zero Covid” dochodzi do granic możliwości, ponieważ zamknięcie milionów ludzi w kluczowych strefach ekonomicznych może wydawać się — na podstawie oficjalnych danych — działaniem nieproporcjonalnym w porównaniu z rozwiązaniami stosowanymi w Europie. Reperkusje gospodarcze mogą być bardzo poważne dla partnerów gospodarczych Chin.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=/+	▲	Chociaż dostrzegamy presję ze strony rosnącej inflacji i wycofywania wsparcia przez Fed, uważamy również, że kondycja rynków pracy jest dobra, a dochody i oszczędności konsumentów wysokie. W połączeniu z solidnymi bilansami przedsiębiorstw i krajowymi dostawami energii powinno to ograniczyć ryzyko związane z rosnącymi cenami energii. Nadal polegamy na naszym oddolnym procesie selekcji.
	Segment „wartości”, USA	+		Wysokiej jakości spółki z segmentu „wartości”, które wykazują silną pozycję przetargową w zakresie ustalania cen oraz tendencję do utrzymywania wzrostu zysków i efektywności operacyjnej, stwarzają selektywne okazje – uważamy, że wyceny w tym segmencie są nadal atrakcyjne. Ponadto występują okazje związane z wartością względną, które sprzyjają spółkom wynagradzającym akcjonariuszy za pomocą wykupu akcji własnych lub dywidendy.
	Segment „wzrostu”, USA	-		Wyceny w tej grupie są nadal wysokie, ale zdajemy sobie sprawę, że po ostatniej korekcie niektóre spółki stopniowo zyskują na atrakcyjności. Rosnące stopy procentowe będą jednak wywierały presję na ceny w segmentach, które nadal są zbyt wysoko wyceniane. Nadal utrzymujemy zasadniczo ostrożne podejście.
	Europa	-/=	▼	Uważamy, że rosnąca inflacja PPI może mieć wpływ na zyski, zwłaszcza w przypadku firm, które nie są w stanie przenieść rosnących kosztów produkcji na konsumentów. Co ważne, choć rynki odbiły się od dna, obecne wyceny nie odzwierciedlają pogarszających się perspektyw zysków w regionie. Dlatego też, choć zachowujemy równowagę, szukamy wartości względnej i koncentrujemy się na jakości, wartości oraz dywidendach.
	Japonia	=		Chociaż ceny ropy naftowej i innych surowców mogą mieć wpływ na marże firm, obserwujemy dostosowawcze podejścia do polityki monetarnej. Innym kluczowym czynnikiem, który każe nam zachować czujność w kwestii wyników, jest zmieniająca się sytuacja w zakresie Covid.
	Chiny	=	▼	Ostatnie lockdowny w dwóch głównych miastach – Shenzhen i Szanghaju – mogą mieć wpływ na łańcuchy dostaw i wzrost gospodarczy. Podczas gdy wsparcie rządowe pozostaje silne i ukierunkowane (niedawne Ogólnochińskie Zgromadzenie Przedstawicieli Ludowych), obserwujemy, jak konflikt Rosja-Ukraina wpływa na tego importera surowców. Uważamy, że w perspektywie długoterminowej kraj ten oferuje duże możliwości rozwoju.
	Rynki wschodzące	=		Presja na wzrost cen surowców/energii spowodowana wstrząsem wywołanym wojną (w Europie Wschodniej) może wpłynąć na wzrost gospodarczy na świecie, a tym samym na rynki wschodzące. Skutki nie będą jednak jednolite, co potwierdza nasza opinia o rozdrobnieniu bloku rynków wschodzących. Przychylnie patrzymy na eksportujące surowce kraje Ameryki Łacińskiej (Brazylia) i Zjednoczone Emiraty Arabskie, ale zachowujemy ostrożność wobec Filipin.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	-		Ostatnie sygnały z Fedu świadczą o dążeniu do kontrolowania inflacji poprzez zacieśnianie polityki, nawet jeśli po stronie wzrostu gospodarczego utrzymuje się pewna presja. Utrzymujemy defensywne nastawienie do duracji, ale zachowujemy czujność, ponieważ papiery skarbowe mogą skorzystać na poszukiwaniu przez inwestorów bezpieczeństwa. Nasza ekspozycja na TIPS (obligacje rządowe indeksowane inflacją) jest niewielka.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=		Zachowujemy selektywność w zakresie obligacji korporacyjnych i ograniczamy ekspozycję na durację netto, ponieważ oczekuje się, że Fed będzie nadal podnosił stopy procentowe. Wyceny klasy inwestycyjnej odzwierciedlają zarówno trudne warunki techniczne na rynku, jak i solidne dane fundamentalne przedsiębiorstw. Obecna faza jest więc dość trudna i choć nowi emitenci oferują ustępstwa, nie należy zaniedbywać analizy oddolnej. Pozostajemy aktywni i kontynuujemy poszukiwania aktywów sekurytyzowanych ze względu na wysokie zarobki konsumentów.
	Korporacyjne wysokodocho- dowe USA	=		Spready instrumentów wysokodocho- dowych są wysokie w porównaniu do standardów historycznych, ale dane fundamentalne tej klasy aktywów są dobre. Chociaż sektor ten powinien skorzystać na wyższych cenach energii, monitorujemy rynki pod kątem wszelkich oznak słabnącej płynności wynikającej z zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed. W rezultacie nadal warto stawić na selektywność.
	Skarbowe Europa	-/=		EBC dąży do zminimalizowania szoku gospodarczego, a jednocześnie do okiełznania uporczywej inflacji (pogłębionej przez rosnące ceny energii), i dlatego wykazuje stosunkowo jastrzębie podejście. Chociaż pozostajemy ostrożni w odniesieniu do duracji (rdzeń strefy euro), zachowujemy elastyczność w podejściu do wszystkich krzywych i regionów geograficznych, biorąc pod uwagę ucieczkę do jakości. Jeśli chodzi o dług peryferyjny, nadal uważamy na ryzyko fragmentacji, biorąc pod uwagę jastrzębie stanowisko EBC i napięcia związane z wojną na Ukrainie.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=		Zmniejszające się wsparcie ze strony polityki monetarnej EBC w warunkach wysokiej inflacji i obaw o wzrost gospodarczy pozwala nam zachować neutralne nastawienie do obligacji korporacyjnych. Podczas gdy przeszacowanie spreadów czyni tę klasę aktywów atrakcyjną, my utrzymujemy podejście wysoce selektywne ze względu na potencjalną presję na wzrost zysków i płynność, a ponadto koncentrujemy się na okazjach związanych z wartością względną.
	Korporacyjne wysokodocho- dowe Europa	=		Uważamy, że instrumenty wysokodocho- dowe potaniały, ale nadal są dalekie od wartości godziwej, biorąc pod uwagę istniejące ryzyko. Fundamenty przedsiębiorstw są jednak silne, ponieważ niektóre firmy zmniejszają poziom dźwigni finansowej, a odsetki niewypłacalności również są niskie. Nadal uważnie obserwujemy warunki finansowe, które na razie pozostają łatwe, starając się równoważyć możliwości generowania zysków z płynnością i jakością.
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+		Chiński dług oferuje możliwości dywersyfikacji globalnych portfeli i może zyskać na obawach o wzrost gospodarczy kraju oraz akomodacyjnym nastawieniu Chińskiego Banu Ludowego. Monitorujemy jednak wszelkie czynniki presji na komponent walutowy.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Preferując segment wysokodocho- dowy w stosunku do klasy inwestycyjnej, utrzymujemy wyraźne podejście oddolne, choć uważamy, że zacieśnianie polityki w krajach rozwiniętych stanowi czynnik niekorzystny. Utrzymujemy również krótkoterminowe nastawienie i obserwujemy rozwój sytuacji w Rosji.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Aktywnie zarządzamy naszą ekspozycją na obligacje, skupiając się na emitentach, którzy mogą skorzystać na wzroście cen energii, ale jednocześnie koncentrujemy się na selekcji. Jeśli chodzi o komponent walutowy, jesteśmy ostrożni.
INNE	Surowce			Jesteśmy pozytywnie nastawieni do surowców, a zwłaszcza metali nieszlachetnych i złota (niepewność geopolityczna), ponieważ obecny system staje się coraz bardziej inflacyjny. Ceny ropy naftowej powinny być wspierane przez obawy związane z zakłóceniami dostaw.
	Waluty			EUR/USD prawdopodobnie osłabi się w najbliższym czasie ze względu na wzrost wydajności pracy w Stanach Zjednoczonych oraz status dolara amerykańskiego jako bezpiecznej przystani. W nadchodzących miesiącach waluta regionalna może się osłabić ze względu na napięcia geopolityczne (CHF ma lepszą pozycję w tym zakresie).

LEGENDA

--- -- - = + ++ +++ ▼ ▲

Negatywna Neutralna Pozytywna Pogorszenie w stosunku do popr. mies. Poprawa w stosunku do popr. mies.

Źródło: Amundi, na dzień 24 marca 2022 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 któregośkolwiek z produktów Amundi. IG = obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym, HY = obligacje korporacyjne o wysokiej rentowności
EM Bonds HC / LC = obligacje z rynków wschodzących denominowane w twardej walucie / walucie lokalnej. WTI = West Texas Intermediate. QE = luzowanie ilościowe

KRAJE ROZWIŃIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-03-24

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

Źródło: Instytut Amundi

- **Stany Zjednoczone:** wzrost cen energii i surowców, który przekłada się na wzrost inflacji, ma negatywny wpływ na amerykańskiego konsumenta pod względem zarówno zaufania, jak i wydatków. Jednocześnie zamiary firm dotyczące nakładów inwestycyjnych pozostają ambitne, co sugeruje, że pomimo tego iż choć konsumpcja w Stanach Zjednoczonych może zwalniać, nakłady inwestycyjne powinny pozostać odporne na spadek zaufania związany z wojną na Ukrainie. Spodziewamy się, że wzrost PKB będzie nadal zwalniał w kierunku potencjału, a główne wskaźniki inflacji będą rosły przez kilka kolejnych miesięcy, po czym powrócą na ścieżkę spadkową, przez cały rok pozostając jednak znacznie powyżej celu Fedu.
- **Strefa euro:** ponieważ wzrost cen energii i surowców, który miał miejsce już jesienią i zimą, nadal wpływa na europejskie gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, a wojna na Ukrainie trwa, spodziewamy się, że popyt wewnętrzny w krajach europejskich znacznie ucierpi. Do lutego gospodarka strefy euro wykazywała oznaki poprawy, ale wojna wstrzymała ożywienie. Jeśli chodzi o inflację, spodziewamy się, że będzie ona rosła jeszcze przez kilka miesięcy, a następnie wyhamuje, zakładając słabszą dynamikę cen energii i surowców w drugim półroczu.
- **Wielka Brytania:** wysokie ceny energii i słabnące zaufanie spowodowały podwyższenie naszej prognozy inflacji i obniżenie prognozy wzrostu gospodarczego, ponieważ wyższe ceny energii i surowców osłabiają siłę nabywczą i marżę. Ponadto wyższe ceny żywności będą w bardziej nierównomierny sposób dotykać konsumentów o niższych dochodach. Biorąc pod uwagę słabsze perspektywy wzrostu gospodarczego, obawy o zaostrzenie się sytuacji na rynku pracy mogą się zmniejszyć, wraz z możliwym niższym wzrostem zatrudnienia i mniejszą presją płacową. To z kolei przyczyni się do zmniejszenia dochodów realnych w obliczu utrzymującej się wysokiej inflacji.
- **Japonia:** gospodarka nadal będzie odczuwać skutki wyższych cen importowanej energii i zakłóceń w łańcuchu dostaw. W związku ze spadkiem liczby nowych zachorowań na Covid w połowie marca rząd zniósł restrykcje dotyczące dystansu społecznego i zaczął otwierać granice dla ograniczonej liczby odwiedzających. Konsumpcja prywatna będzie prawdopodobnie odbudowywać się w szybszym tempie, przewodząc całej gospodarce w 2022 roku. Jeśli chodzi o inflację, oczekujemy, że w II kwartale główny wskaźnik CPI będzie rosł w sposób bardziej zdecydowany i tymczasowo przekroczy poziom 2%, napędzany przez komponenty energetyczne. Bazowa inflacja CPI utrzyma się jednak poniżej 1%, przy ograniczonym przełożeniu na ceny ropy naftowej.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	30.03.2021	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12m.	Konsensus +12 m.
USA	0,38	1,5/1,7	1,86	2,5/2,7	2,78
Strefa euro	-0,5	-0,25	-0,2	0,25	0,67
Japonia	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,04
Wlk. Brytania	0,75	1,25	1,78	1,50	2,3

Źródło: Instytut Amundi

- **Fed:** Marcowe posiedzenie FOMC okazało się jastrzębie na wielu frontach. Fed chce jak najszybciej osiągnąć neutralne stanowisko w zakresie polityki monetarnej, aby móc przejść do bardziej restrykcyjnych poziomów, jeśli będzie to konieczne do przywrócenia stabilności cen. Prezes Powell jasno wyraził swoją determinację, by zrobić wszystko, co konieczne, aby obniżyć inflację. Podsumowanie prognoz gospodarczych wskazuje obecnie na medianę końcowej stopy procentowej na poziomie 2,75%, czyli powyżej neutralnego poziomu 2,5%. Co więcej, Powell niedawno powtórzył swoje zobowiązanie do wykorzystania wszystkich dostępnych narzędzi w celu osiągnięcia stabilności cen, w tym ruchów o 50 p.b. podczas najbliższych posiedzeń, co oznacza, że neutralny poziom 2,5% może zostać osiągnięty pod koniec 2022 lub na początku 2023 roku.
- **EBC:** EBC zaskoczył konsensus, ogłaszając, że może zakończyć skup aktywów netto w III kwartale, a także wyraźniej ograniczając jego skalę w II kwartale. Jednocześnie wytyczne dotyczące stóp procentowych, które Bank planuje obecnie podnieść „po pewnym czasie” od zakończenia skupu aktywów netto, a nie „wkrótce po”, sugerują, że chce on zachować większą elastyczność w kwestii terminów podwyżek stóp. EBC jest zdeterminowany, by realizować swój mandat w zakresie stabilności cen, ale przyznał, że poziom niepewności jest wysoki, a ścieżka polityki monetarnej będzie jeszcze bardziej uzależniona od danych.
- **Bank Japonii:** W marcu Bank Japonii ponownie pozostawił parametry swojej polityki monetarnej na niezmiennym poziomie. Gubernator Kuroda wyraźnie stwierdził, że oczekiwany od kwietnia wzrost inflacji zasadniczej do 2% nie wystarczy, by Bank Japonii zacieśnił politykę monetarną, zwłaszcza w obliczu rosnącej niepewności związanej z Ukrainą. Bank Japonii oferuje również nieograniczony skup obligacji, aby bronić swojego celu w zakresie rentowności w obliczu rosnących rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych. Do końca 2021 r. PKB Japonii nadal znajdował się poniżej poziomu sprzed kryzysu finansowego i nie spodziewamy się, aby luka produktowa została domknięta przed końcem 2024 r., co utrzyma inflację bazową w ryzach i powstrzyma Bank Japonii przed taperingiem.
- **Bank Anglii:** Zdecydowaną większością głosów (8 do 1) Bank Anglii podwyższył w marcu stopę procentową o 25 p.b., do 0,75%, co stanowiło trzecią z kolei podwyżkę na posiedzeniu poświęconym polityce monetarnej i skutkowało przywróceniem głównej stopy procentowej do poziomu sprzed pandemii. Oczekujemy, że na następnym posiedzeniu Bank Anglii podniesie stopy do 1,0%, aby rozpocząć aktywne zacieśnianie ilościowe. Jednocześnie ostatni bardziej gołębi ton sugeruje, że Komitet Polityki Pieniężnej spodziewa się bardziej delikatnego balansowania pomiędzy wysoką inflacją a zagrożeniami dla wzrostu gospodarczego. Następnie po kolejnej podwyżce może nastąpić przerwa.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
EBC (Rada Prezesów)	14 kwietnia
Bank Japonii (MPM)	28 kwietnia
Rezerwa Federalna (FOMC)	4 maja
Bank Anglii (MPC)	16 czerwca

Źródło: Instytut Amundi

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Średnie roczne (%)	Dane z dnia 2022-03-24					
	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Świat	6,1	3,2	3,2	3,8	6,6	3,9
Kraje wschodzące	6,8	3,5	4,2	4,4	7,2	4,8
Chiny	8,1	4,0	4,8	0,9	1,4	1,7
Brazylia	4,6	0,5	1,5	8,3	9,2	4,8
Meksyk	5,4	1,5	1,9	5,7	7,1	5,0
Rosja	4,7	-10,0	2,5	6,7	18,6	9,5
Indie	9,0	7,5	6,6	5,1	6,2	6,0
Indonezja	3,7	5,4	4,9	1,6	3,6	3,8
RPA	5,3	1,6	1,8	4,6	6,2	4,5
Turcja	11,4	3,2	3,2	19,4	55,9	19,0

Źródło: Instytut Amundi

- **Chiny:** Nowa fala Covidu dotknęła wiele dużych miast (Szanghaj, Shenzhen) oraz centrów eksportowych, skłaniając władze lokalne do wprowadzenia ukierunkowanych lockdownów i masowych testów. W kontekście oczekiwań dotyczących na utrzymania polityki „zero Covid” przynajmniej do pierwszej połowy roku, ta runda środków zacieśniających zwiększa ryzyko pogorszenia naszych prognoz wzrostu. Ponieważ konsumpcja znajduje się pod większą presją, inflacja bazowa pozostaje na niskim poziomie. Zanikanie negatywnych efektów bazowych może spowodować wzrost inflacji bazowej w dalszej części roku, ale nie powstrzyma to ChBL przed utrzymaniem akomodacyjnego podejścia w warunkach kruchości ożywienia wzrostu.
- **Polska:** Wojna dodatkowo zwiększy inflację w Polsce poprzez wzrost cen towarów i żywności, ale także poprzez większy popyt ze strony uchodźców. NBP będzie musiał kontynuować cykl podwyżek stóp procentowych i w razie potrzeby interweniować na rynku walutowym, aby wesprzeć złotego. Parametry fiskalne prawdopodobnie nie ulegną zbytniej erozji, ponieważ pomoc finansowa zostanie zapewniona przez UE, która już zdecydowała, że nie wykorzysta przeciwko Polsce swojego „mechanizmu praworządności”. Mimo że UE może postawić pewne warunki, polski KPO zostanie prawdopodobnie zatwierdzony w najbliższych tygodniach. UE może również zatwierdzić określone fundusze ze względu na opóźnienia procesu NGEU.
- **Indonezja:** Niezależnie od wariantu omikron ożywienie gospodarcze postępowało stopniowo i w stałym tempie. Ponieważ kraj ten ma pozytywną ekspozycję na cykl surowcowy (bardziej metale/gaz niż ropa), wpływ na wzrost gospodarczy powinien być pozytywny, o ile pogorszenie wzrostu w Chinach nie będzie stanowić poważniejszego zagrożenia. Decydenci polityczni stoją obecnie przed dylematem: czy pozwolić na wyższą inflację poprzez obniżenie dotacji w celu ograniczenia poślizgu fiskalnego? Spodziewamy się, że przełożenie cen energii na odbiorców końcowych będzie ograniczone, co umożliwi bankowi centralnemu rozpoczęcie stopniowej normalizacji polityki monetarnej.
- **Brazylia:** Szok geopolityczny będzie miał mniej szkodliwy wpływ na Brazylię (i ogólnie na kraje Ameryki Łacińskiej) ze względu na odległość geograficzną, mniejszą wymianę handlową z Europą oraz mniejszą ekspozycję finansową na ten region, a także status producenta surowców netto. Nadal będą jednak zwycięzcy i przegrani. Inflacja prawdopodobnie wzrośnie pomimo podejmowanych przez decydentów politycznych wysiłków zmierzających do złagodzenia jej skutków, co z kolei będzie wywierać presję na dochody rozporządzalne i konsumpcję. Wzrosną natomiast produkcja i nakłady inwestycyjne związane z surowcami. Bank centralny będzie musiał podnieść stopę SELIC nieco wyżej i na nieco dłużej. Pod względem politycznym jedno pozostaje niezmiennie: Lula ma wiele do stracenia.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	24.03. 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Indie	4,00	4,50	4,30	5,00	4,70
Brazylia	11,75	12,75	12,3	11,75	11,30
Rosja	20,00	20,00	23,50	18,00	16,50

Źródło: Instytut Amundi

- **ChBL (Chiny):** Po rozczarowujących danych kredytowych za luty i wyprzedaży na rynku akcji Komitet Stabilności Finansowej i Rozwoju zasugerował silniejsze wsparcie w celu przywrócenia zaufania rynku. W związku z tym, mimo że ChBL pozostawił w marcu stopy MLF i LPR na niezmiennym poziomie, uważamy, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej jeszcze się nie zakończył, ponieważ perspektywy ożywienia gospodarczego są nie najlepsze, a inflacja konsumencka niska. Nadal prawdopodobna jest dodatkowa obniżka stóp procentowych o 10 p.b. (MLF i LPR) oraz obniżka stopy rezerwy obowiązkowej o 50 p.b. Spodziewamy się również ponownego wzrostu akcji kredytowej, spowodowanego zwiększeniem akcji kredytowej ze środków publicznych.
- **RBI (Indie):** W związku ze zbliżającym się kwietniowym posiedzeniem organu odpowiedzialnego za politykę pieniężną bank centralny znajduje się w trudnym położeniu, biorąc pod uwagę jego gołębie stanowisko, główny wskaźnik CPI nieznacznie przekraczający wartość docelową oraz wyraźne ryzyko wzrostu wynikające z nowej presji kosztowej (energia, żywność i nawozy). Mimo że władze opóźniają przeniesienie skutków podwyżki cen paliw na konsumentów końcowych, oczekuje się, że inflacja będzie znacznie wyższa niż w prognozie banku centralnego. Kwietniowe posiedzenie prawdopodobnie przyniesie korektę prognoz inflacyjnych w górę i zmianę w kierunku stanowiska neutralnego — pierwsza podwyżka stóp została potwierdzona na II kwartał 2022 r., co jest bardziej prawdopodobne w czerwcu niż w kwietniu.
- **BCB (Brazylia):** Organ odpowiedzialny za politykę monetarną w marcu obniżył tempo jej zacieśniania (do 100 p.b.), zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, a ponadto zasugerował kolejną podwyżkę o tej samej skali w maju, ponieważ musi „znaczco przesunąć stopy na jeszcze bardziej restrykcyjne terytorium”. Poza tym gubernator Campos oświadczył, że czerwcową podwyżka nie jest przesądzona, ponieważ inflacja ma osiągnąć najwyższy poziom w kwietniu, a cykl zacieśniania znajduje się w fazie dojrzałej po podwyżkach o 975 p.b. Oznaczałoby to, że stopa końcowa wynosi 12,75%.
- **CBR (Rosja):** Po wprowadzonej 28 lutego niespodziewanej podwyżce stóp procentowych z 9,5% do 20%, 18 marca bank centralny pozostawił je na niezmiennym poziomie, twierdząc, że obecna stopa powinna mieć charakter tymczasowy. Poprzednie drastyczne posunięcie zostało podjęte w obliczu ryzyka dalszej deprecjacji i inflacji, a zwłaszcza gwałtownej deprecjacji rubla. Biorąc pod uwagę perspektywę wzrostu inflacji w wyniku wojny z Ukrainą oraz nałożonych na Rosję różnicowanych sankcji, oczekujemy, że CBR utrzyma stopę procentową na niezmiennym poziomie przynajmniej do II kwartału 2022 r. Pozytywnym zjawiskiem jest fakt, że Elwira Nabiullina została powołana na stanowisko gubernatora na trzecią kadencję.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
BRI	8 kwietnia
ChBL	20 kwietnia
CBR	29 kwietnia
BCB, Brazylia	4 maja

Źródło: Instytut Amundi

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE
Prognozy makroekonomiczne

(24 marca 2022)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
USA	5,8	3,1	1,8	4,7	6,9	3,2
Japonia	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Strefa euro	5,3	2,3	1,8	2,6	6,3	2,6
Niemcy	2,9	2,0	1,9	3,2	6,1	2,4
Francja	7,0	3,0	1,7	2,1	4,7	2,9
Włochy	6,6	2,7	1,5	1,9	6,7	2,5
Hiszpania	5,1	4,0	2,1	3,1	6,5	2,1
Wlk. Brytania	7,5	3,8	1,4	2,6	7,1	3,5
Chiny	8,1	4,0	4,8	0,9	1,4	1,7
Brazylia	4,6	0,5	1,5	8,3	9,2	4,8
Meksyk	5,4	1,5	1,9	5,7	7,1	5,0
Rosja	4,7	-10,0	2,5	6,7	18,6	9,5
Indie	9,0	7,5	6,6	5,1	6,2	6,0
Indonezja	3,7	5,4	4,9	1,6	3,6	3,8
RPA	5,3	1,6	1,8	4,6	6,2	4,5
Turcja	11,4	3,2	3,2	19,4	55,9	19,0
Kraje rozwinięte	5,1	2,8	1,8	3,1	5,6	2,6
Kraje wschodzące	6,8	3,5	4,2	4,4	7,2	4,8
Świat	6,1	3,2	3,2	3,8	6,6	3,9

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	30 marca 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,38	1,5/1,7	1,86	2,5/2,7	2,78
Strefa euro	-0,5	-0,25	-0,2	0,25	0,67
Japonia	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,04
Wlk. Brytania	0,75	1,25	1,78	1,50	2,3

Kraje wschodzące

	24 marca 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Indie	4,00	4,50	4,30	5,00	4,70
Brazylia	11,75	12,75	12,3	11,75	11,30
Rosja	20,00	20,00	23,50	18,00	16,50

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich

	30 marca 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	2,35	2,4/2,6	2,82	2,6/2,8	2,96
Niemcy	0,03	0/0,20	0,33	0,1/0,3	0,55
Japonia	-0,03	-0,10/0	-0,01	-0,10/0	0,02
Wlk. Brytania	1,39	1,2/1,4	1,52	1,4/1,6	1,47

Rentowność obl. 10-letnich

	30 marca 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	2,41	2,5/2,7	2,53	2,5/2,7	2,57
Niemcy	0,69	0,4/0,6	0,76	0,4/0,6	0,82
Japonia	0,23	0,1/0,3	0,29	0,1/0,3	0,35
Wlk. Brytania	1,69	1,4/1,6	1,76	1,5/1,7	1,81

Prognoza dla walut

	29 marca 2022	Amundi III kw. 2022 r.	Konsensus III kw. 2022 r.	Amundi I kw. 2023 r.	Konsensus I kw. 2023 r.
EUR/USD	1,11	1,02	1,13	1,13	1,15
USD/JPY	123	126	118	119	118
EUR/GBP	0,85	0,84	0,84	0,82	0,84
EUR/CHF	1,03	1,03	1,05	1,10	1,07
EUR/NOK	9,62	9,81	9,70	9,55	9,63

	29 marca 2022	Amundi III kw. 2022 r.	Konsensus III kw. 2022 r.	Amundi I kw. 2023 r.	Konsensus I kw. 2023 r.
EUR/SEK	10,34	10,52	10,30	10,20	10,10
USD/CAD	1,25	1,29	1,25	1,22	1,24
AUD/USD	0,75	0,73	0,75	0,78	0,76
NZD/USD	0,69	0,67	0,70	0,69	0,71
USD/CNY	6,36	6,50	6,42	6,30	6,45

Źródło: Instytut Amundi

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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.

METODOLOGIA

— Scenariusze

Prawdopodobieństwa te odzwierciedlają szansę wystąpienia określonych reżimów finansowych (scenariusz główny, pesymistyczny i optymistyczny), które są uwarunkowane i określone przez nasze prognozy makroekonomiczne.

— Ryzyko

Prawdopodobieństwa wystąpienia poszczególnych czynników ryzyka są wynikiem wewnętrznej ankiety. Czynniki ryzyka do monitorowania zostały zgrupowane w trzech kategoriach: ekonomiczne, finansowe i (geo)polityczne. Chociaż te trzy kategorie są wzajemnie powiązane, mają specyficzne epicentra związane z ich trzema czynnikami wiodącymi. Wagi (procentowe) przypisywane są do scenariuszy najwyższego wpływu będących rezultatem cokwartalnego badania ankietowego inwestorów.

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Research team

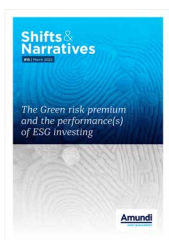
ASSET CLASS VIEWS



Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #15 - The Green risk premium and the performance(s) of ESG investing

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - LAUGEL Elodie, Global Head of Institutional Marketing, Chief Responsible Investment Officer



Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s (02-03-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #13 - Money and psychology of inflation: an investor view (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (17-02-2022)

MORTIER Vincent, Chief Investment Officer, BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Global Research - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

Emerging Markets outlook and investment convictions - Reasons for cautious optimism in 2022 (7-02-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

WORKING PAPERS



The shift from Carbon Emissions to Net Zero Carbon metrics on Portfolio Construction - Key Findings (17-03-2022)

Cascading Effects of Carbon Price through the Value Chain: Impact on Firm's Valuation (25-02-2022)

ADENOT Théophile, Amundi Technology's Innovation Lab - BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - COUNATHE Pierre, Amundi Technology's Innovation Lab - JOUANNEAU Mathieu, ESG Solutions and Data Specialist - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

LE GUENEDAL Theo, RONCALLI Thierry, LOMBARD François, SEKINE Takaya - Quantitative Research

Equity Convexity and Unconventional Monetary Policy (11-02-2022)

Lauren Stagnol, Quantitative Research - Marc-Ali Ben Abdallah, Smart Beta & Factor Investing - Patrick Herfroy, Smart Beta & Factor Investing

Choice Overload participation and asset Allocation in French savings Plans (27-01-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - SZAFARZ Ariane, ULB & New York University (NYU) - POTERBA James, Professor of Economics at the Massachusetts Institute of Technology and the President and Chief Executive Officer of the National Bureau of Economic Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Special Ukraine

A more fragmented Emerging Markets world amid the Russia-Ukraine crisis (25-03-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

15-16 March FOMC review: we have full throttle lift off (17-03-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

Special Ukraine

Russia-Ukraine: a lot of bad news already priced in, but the outlook is deteriorating (11-03-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

Special Ukraine

Russia-Ukraine: an uncertain outcome calls for higher focus on liquidity (07-03-2022)

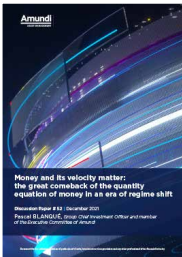
BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

Special Ukraine

Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock (24-02-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer

DISCUSSION PAPERS



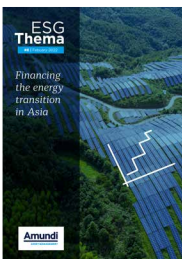
Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

DB plans in their end game in the post-pandemic era (02-12-2021)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #8 - Financing the energy transition in Asia (23-02-2022)

CHEN Sylvia, ESG analyst

ESG Thema #7 - ESG Corporate Disclosure: Towards more demanding and harmonized reporting (1-02-2022)

Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - DE VECCHI Viola, ESG Communication Officer **The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the “new look” of fashion (20-01-2022)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



Inflation is starting to burn - Strategies to protect portfolios from inflation risk (9-02-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

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



Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

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 Państwie jurysdykcji i mogą nie być regulowane lub nadzorowane przez jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek formie, a ponadto nie mogą być wykorzystywane jako podstawa ani składnik jakichkolwiek instrumentów, produktów lub indeksów finansowych.

Ponadto żadna z treści zamieszczonych w 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 31 marca 2022 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 jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody bezpośrednie, pośrednie, wymierne, uboczne lub wynikowe (w tym m.in. utracone korzyści), jak również za nawiązki.

Data pierwszego użycia: 1 kwietnia 2021.

Dokument wydany przez Amundi Asset Management, spółkę typu société par actions simplifiée – SAS – o kapitale zakładowym 1 143 615 555 EUR - Menedżera portfela regulowanego przez AMF i posiadającego numer GP04000036 - Siedziba: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus-Ozgur Donmaz

Redaktor naczelny

BLANQUÉ Pascal, Przewodniczący Instytutu Amundi

Redaktor

DEFEND Monica, Szef Instytutu Amundi

Autorzy z Instytutu Amundi

AINOUZ Valentine, Zastępca szefa Działu Badań nad Strategią Rynków Rozwiniętych, CFA
 BELLAICHE Mickael, Specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych i analiz rynku obligacji korporacyjnych
 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

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
 MIJOT Eric, Szef Działu badań nad strategią rynków rozwiniętych
 PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych
 PERRIER Tristan, Poglądy globalne
 USARDI Annalisa, starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych
 VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

Z udziałem Amundi Investment Insights

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights
 CARULLA Pol, Amundi Investment Insights
 FIOROT Laura, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights
 PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia
 PONCET Benoit