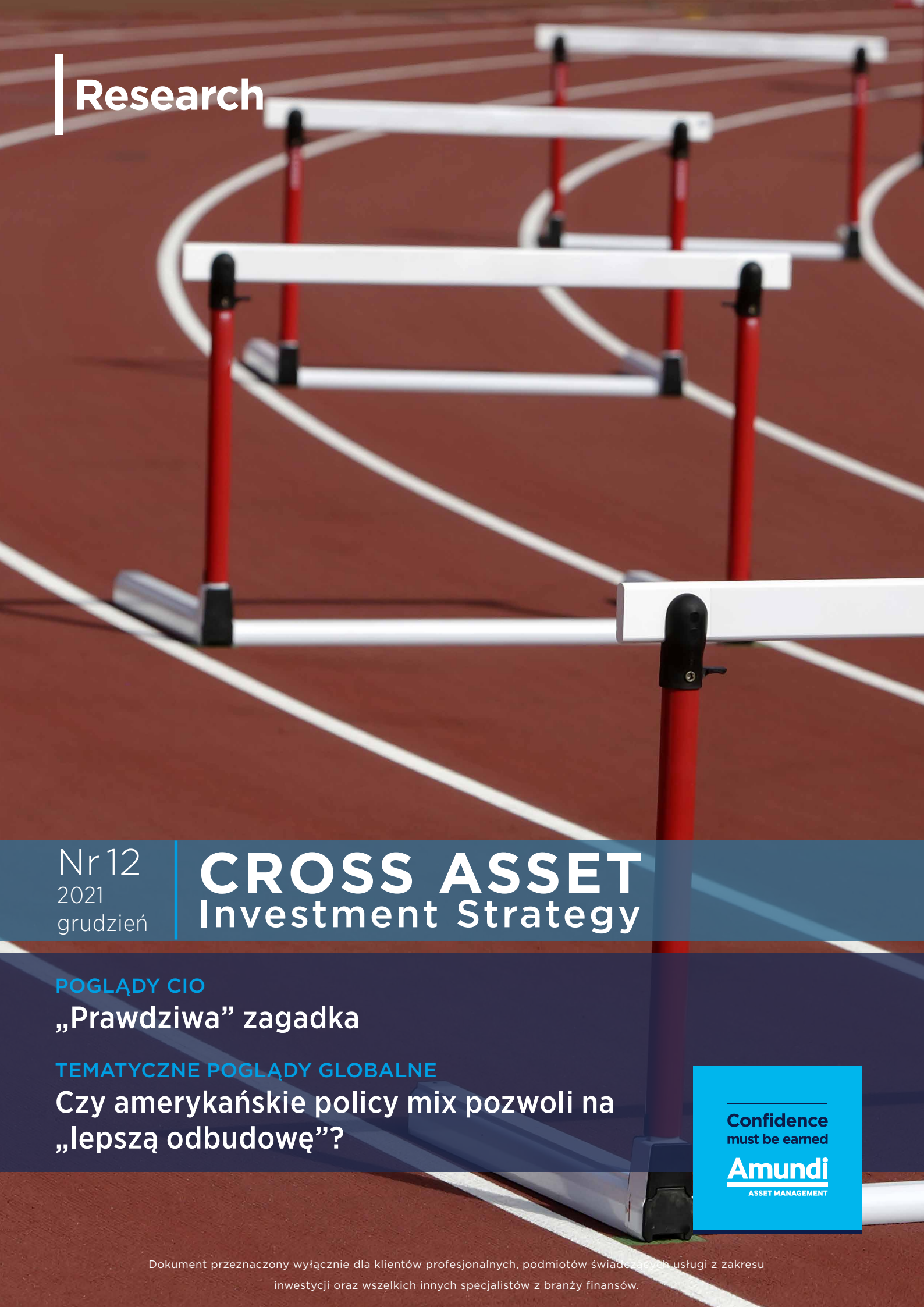


A photograph of several hurdles on a red running track, arranged in a line that recedes into the distance. The hurdles have white tops and red bases. The track has white lane markings.

Research

Nr12
2021
grudzień

CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

„Prawdziwa” zagadka

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

Czy amerykańskie policy mix pozwoli na
„lepszą odbudowę”?

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 12 - grudzień 2021

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

„Prawdziwa” zagadka

p. 3

Banki centralne trzymają się swojej narracji o tymczasowym charakterze inflacji, mimo że ostatnie odczyty CPI wspierają pogląd o jej względnej trwałości. Uważamy, że inwestorzy powinni szukać „realnych” stóp zwrotu na rynku wyżej oprocentowanych obligacji korporacyjnych, a także na rynkach aktywów fizycznych. Ponadto utrzymujemy zasadniczo neutralne nastawienie do akcji, ale preferujemy segment „wartości” oraz akcje wysokiej jakości i dywidendowe, które mogą uzupełnić dochody z inwestycji. W przypadku obligacji skarbowych zachowujemy jednak ogólną ostrożność, choć zalecamy też inwestorom elastyczność. Istnieje potrzeba badania szerokiego wachlarza aktywów, ponieważ na rynkach nie pozostało zbyt wiele realnej wartości.

Makroekonomia

Spodziewamy się stabilizacji chińskiego wzrostu w 2022 r.

s. 4

W 2021 r. wprowadzono bezprecedensowe zmiany regulacyjne w ramach dążenia do realizacji wizji „Powszechnego Dobrobytu”. W przyszłości jasność i koordynacja polityki powinny jednak pomóc Chinom w transformacji strukturalnej.

Portfele zróżnicowane

Szukajcie potencjału wzrostów przy jednoczesnym ograniczaniu ryzyka

s. 5

Choć utrzymujemy neutralność w stosunku do aktywów ryzykownych i zasadniczo wysoką dywersyfikację, dostrzegamy selektywne możliwości skorzystania z łagodnego, krótkoterminowego wzrostu cen akcji w oparciu o opcje.

Instrumenty stałodochodowe

Kierunek stóp realnych w centrum uwagi

s. 6

Banki centralne stosują łagodne, lekceważące podejście do inflacji i pozostają w tyle za krzywą rentowności. Inwestorzy powinni pozostać aktywni i monitorować kierunek zmian realnych stóp procentowych, które będą miały wpływ na wyceny aktywów.

Akcje

Pozytywny sezon wyników, z kilkoma chmurami na horyzoncie

s. 7

Akcje nadal oferują atrakcyjne zyski skorygowane o ryzyko, ale sytuacja jest bardziej zróżnicowana, ponieważ głównym problemem dla spółek pozostaje inflacja, co podkreśla znaczenie selekcji.

Tematyczne poglądy globalne

Czy amerykańskie policy mix pozwoli na „lepszą odbudowę”?

s. 8

W dniu 19 listopada Izba Reprezentantów przyjęła ustawę Build Back Better Act (BBB). Będzie ona teraz procedowana przez Senat. Jest to duży krok naprzód dla administracji Joeego Bidena — zwłaszcza, że głosowanie to odbywa się tuż po podpisaniu przez prezydenta planu infrastrukturalnego.

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 10
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 11
> Portfele wieloaktywowe – stan obecny wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	p. 12
> Wnioski z analiz globalnych	s. 13
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 14

Perspektywa makroekonomiczna

> Kraje rozwinięte Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe	s. 15
> Kraje wschodzące Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe	s. 16
> Prognozy makroekonomiczne i rynkowe	s. 17
> Zastrzeżenie dotyczące naszych prognoz/metodologii	s. 18
> Nasze publikacje	s. 19

POGLĄDY CIO

„Prawdziwa” zagadka



Pascal BLANQUÉ,
Szef grupy ds. inwestycji



Vincent Mortier,
Zastępca szefa grupy
ds. inwestycji

Ogólne nastroje
związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka Akceptacja ryzyka



W kontekście asymetrycznych czynników ryzyka na rynkach charakteryzujących się represją finansową utrzymujemy neutralne nastawienie do ryzyka, ale zwracamy uwagę na wszelkie okazje.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Taktyczne dostosowanie do duracji w granicach ostrożności.
- ▶ Zwiększona ekspozycja na instrumenty pochodne w celu rozgrywania aktywów ryzykownych, zwiększona ochrona.
- ▶ Stałe podwyższona czujność w kwestii obligacji korporacyjnych.

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

Halloweenowe „duchy” taperingu Fedu, kryzysu związanego z Evergrande i sezonu publikacji wyników nie przestraszyły rynków. Fed dobrze przekazał swoje przesłanie: zachowując możliwość dostosowania taperingu w zależności od stanu gospodarki, powtórzył narrację o „przejściowym” charakterze inflacji. Bank Anglii okazał się bardziej gołębi niż oczekiwano, utrzymując stopy na niezmiennym poziomie („łagodne zaniedbanie”) w kontekście ryzyka inflacyjnego. W rezultacie rentowności nominalne spadły, a rentowności realne zbliżyły się do historycznych minimów. **Chociaż banki centralne trzymają się swojej narracji o tymczasowym charakterze inflacji, my uważamy, że ostatnie odczyty CPI wspierają pogląd o jej względnej trwałości.**

W przypadku akcji sezon publikacji wyników okazał się zasadniczo dobry. Inny niepokojący problem, czyli możliwe bankructwo Evergrande w Chinach, został ponownie zażegnany i oczekujemy, że interwencja polityczna w razie potrzeby ponownie zapobiegnie niewypłacalności. Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, to mimo iż Joe Biden ponownie mianował Jerome’a Powella na stanowisko prezesa Fedu, aby zapewnić ciągłość polityki monetarnej, Lael Brainard została potwierdzona jako wiceprezes. Oczekuje się jednak, że pewna zmienność powróci w związku z wysiłkami Demokratów ukierunkowanymi na przeforsowanie w Senacie (przed 13 grudnia) ustawy o infrastrukturze społecznej. Postępy prac nad tą ustawą wydają się jednak niepewne, podobnie jak ostateczna łączna kwota pakietu.

Wkroczyliśmy też w nową falę zachorowań na Covid. W okresie zimowym liczba zachorowań w Europie i Stanach Zjednoczonych będzie rosła. Dzięki kampaniom szczepień nie spodziewamy się jednak, by miało to negatywnie wpłynąć na perspektywy wzrostu gospodarczego. Z drugiej strony, po ostatnich rekordach na rynkach akcji trudno sobie wyobrazić znaczny wzrost: prezenty świąteczne zostały już rozpakowane. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem do końca roku są ograniczone wahania na rynkach akcji i wysoka zmienność obligacji, przy ograniczonej płynności we wszystkich sektorach. **W tym kontekście utrzymujemy nasze neutralne nastawienie do akcji i preferencje dla krótkiej duracji w przypadku obligacji z rdzenia strefy euro oraz umiarkowanie pozytywne nastawienie do obligacji korporacyjnych i obligacji z peryferii strefy euro.** Jeśli chodzi o budowę portfela, celem będzie osiągnięcie realnych zwrotów z inwestycji.

- **W ramach ogólnej alokacji aktywów będziemy nadal preferować akcje**, ponieważ na późnym etapie cyklu nie ma innych możliwości. Po ponownym przyspieszeniu gospodarki w II/III kwartale 2022 r. nastawienie do akcji prawdopodobnie zmieni się z neutralnego na taktyczne przeważenie. Nadal jednak bardzo ważne będzie zabezpieczanie się, ponieważ rośnie ryzyko błędów w polityce. Zdajemy sobie również sprawę, że ekspozycja na akcje osiągnęła szczyt cyklu — preferowaliśmy kraje rozwinięte, a w szczególności Stany Zjednoczone, gdzie wyceny są obecnie ekstremalne. Oczekujemy, że inwestorzy poszukujący atrakcyjnych wycen zaczną przenosić się na rynki wschodzące, gdzie ożywienie gospodarcze nabiera tempa, alokacja spadła poniżej celów strategicznych, a potencjalne stopy zwrotu są wyższe. Ogólnie rzecz biorąc, na rynkach akcji nadal występują obszary baniek spekulacyjnych. Nie jesteśmy jeszcze w stanie zidentyfikować spółek o niewystarczającej sile przetargowej w zakresie ustalania cen (czyli przedsiębiorstw mających ukryte wady), ponieważ rynki nie rozróżniają jeszcze firm według tego kryterium. Należy zatem skupić się na akcjach wysokiej jakości/segmentie wartości, akcjach dywidendowych oraz akcjach o spółek o trwałej sile przetargowej w zakresie ustalania cen (choć cecha ta jest trudno mierzalna).
- **Obligacje korporacyjne o wyższej rentowności i krótszej duracji** mogą być najlepszym sposobem na poradzenie sobie z wysoką inflacją, ale selekcja będzie kluczowa, ponieważ wskaźniki niewypłacalności zaczną rosnąć w miarę jak warunki finansowe będą stawały się coraz mniej korzystne.
- **Faworyzowane będą aktywa realne, ponieważ mogą one pomóc w ochronie przed inflacją.** W tym obszarze istnieje wiele okazji. W przypadku długu prywatnego oferowane na tym rynku zmienne stopy procentowe oraz premia za płynność mogą być odpowiednie dla inwestorów poszukujących możliwości uzyskania dochodu, które są bardziej odporne na ryzyko wzrostu podstawowych stóp procentowych w kontekście rosnącego zapotrzebowania na finansowanie. Inwestycje w infrastrukturę również wykazują silną dynamikę w związku z okazjami związanymi z transformacją energetyczną — jest to również klasa aktywów, która zapewnia ochronę przed inflacją. Kapitał prywatny jest kluczem do finansowania ożywienia gospodarczego i poszukiwania wyższych potencjalnych zysków. Nieruchomości również mogą oferować selektywne możliwości w fazie ożywienia.
- **Niektóre rodzaje ryzyka związanego z ESG (ochroną środowiska, odpowiedzialnością społeczną i ładem korporacyjnym) stają się realne.** Na konferencji COP26 podkreślono pilną potrzebę podjęcia działań w celu ograniczenia emisji. Zawarte w ostatniej chwili porozumienie między Chinami i Stanami Zjednoczonymi może oznaczać dalsze przyspieszenie tego trendu, co może prowadzić do wzrostu popytu ze strony inwestorów, a w efekcie do wzrostu cen rynkowych w pętli dodatniego sprzężenia zwrotnego.

Uważamy, że w perspektywie najbliższych trzech lat inwestorzy mają niewielkie szanse na realne zwroty z inwestycji. Naszym zdaniem realna roczna stopa zwrotu z portfela akcji/obligacji w proporcji 60/40 może być bliska zeru zarówno w Stanach Zjednoczonych¹, jak i w Europie². **Głównym problemem inwestorów jest obecnie zwiększanie potencjału realnych zwrotów. Będzie to wymagało wykorzystywania pojawiających się okazji we wszystkich klasach aktywów, ponieważ na rynku pozostało niewiele rzeczyskiej wartości, co podkreśla potrzebę dysponowania zdywersyfikowanym arsenalem instrumentów.**

¹ 60% S&P 500 i 40% US Aggregate Bond. Założenie inflacji na poziomie 3,2%.

² 60% MSCI EMU i 40% Euro Aggregate Bond. Założenie inflacji na poziomie 2,1%.

POGLĄDY
ANALITYKÓW

Monica DEFEND,
Globalny Szef ds. Badań



Claire HUANG,
Specjalista ds. strategii
makroekonomicznych rynków
wschodzących

Spodziewamy się stabilizacji chińskiego wzrostu w 2022 r.

Na początku IV kwartału chińska gospodarka nadal odczuwała skutki narzuconych przez władze ograniczeń politycznych, odnotowując słabe ożywienie. Głównymi przyczynami spowolnienia są:

- polityka zerowej tolerancji wobec Covid-19;
- ograniczenia emisji w sektorach o wysokiej emisji zanieczyszczeń; a ponadto
- pogorszenie sytuacji na rynku mieszkaniowym od IV kwartału 2020 r.

Ogólna słabość gospodarki sprawiła jednak, że decydenci polityczni postanowili poświęcić temu problemowi więcej uwagi. W październiku Krajowa Komisja Rozwoju i Reform (NDRC) interweniowała, zezwalając na znaczny wzrost produkcji węgla w celu złagodzenia niedoborów energii, a niektóre samorządy lokalne zaczęły usuwać ograniczenia zużycia energii, aby przywrócić normalną produkcję. Prawdopodobne jest również dalsze złagodzenie polityki pieniężnej na przełomie roku, co zmniejszy presję na przemysł.

Jeśli chodzi o kontrolę i zapobieganie pandemii, wydaje się, że przed Zimowymi Igrzyskami Olimpijskimi w Pekinie (4-20 lutego 2022 r.) nie planuje się zmiany polityki „zero tolerancji”. Biorąc jednak pod uwagę wysoki wskaźnik wyszczepienia w Chinach, po lutym spodziewamy się pewnych korekt zasad dotyczących podróży krajowych. Wprowadzane są również pewne zmiany operacyjne w zakresie polityki mieszkaniowej.

Mimo to, choć dotychczasowe korekty polityki złagodziły krótkoterminową presję na płynność deweloperów, nie były one na tyle znaczące, by uzasadnić zmianę naszej średnioterminowej prognozy dotyczącej spowolnienia na rynku budownictwa mieszkalnego.

Patrząc w przyszłość, uważamy, że gospodarka jako całość będzie stopniowo nabierać rozpędu w miarę usuwania kolejnych, wymienionych powyżej ograniczeń. Delewarowanie sektora mieszkaniowego najprawdopodobniej będzie jednak kontynuowane i raczej nierozsądnie byłoby oczekiwać nowej

rundy stymulacji akcji kredytowej na dużą skalę, gdy celem Chińskiego Banku Ludowego jest utrzymanie stabilnego stosunku długu do PKB. **Oczekujemy, że łagodzenie polityki pozostanie na docelowym poziomie, jak również że zakończenie fazy szybkiego delewarowania i zacieśniania okaże się wystarczające, jeśli chodzi o pomoc w ustabilizowaniu wzrostu gospodarczego.**

Podtrzymujemy naszą opinię, że po spadku w III kw. wzrost gospodarczy odbije się sekwencyjnie w IV kw., a następnie utrzyma się nieco poniżej trendu w 2022 r.

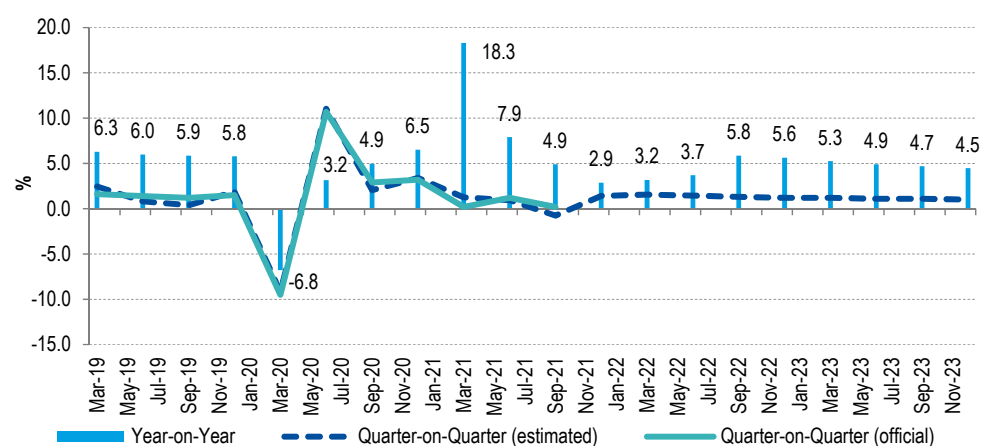
Ze względu na znaczące negatywne efekty bazy oczekuje się jednak, że ogólny wzrost gospodarczy Chin w ujęciu rok do roku spadnie do poziomu nieco poniżej 3% w IV kwartale i wyniesie między 3% a 4% w pierwszej połowie 2022 r., a następnie odbije się do poziomu powyżej 5%. Głównym ryzykiem dla naszej prognozy jest silniejsze spowolnienie w budownictwie mieszkaniowym bez dodatkowych bodźców politycznych.

Z perspektywy inwestora wymaga to pewnej czujności w perspektywie krótkoterminowej, ponieważ kraj przechodzi przez zmiany regulacyjne i zmierza w kierunku „powszechnego dobrobytu”. Tolerancja Pekinu na wolniejszy wzrost gospodarczy wyraźnie wzrosła, ale oczekujemy, że rosnąca przejrzystość i poziom koordynacji polityki okażą się pomocne w tym strukturalnym przekształceniu gospodarki. **Uważamy, że w dłuższej perspektywie środki te powinny ograniczyć ryzyko systemowe, umożliwiając selektywne analizowanie dostępnych okazji inwestycyjnych.**

Podsumowując, chińskie aktywa, w tym CNH, oferują istotne korzyści w zakresie dywersyfikacji międzynarodowych portfeli inwestorów poszukujących wyższych dochodów realnych – wspierają je rosnąca rola kraju w regionalnym handlu azjatyckim oraz dążenie rządu do zwiększenia międzynarodowego znaczenia waluty.

W 2021 r. wprowadzono bezprecedensowe zmiany regulacyjne w ramach dążenia do realizacji wizji „Powszechnego Dobrobytu”. W przyszłości jasność i koordynacja polityki powinny jednak pomóc Chinom w transformacji strukturalnej.

Wzrost PKB Chin (%)



Source: NBS, CEIC, Amundi Research, as of 16 November

PORTFELE
ZRÓŻNICOWANE

Matteo GERMANO,
Szef ds. portfeli zróżnicowanych

Choć utrzymujemy neutralność w stosunku do aktywów ryzykownych i zasadniczo wysoką dywersyfikację, dostrzegamy selektywne możliwości skorzystania z łagodnego, krótkoterminowego wzrostu cen akcji w oparciu o opcje.

Szukajcie potencjału wzrostów przy
jednoczesnym ograniczaniu ryzyka

Perspektywy globalnego wzrostu nieco się pogorszyły ze względu na utrzymujące się ryzyko stagflacji, ale rynki wydają się na razie ignorować ten fakt i skupiają się na dynamice oraz dobrych zyskach przedsiębiorstw. Zauważamy tę dobrą kondycję, ale uważamy, że inwestorzy nadal muszą zachowywać czujność, biorąc pod uwagę obawy o przyszłą presję na marże. W rezultacie potencjał aktywnego zarządzania jest duży w przypadku zarówno obligacji, jak i akcji, ponieważ to, co na pierwszy rzut oka wydaje się tanie i atrakcyjne, może nie oferować trwałych zysków w długim okresie. **Zalecamy, aby inwestorzy zachowali neutralność wobec ryzyka, szukali atrakcyjnych punktów wejścia i analizowali opcje, aby wykorzystać taktyczny potencjał wzrostu.** Ponadto, biorąc pod uwagę wysokie wyceny, należy rozważyć zastosowanie zabezpieczeń w celu ochrony ekspozycji na akcje i obligacje korporacyjne.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce
prawdopodobna

Podtrzymujemy nasze zasadniczo neutralne nastawienie do akcji na rynkach rozwiniętych i rozwijających się, ale monitorujemy obecny sezon lepszych niż oczekiwano wyników — zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych — ponieważ pokazał on, że wpływ wąskich gardeł w podaży na marże przedsiębiorstw został ograniczony. W przypadku Stanów Zjednoczonych nieznacznie podnieśliśmy poziom, przy którym naszym zdaniem akcje mogą być atrakcyjne w ujęciu taktycznym. Pozostajemy jednak aktywni na tym froncie, wypatrując wszelkich oznak osłabienia siły przetargowej firm w zakresie ustalania cen. Zgodnie z zasadniczo neutralnym podejściem, inwestorzy będą musieli sięgnąć po szeroki wachlarz instrumentów, w tym instrumenty pochodne, aby rozegrać ewentualną niewielką zwyżkę amerykańskich akcji, choć będą też musieli zachować równowagę i dywersyfikację. Jeśli chodzi o rynki wschodzące, utrzymujemy neutralne stanowisko i uważamy na krótkoterminowe osłabienie w Chinach. **W przypadku obligacji zachowujemy elastyczność i poszukujemy zarówno taktycznych, jak i długoterminowych możliwości na krzywych dochodowości z całego świata.** Dlatego też przyjmujemy obecnie taktycznie neutralne podejście do 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych, ponieważ rentowności znajdują się blisko naszych wartości docelowych. Nie oznacza to jednak żadnej strukturalnej zmiany w naszym ostrożnym spojrzeniu na durację. W istocie, nadal widzimy potencjał dla wyższych rentowności na innych segmentach krzywej dochodowości obligacji skarbowych o krótszych terminach zapadalności. Ponadto rentowności brytyjskich obligacji 2-letnich również osiągnęły nasz cel po decyzji Banku Anglii o niepodnoszeniu stóp.

Podtrzymujemy konstruktywne nastawienie do włoskiego długu peryferyjnego (30-letnie BTP w stosunku do Bundów), ponieważ wzrost PKB w II i III kwartale zaskoczył na plus, co doprowadziło do podwyższenia perspektywy ratingu. W Azji pozostajemy pozytywnie nastawieni do chińskich obligacji skarbowych ze względu na nasze oczekiwania dotyczące stabilnych stóp krótkoterminowych, korzyści z dywersyfikacji oraz słabnącego wzrostu gospodarczego w tym kraju. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do obligacji z rynków wschodzących.

Obligacje korporacyjne oferują potencjał zwrotu — zwłaszcza klasa inwestycyjna i instrumenty wysokodochodowe ze strefy euro — ponieważ spready pozostają odporne na rentowności bazowe, dane fundamentalne i techniczne poprawiają się, a banki centralne utrzymują wsparcie poprzez utrzymywanie stóp krótkoterminowych na stabilnym poziomie. W Europie segmenty o wysokiej becie, takie jak instrumenty wysokodochodowe i dług podporządkowany, są atrakcyjnymi obszarami do wykorzystania w związku z tendencją spadkową wskaźników niewypłacalności.

Przy obecnych wysokich wycenach w wielu obszarach rynków waluty oferują możliwości związane z wartością względną. Ogólnie rzecz biorąc, bardzo umiarkowana polityka normalizacji Fedu powinna nieznacznie wspierać dolara amerykańskiego w miarę zbliżania się końca roku. Podobna nam się carry trade na parze GBP/CHF. Pozostajemy jednak ostrożni w stosunku par GBP/USD oraz GBP/EUR ze względu na kwestie geopolityczne oraz wpływ inflacji na siłę nabywczą konsumentów. W przypadku wschodzących podchodzimy konstruktywnie do RUB/EUR ze względu na atrakcyjną wycenę rubla oraz jastrzębią postawę rosyjskiego banku centralnego. Jeśli chodzi o Azję, nadal jesteśmy pozytywnie nastawieni do pary CNH/EUR, ponieważ Chiny pozostaną motorem handlu w regionie, a cel rządu, jakim jest utrzymanie z Chin globalnego supermocarstwa, powinien również wspierać CNH. Z drugiej strony, obecnie uważamy, że osłabienie przepływów kapitałowych do Korei Południowej może wpłynąć na wona w krótkim terminie.

Czynniki ryzyka i hedging

Pomimo utrzymującego się wzrostu gospodarczego otoczenie inflacyjne stanowi istotny czynnik ryzyka dla rynków pod względem potencjalnego negatywnego wpływu. Uważamy, że należy stosować rozsądnie wycenione zabezpieczenia w celu ochrony ekspozycji na wysokodochodowe obligacje korporacyjne przy jednoczesnym zachowaniu ochrony pozycji na akcjach z krajów rozwiniętych.

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 przekonani (+/++/+++). Oszacowanie to może ulec zmianie.

EM = rynki wschodzące, FX = rynek walutowy, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, CBS = banki centralne, BTP = włoskie obligacje skarbowe, EMBI = indeks obligacji z rynków wschodzących

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

Banki centralne stosują „nieco lekceważące” podejście do inflacji i pozostają w tyle za krzywą rentowności. Inwestorzy powinni pozostać aktywni i monitorować kierunek zmian realnych stóp procentowych, które będą miały wpływ na wyceny aktywów.

Kierunek stóp realnych w centrum uwagi

Wzrost gospodarczy pozostaje silny, ale prognozy wskazują na jego osłabienie (rozproszenie wzrostu). Z drugiej strony, inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie, co wynika z niedopasowania podaży i popytu, cen surowców oraz presji na rynku pracy. Poziom inflacji, który przekracza cele banków centralnych, wystawia na próbę ich cierpliwość: Fed, zgodnie z oczekiwaniami, ogłosił zamiar ograniczenia skali skupu, natomiast Bank Anglii utrzymał stopy na niezmiennym poziomie (asynchroniczność działań banków centralnych). Uważamy, że rynki próbują ocenić tolerancję inflacyjną banków centralnych, mimo iż Fed już wcześniej wskazywał, że „przejściowa” presja inflacyjna spowodowana wąskimi gardłami podaży może potrwać do drugiej połowy 2022 roku. Przy realnych rentownościach nadal zbyt niskich, by mogły się utrzymać w dłuższym terminie, **zachowujemy ostrożność w stosunku do obligacji skarbowych i poszukujemy rentowności na rynkach długu z krajów peryferyjnych, obligacji korporacyjnych z krajów rozwiniętych oraz obligacji z krajów wschodzących, przyjmując podejście aktywne i wysoce selektywne.**

Światowe i europejskie instrumenty
stałodochodowe

Pozostajemy nastawieni defensywnie, ale elastycznie podchodzimy do duracji obligacji amerykańskich oraz europejskich obligacji spoza peryferii strefy euro, choć nieco mniej pozytywnie podchodzimy do obligacji z samego jej rdzenia. Pozostajemy również ostrożni w przypadku Wielkiej Brytanii i Kanady. Z drugiej strony, utrzymujemy ostrożne nastawienie do włoskiego długu peryferyjnego (silny wzrost), Chin (dywersyfikacja) i Australii.

Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, to korzystna perspektywa ratingów i dobre wyniki za trzeci kwartał pokazują, że wąskie gardła w dostawach nie stanowią istotnego zagrożenia. Zmienność rentowności głównych obligacji, rozproszenie tendencji w zakresie wskaźników finansowych oraz problemy z płynnością na koniec roku stwarzają jednak ryzyko niestabilności. Koncentrujemy się na długu krótkoterminowym (niskie ryzyko duracji) o wysokich spreadach, kładąc większy nacisk na selekcję obligacji korporacyjnych. Widzimy również przyspieszenie delewarowania emitentów obligacji wysokodochodowych oraz obligacji o ratingu BBB- w stosunku do spółek o ratingu A i kontynuujemy badania nad tematem „wschodzących gwiazd”. W tym celu ściśle monitorujemy dynamikę działań z zakresu ESG i włączamy ten czynnik do naszego ogólnego procesu selekcji.

Instrumenty stałodochodowe
ze Stanów Zjednoczonych

Wygląda na to, że rynki „kupiły” narrację Fedu o przejściowym charakterze narracji, pomimo ostatnich danych i rosnącego znaczenia tematu inflacji w polityce. Uważamy również, że stymulacja fiskalna będzie się zmniejszać, ale nie tak bardzo, jak oczekuje tego rynek. Podtrzymujemy zatem pozytywne nastawienie do obligacji indeksowanych inflacją na progu rentowności (w stosunku do obligacji skarbowych), ale zalecamy pewne korekty ze względu na obawy związane z wyceną. Jeśli chodzi o obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, to ze względu na wyższe wydatki rządowe i zadłużenie oraz utrzymujący się wzrost gospodarczy jesteśmy nastawieni defensywnie, ale zarządzamy naszym stanowiskiem w ujęciu taktycznym. W przypadku obligacji korporacyjnych utrzymujemy umiarkowane konstruktywne nastawienie do klasy inwestycyjnej i obligacji wysokodochodowych, choć jesteśmy też bardziej selektywni. W kontekście solidnego wzrostu oszczędności konsumentów do innych źródeł zysków można zaliczyć sektor konsumencki, hipoteczne kredyty mieszkaniowe oraz rynki instrumentów sekurytyzacyjnych, ale jesteśmy bardzo czujni. Poszukujemy również selektywnych możliwości w zakresie kredytów sekurytyzowanych (RMBS, ABS).

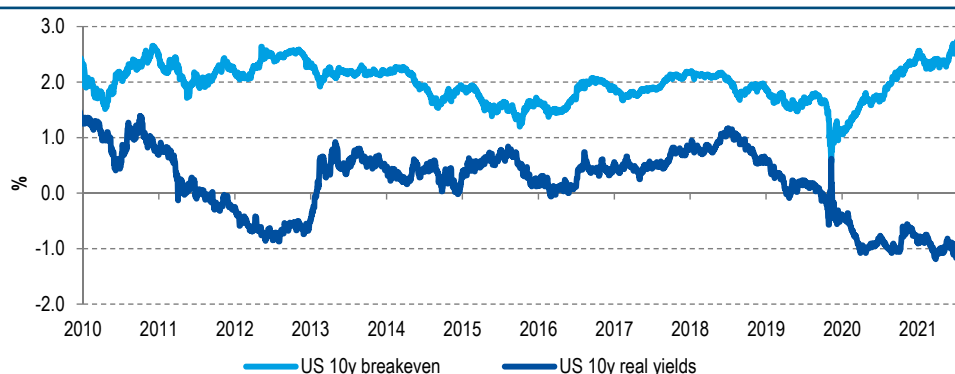
Obligacje z rynków wschodzących

Interesujemy się obligacjami z rynków wschodzących, zwłaszcza w kontekście powszechnych niskich rentowności oraz naszych oczekiwań dotyczących ostrożnej normalizacji polityki przez Fed. Jesteśmy pozytywnie nastawieni do obligacji denominowanych w twardą walutę i utrzymujemy przeważanie instrumentów wysokodochodowych w stosunku do klasy inwestycyjnej, ale ostrożnie podchodzimy do instrumentów denominowanych w walutach lokalnych. Należy zauważyć, że niespodzianki inflacyjne nadal skłaniają banki centralne rynków wschodzących do prognozowania zacieśnienia, zwłaszcza w regionie EEMEA i Ameryce Łacińskiej. Faworyzujemy kraje (Rosja) i sektory związane z surowcami oraz zachowujemy czujność wobec Brazylii i Turcji.

Waluty

Opóźnienia podwyżek stóp procentowych przez banki centralne mogą mieć wpływ na waluty, a my aktywnie monitorujemy sytuację w tym zakresie. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do USD, a biorąc pod uwagę ostatnią decyzję Banku Anglii, utrzymujemy neutralne nastawienie do GBP. Jeśli chodzi o waluty rynków wschodzących, jesteśmy pozytywnie nastawieni do rubla, rupii indonezyjskiej i kolumbijskiego peso, biorąc pod uwagę ich potencjał w zakresie carry trade i eksportu surowców.

Ważną zmienną są realne stopy zwrotu, które pozostają na niskim poziomie



Source: Amundi, Bloomberg, as of 16 November 2021

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

AKCJE

Pozytywny sezon wyników,
z kilkoma chmurami na horyzoncie**Kasper ELMGREEN,**
Szef ds. rynków akcji**Yerlan SYZDYKOV,**
Globalny szef ds. rynków
wschodzących**Kenneth J. TAUBES,**
Szef (CIO) ds. zarządzania
inwestycjami w Stanach
Zjednoczonych

Ocena ogólna

W ostatnich tygodniach na rynkach panowała dobra koniunktura, napędzana przez dobre wyniki, zachęcające prognozy oraz postępy ożywienia gospodarczego, podczas gdy mnożniki rosły. Kluczowe wydają nam się jednak trzy czynniki: presja inflacyjna, wyceny względne i bezwzględne oraz realne stopy procentowe. Gdy stopy zaczną rosnąć, ten ostatni czynnik będzie stanowił wyzwanie dla wyższych mnożników na rynku akcji, co może pogłębić przepaść między spółkami o wysokiej sile przetargowej w zakresie ustalania cen a tymi, które jej nie mają. W połączeniu z dużym rozproszeniem wycen rynkowych wzmacnia to znaczenie naszego zdyscyplinowanego procesu selekcji oddolnej, która pozwala nam identyfikować spółki zdolne do przenoszenia wzrostu kosztów na konsumentów. **Jest to więc dobry moment na selektywne rozgrywanie rotacji i skupienie się na akcjach o wysokiej jakości oraz akcjach z segmentu „wartości”.**

Akcje europejskie

W kontekście ogólnego ożywienia gospodarczego jesteśmy zainteresowani przecenionymi akcjami cyklicznymi wysokiej jakości, a ponadto pozostajemy selektywni. Zwracamy uwagę na spółki finansowe i przemysłowe, choć w przypadku tych ostatnich jesteśmy nieco mniej konstruktywni. Doskonałe wyniki odnotowane w tym sezonie przez sektor finansowy i akcje cykliczne utwierdzają nas w tym przekonaniu. Na drugim końcu spektrum podobają nam się spółki z sektorów defensywnych (opieka zdrowotna). **W obliczu rosnących kosztów niezbędna jest jednak siła przetargowa w zakresie ustalania cen,** a aby ją ocenić, przyglądamy się portfelom marek firm, ich własności intelektualnej itp. Z drugiej strony, pozostajemy sceptyczni wobec „hiperwzrostowych” spółek z sektora technologicznego oraz sektora dóbr luksusowych. ESG pozostaje kluczową kwestią, biorąc pod uwagę dynamikę napędzaną przez środki polityczne, takie jak Europejski Zielony Ład. Ogólnie rzecz biorąc, uważamy ochronę środowiska i odpowiedzialność społeczną („E” i „S”) za rezerwuariat okazji do zaangażowania się w zieloną transformację i ograniczanie nierówności bez uszczerbku dla wyników finansowych.

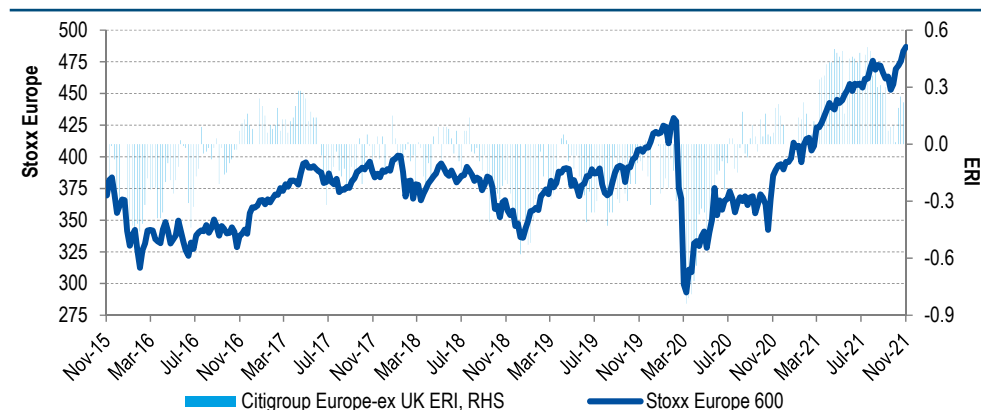
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Nastroje pozostają korzystne, a rynki osiągnęły nowe maksima dzięki pozytywnym wynikom spółek z indeksu S&P 500, które jak dotąd radziły sobie z zakłóceniami w łańcuchu dostaw i wysoką inflacją. Teraz, gdy czekamy, aż sytuacja na rynku pracy i w zakresie płac stanie się bardziej przejrzysta, obserwujemy firmy, aby sprawdzić, czy są skłonne zrezygnować z części marży, aby chronić swój udział w rynku. **Zdolność firm do utrzymania siły przetargowej w zakresie ustalania cen pozostaje kluczowym czynnikiem w naszym procesie decyzyjnym.** Jesteśmy nastawieni konstruktywnie do wysokiej jakości cyklicznych akcji z segmentu „wartości” w stosunku do akcji defensywnych, ale jesteśmy też przekonani, że selekcja będzie motorem zwrotów, ponieważ poszczególne spółki różnią się zdolnością do rozwiązywania problemów operacyjnych po stronie podaży i siły roboczej. Zachowujemy jednak ostrożność w stosunku do sektorów „zamienników obligacji” (o długiej duracji), akcji o wysokiej dynamice/wzrostowych (technologie, w tym duże spółki technologiczne) oraz akcji spółek przechodzących problemy. Jeśli chodzi o sektory, nadal preferujemy sektory finansowy i energetyczny w stosunku do przemysłu — zwłaszcza tam, gdzie możemy wpływać na decyzje korporacyjne na rzecz zielonej energii i redukcji emisji dwutlenku węgla. Sektory konsumenckie wydają się wysoko wycenione, a ponadto narażone są na problemy związane z zatrudnieniem oraz łańcuchem dostaw.

Akcje z rynków wschodzących

Perspektywa wzrostu premii za wzrost między krajami rozwiniętymi i wschodzącymi w 2022 roku oraz dobre wyceny względne powinny wspierać akcje z rynków wschodzących, ale do końca roku rekomendujemy pozycjonowanie defensywne ze względu na niską widoczność kierunku rynku. Na krótkoterminowe perspektywy Chin wpływa niepewność związana z obecnym spowolnieniem, ale perspektywy długoterminowe pozostają nienaruszone. Poza tym jesteśmy zwolennikami Rosji (eksporter surowców i energii), a także Węgier i Indii. Na poziomie sektorów preferujemy energetykę w stosunku do surowców, dóbr luksusowych oraz usług komunikacyjnych, a ponadto nadal preferujemy akcje z segmentu „wartości” i cykliczne w stosunku do akcji z segmentu „wzrostu”.

Akcje nadal oferują atrakcyjne zyski skorygowane o ryzyko, ale sytuacja jest bardziej zróżnicowana, ponieważ głównym problemem dla spółek pozostaje inflacja, co podkreśla znaczenie selekcji.

Zyski okazały się dobre, ale kluczowa jest selekcja pod kątem
siły przetargowej w zakresie ustalania cen

Source: Amundi, Bloomberg, weekly data as of 18 November 2021.
Earnings Revision Index on RHS.

TEMATYCZNE
POGLĄDY
GLOBALNE**DIDIER BOROWSKI,**
Szef ds. poglądów globalnych

Ostatecznie celem jest zwiększenie wzrostu gospodarczego sprzyjającego włączeniu społecznemu w perspektywie średnio- i długoterminowej.

Joe Biden chce, aby ustawa została przyjęta przed Bożym Narodzeniem, ale nie jest to nic pewnego.

Czy amerykańskie policy mix pozwoli na „lepszą odbudowę”?

W dniu 19 listopada Izba Reprezentantów przyjęła ustawę Build Back Better Act (BBB). Będzie ona teraz procedowana przez Senat. Jest to duży krok naprzód dla administracji Joeego Bidena — zwłaszcza, że głosowanie to odbywa się tuż po podpisaniu przez prezydenta planu infrastrukturalnego.

Przyjęty przez Izbę Reprezentantów projekt ustawy „Build Back Better” ma zostać w najbliższych tygodniach rozpatrzony przez Senat. Pojawia się kilka pytań. Po co w obecnych warunkach wdrażać środki stymulujące? Jakiego działania przewiduje nowy program i jakie są szanse, że BBB zostanie przyjęty do

końca roku? Czy istnieje ryzyko impasu w Senacie? Czy polityka fiskalna Stanów Zjednoczonych zwiększy deficyt i dług publiczny w długim okresie? I czy może to zwiększyć presję inflacyjną? A jeśli tak, to czy będzie to „game changer” dla Fedu? Przedstawiamy kilka odpowiedzi.

Skąd te wielkie plany fiskalne?

Sytuacja gospodarcza w Stanach Zjednoczonych normalizuje się. Do końca przyszłego roku gospodarka powinna powrócić do pełnego zatrudnienia. Inflacja jest na najwyższym poziomie od ponad 30 lat. W normalnych warunkach w takim otoczeniu nie wdraża się ekspansywnego połączenia fiskalnej i monetarnej.

Plan BBB nie ma jednak na celu krótkoterminowego ustabilizowania gospodarki. Chodzi przede wszystkim o wprowadzenie pakietu wydatków socjalnych i ulg podatkowych dla gospodarstw

domowych o niższych i średnich dochodach. Celem jest sprawienie, by wzrost gospodarczy w perspektywie średnio- i długoterminowej bardziej sprzyjał włączeniu społecznemu, zgodnie z obietnicami wyborczymi Demokratów.

Motywacja administracji Bidena jest więc potrójna: ekonomiczna (zwiększenie potencjału wzrostu w średnim okresie), społeczna (bardziej inkluzywny i mniej nierówny model wzrostu) oraz polityczna (utrzymanie Senatu w wyborach śródkresowych).

Czy Senat zablokuje plan „Build Back Better”?

Umiarkowani Demokraci otwarcie wyrażają zaniepokojenie wdrożeniem ekspansywnej polityki fiskalnej w gospodarce, która zdaniem części analityków już wykazuje oznaki przegrzania. Mimo że w gospodarce nie występuje jeszcze pełne zatrudnienie, płace już znacząco przyspieszyły, a koszty wynagrodzeń wzrosły w III kwartale o 6% (annualizowane, 4,2% r/r).

W tym kontekście umiarkowani Demokraci w Senacie będą dążyć do wycofania niektórych przepisów zaproponowanych przez Izbę Reprezentantów lub nawet ich uchylecia. Na ich celowniku znajdują się trzy pozycje wydatków: wydatki na imigrację, płatne urlopy oraz korekty w odliczeniach SALT (patrz ramka).

- Wzrost wydatków na imigrację o 120 mld USD zostanie prawdopodobnie ograniczony.
- Rezygnacja z płatnych urlopów (rozszerzenie o około 200 mld dolarów) może być warunkiem uzyskania aprobaty wszystkich Demokratów.
- Pułap odliczenia SALT będzie prawdopodobnie musiał zostać obniżony i/lub uzależniony od środków finansowych (patrz ramka).

Procedura uzgadniania teoretycznie pozwala na uchwalenie ustawy zwykłą większością głosów. Zastosowanie tej procedury daje jednak więcej władzy opozycji w Senacie, która ma środki, by spowolnić przyjęcie tekstu i zasiać niezgodę wśród Demokratów. Każda pozycja budżetu musi zostać uznana za zgodną z określonymi regułami

budżetowymi (w przeciwnym razie pozycje te są odrzucane, jest to tzw. „reguła Byrda”¹). Ponadto Republikanie mogą dopuszczać się obstrukcji, zgłaszając liczne poprawki, które mogą wymuszać głosowania w trudnych sprawach (tzw. „vote-a-rama”²).

Joe Biden chce, by ustawa została uchwalona przed Bożym Narodzeniem, ale istnieje spore ryzyko, że zostanie ona opóźniona do stycznia, co zmniejszyłoby jej szanse na uchwalenie.

Wydaje nam się jednak, że Republikanie nie dopną swego. Demokraci będą chcieli trzymać się razem. Ich malejąca popularność w sondażach sugeruje, że czeka ich ciężka walka w wyborach śródkresowych w listopadzie 2022 roku. Obecne prognozy wskazują, że Demokraci najprawdopodobniej stracą kontrolę nad Izbą Reprezentantów. Jeśli chcą utrzymać większość w Senacie, muszą unikać oddawania pola Republikanom.

Ustawa, która obecnie znajduje się w Senacie, będzie prawdopodobnie ostatnim środkiem budżetowym, który będzie w stanie przeformować administracja Bidena. Czas jest bardzo ważny, ponieważ kampania wyborcza rozpocznie się w styczniu. W umocnieniu Demokratów powinno pomóc ryzyko nowej fali epidemii, gdyż wariant omikron grozi dalszym spowolnieniem zagregowanego popytu w przyszłym roku (przy mniejszym ryzyku przegrzania).

Jaki wygłąda wpływ na deficyt i wzrost gospodarczy?

W tekście przewidziano niezliczoną ilość środków. Trudno jest zatem dokładnie oszacować ich wpływ. Według Biura ds. Budżetu Kongresu (CBO) nowo wprowadzane wydatki mniej więcej znajdą pokrycie we wpływach. Ponieważ jednak wydatki będą skoncentrowane w pierwszych latach (2022–25),

a podatki w późniejszych, wpływ na deficyt federalny będzie większy w ciągu najbliższych czterech lat.

Biorąc pod uwagę środki, które zostaną okrojone lub nawet anulowane przez Senat, można stwierdzić, że wpływ na deficyt federalny powinien być dość niewielki (zwłaszcza w porównaniu z wpływem

¹ Senator sprzeciwiający się włączeniu do uzgadnianej ustawy dodatkowych zapisów (niezwiązanych z celami politycznymi ustawy budżetowej) może zaproponować poprawkę przewidującą ich usunięcie.

² Procedury pozwalają członkom Kongresu na zgłaszanie nieograniczonej liczby poprawek do budżetu, a wszystkie te poprawki są głosowane jedna po drugiej po upływie czasu przeznaczanego na debatę.

TEMATYCZNE
POGLĄDY
GLOBALNE

Skutki gospodarcze będą ostatecznie zależeć bardziej od popytu prywatnego niż od popytu publicznego.

krzysu związanego z Covid w 2020 roku). Niektóre z przepisów, które mają wygasnąć (jak np. ulga podatkowa dla dzieci), w przypadku przedłużenia obowiązywania będą jednak miały wpływ na deficyt federalny w późniejszym okresie. Wpływ planu Izby Reprezentantów na wzrost gospodarczy jest również szacowany na bardzo umiarkowany w przyszłym roku (nie więcej niż pół punktu procentowego w 2022 roku, co jest już uwzględnione w naszej

obecnej prognozie). Niemniej ustawa o BBB powinna pomóc w ugruntowaniu oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego i trwałego ożywienia na rynku pracy, a tym samym zachęcić gospodarstwa domowe do uruchomienia zgromadzonych w czasie kryzysu nadwyżek oszczędności. Skutki gospodarcze będą ostatecznie zależeć bardziej od popytu prywatnego niż od popytu publicznego.

Polityka pieniężna: powrót podejścia opartego na zarządzaniu ryzykiem?

W IV kwartale wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych przyspieszył, a inflacja osiąga 30-letnie maksimum. Mimo że w przyszłym roku wzrost gospodarczy ulegnie spowolnieniu, uważamy, że pod koniec 2022 r. utrzyma się on na poziomie nieco powyżej potencjału. Inflacja również spowolni, ale pozostanie powyżej celu Fedu.

W normalnych okolicznościach ekspansywnemu kursowi polityki fiskalnej towarzyszyłby mniej dostosowawczy kurs polityki pieniężnej. Po korekcie swojego przeglądu strategicznego Fed *de facto* zmienił jednak swoją funkcję reakcji. Z jednej strony, program BBB, jeśli zostanie przyjęty przez Senat, wzmocni obóz tych, którzy uważają, że czas zrównoważyć policy mix mniejszym wsparciem monetarnym (przyspieszenie redukcji skali skupu przez Fed). Z drugiej strony, zagrożenie ze

strony nowego wariantu koronawirusa (omikron) może zaważyć na wzroście gospodarczym w przyszłym roku.

W przeszłości takie okresy niepewności skłaniały Fed do wyboru podejścia opartego na zarządzaniu ryzykiem (tj. przedkładania utrzymania wzrostu gospodarczego nad walkę z inflacją). Ostatecznie uważamy, że Fed pozostanie bardziej ostrożny niż przewiduje rynek nawet jeśli plan BBB zostanie przyjęty przez Senat. Fed może ograniczyć/zakończyć skup aktywów, ale wciąż jest daleki od podniesienia kluczowych stóp. W tych warunkach realne stopy procentowe nie powinny powrócić do dodatniego poziomu, pomimo polityki fiskalnej.

Sfinalizowano dn. 30 listopada 2021.

Ustawa infrastrukturalna i ustawa „Build Back Better” w skrócie**1. Ustawa o inwestycjach infrastrukturalnych i zatrudnieniu**

Ustawa została przyjęta przez Izbę Reprezentantów 5 listopada, przy poparciu 13 Republikanów, ale przy sprzeciwie 6 postępowych Demokratów, którzy uzależnili swój głos od przyjęcia ustawy Build Back Better Act. 10 sierpnia ustawa została przyjęta przez Senat z dwupartyjnym poparciem (69-30). Została też już podpisana przez prezydenta.

- **Ponad bilion dolarów** wydatków na infrastrukturę transportową i pozostałą infrastrukturę fizyczną w latach 2022–2031, w tym prawie 600 miliardów dolarów dodatkowych funduszy.
- **Duży wzrost** wydatków na drogi i mosty, elektryczność, koleje, szybką kolej, wodociągi i transport publiczny (w tym 274 mld USD na infrastrukturę transportową i 239 mld USD na usługi komunalne).
- **Cele:** zmniejszenie kosztów dla przedsiębiorstw, poprawa konkurencyjności i wydajności oraz zmniejszenie emisji dwutlenku węgla.
- **Jednym z głównych argumentów przemawiających za tym planem jest to, że jest to właściwy moment na jego realizację:** szacuje się, że oczekiwany zwrot z infrastruktury publicznej znacznie przewyższa koszty jej finansowania (przy rentowności 30-letnich obligacji skarbowych poniżej 2%).
- **Ostateczny koszt jest niewielki.** Po uwzględnieniu oczekiwanego efektu mnożnikowego w odniesieniu do wzrostu gospodarczego w ciągu 10 lat nie ma on znaczącego wpływu na deficyt i dług w kolejnej dziesięcioletniej perspektywie budżetowej.

2. Ustawa Build Back Better (BBB) w wersji przyjętej przez Izbę Reprezentantów

Plan ten, który musi jeszcze zostać zatwierdzony przez Senat, przewiduje:

Około 2,1 bln dolarów wydatków:

- 2,1 bln dolarów nowych wydatków i ulg podatkowych na programy społeczne (opieka nad dziećmi, edukacja, zdrowie), które można podzielić na trzy kategorie:
 - Programy socjalne (1,1 bln USD)
 - Klimat i mieszkalnictwo (700 mld USD)
 - Inne wydatki (300 mld USD)
- Zwiększenie wydatków na inwestycje związane z klimatem i mieszkalnictwem.

Aby sfinansować te wydatki, kilka działań mogłoby wygenerować około 2 bln miliardów dolarów przychodu:

- Podatki od osób prawnych (820 mld USD).
 - Stawka podatku od osób prawnych pozostałaby na niezmiennym poziomie 21%.
 - Nowy alternatywny podatek minimalny wchodzący w życie w 2023 r. (320 mld USD).
 - 1% podatku od skupu akcji własnych (120 mld USD).
 - Podwyżka podatków od przedsiębiorstw międzynarodowych (280 mld USD).
- Podatki od gospodarstw domowych o wysokich dochodach (640 mld USD).
 - Dla osób o wysokich dochodach (ponad 400 000 USD rocznie): 400 miliardów dolarów wpływów.
 - Dla bardzo dobrze zarabiających (ponad 5 mln USD rocznie): 230 mld USD.
 - Przyjęty plan podnosi jednak obecny limit 10 000 USD na odliczenia od podatków stanowych i lokalnych (SALT) do 80 000 USD. Spowoduje to znaczne obniżenie podatków dla osób o wysokich dochodach począwszy od lat 2022–2025.
 - Oszczędności wynikające z reformy cen leków (300 mld USD).
 - Lepsze egzekwowanie przepisów podatkowych (200 mld USD, według szacunków CBO). Biały Dom jest bardziej optymistyczny, licząc na 400 mld dolarów przychodu.

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

Aktualizacja miesięczna

Zmieniamy narrację i prawdopodobieństwa scenariuszy zgodnie z naszą prognozą na rok 2022. Scenariusz centralny zakłada, że Covid zacznie mieć charakter endemiczny, z licznymi możliwymi do opanowania falami, nadal będą występować znaczące dźwignie fiskalne powiązane z polityką monetarną, a wzrost gospodarczy powróci do potencjału w 2023 r.

SCENARIUSZ
PESYMISTYCZNY 15%Ponowne załamanie
w kierunku stagflacji

Analiza

- Kilka czynników ryzyka może spowodować **spowolnienie gospodarcze**, którego głębokość zależy od charakteru i intensywności szoku.
- ✴ **Presja na wzrost cen** słabnie w miarę spadku popytu globalnego i pogarszania się sytuacji na rynkach pracy.
- ⊗ **Wznowienie dostosowawczej polityki monetarnej i fiskalnej**, ewentualnie dalszy etap represji finansowej.
- ⊗ Inflacja powróci później, zmuszając **banki centralne do odejścia** od swoich wytycznych i utraty wiarygodności.
- **Możliwe przyczyny** to „twarde lądowanie” w Chinach, powrót Covid-19, wstrząsy finansowe, zanik oczekiwań inflacyjnych, kłęski żywiołowe związane ze zmianami klimatu oraz błędy w polityce.

Implikacje rynkowe

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

SCENARIUSZ
GŁÓWNY 70%Wyboista droga, regionalne
rozbieżności

Analiza

- ☠ **Covid-19** staje się chorobą endemiczną, powracającą w losowych falach.
- ✴ **Nadrobienie** zaległości w zakresie PKB w latach 2021-2022 i powrót do trendu w latach 2022-2023. Gorsza końcówka I półrocza 2022 r. z powodu spowolnienia w Chinach i przyspieszającej inflacji.
- ✴ Utrzymująca się presja **inflacyjna** spowodowana wąskimi gardłami po stronie podaży oraz rosnącą presją płacową.
- ⊗ **Desynchronizacja polityki pieniężnej**: Fed będzie ograniczać skup aktywów, Bank Anglii może podnieść stopy procentowe, ECB będzie w trybie rekalkibracji, a ChBL będzie nastawiony na luzowanie. Stopy procentowe pozostają na niskim poziomie przez dłuższy czas.
- ⊗ **Polityka fiskalna**: wycofanie pewnych ułatwień, ale konieczne będzie wsparcie dla transformacji energetycznej.
- ✴ **Zmiany klimatyczne** wpływają na wzrost gospodarczy i inflację poprzez zakłócenie cyklu surowcowego i nasilenie tendencji stagflacyjnych.

Implikacje rynkowe

- Niższe oczekiwane zwroty z inwestycji skorygowane o ryzyko w związku z wysokimi wycenami i spowalniającym wzrostem gospodarczym.
- 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 oraz wzrostu.

SCENARIUSZ
OPTYMISTYCZNY 15%Zrównoważony wzrost
gospodarczy sprzyjający
włączeniu społecznemu

Analiza

- ☠ **Pandemia ustępuje** szybciej niż przewidywano.
- Dodatkowe oszczędności i wzrost płac napędzają **konsumpcję**, nie powodując erozji marż przedsiębiorstw.
- **Wzrost produktywności** dzięki zmianom technologicznym i reformom strukturalnym.
- ✴ **Wzrost sprzyjający włączeniu społecznemu** dzięki walce z nierównościami.
- ✴ **Inflacja** pozostaje pod kontrolą.
- ⊗ **Wyższe stopy procentowe** z powodu większych inwestycji i mniejszych oszczędności.
- ⊗ **Banki centralne** na drodze do normalizacji, dobrze przyjęte przez rynki finansowe.
- **Zadłużenie jest zrównoważone** dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu i stopniowemu wdrażaniu dyscypliny budżetowej.
- **Możliwe czynniki wyzwalające** obejmują dobrą politykę (np. reformy strukturalne, skuteczne kampanie szczepionkowe oraz finansowanie sprzyjające włączeniu społecznemu dzięki decentralizacji).

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 jako zabezpieczenie przed inflacją.

☠ Tematy związane z Covid-19

✴ Oczekiwania dotyczące wzrostu
gospodarczego i inflacji

⊗ Polityka monetarna i fiskalna

▲ Plany naprawcze lub warunki finansowe

● Wypłacalność emitentów prywatnych
i publicznych

● Otoczenie gospodarcze lub finansowe

✴ Tematy społeczne lub związane
z klimatem

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Skorygowaliśmy czynniki ryzyka, aby uwzględnić nasz scenariusz centralny na rok 2022, nie zmieniając prawdopodobieństw. 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.

RYZIKO EKONOMICZNE

20%

- **Pandemia 2.0**
 - Mimo masowych szczepień na półkuli północnej wybucha nowa fala Covid.
 - Warianty o wyższej odporności na szczepionki osłabiają ożywienie gospodarcze (nowe lockdowny lub ograniczenia mobilności).
- **Zakłócenia łańcuchów dostaw** utrzymują się, a presja na koszty produkcji prowadzi do spadku zysków przedsiębiorstw.
- Chiński rynek nieruchomości załamuje się, co prowadzi do obniżenia perspektyw wzrostu gospodarczego.
- **Szok na rynku ropy naftowej i gazu** spowodowany rosnącym popytem i cięciami nakładów inwestycyjnych.
- **Błędna polityka monetarna**
 - W kontekście rosnących oczekiwań inflacyjnych Fed i banki centralne dużych krajów rozwiniętych zbyt wcześnie zaostrzają warunki finansowania, co szkodzi ożywieniu gospodarczemu, a inflacja w końcu spada.
 - Błędne komunikaty banków centralnych prowadzą do wzrostu niepewności.
- **Katastrofy naturalne** związane ze zmianami klimatu szkodzą widoczności wzrostu gospodarczego.

RYZIKO FINANSOWE

20%

- **Zaniżanie oczekiwań inflacyjnych** prowadzi do zakłóceń na rynku obligacji i ostrzejszego zacieśnienia polityki pieniężnej.
- **Ryzyko wypłacalności przedsiębiorstw** wzrasta pomimo poprawiających się fundamentów po wycofaniu zastrzyków płynności z banków centralnego i wsparcia rządowego.
- **Kryzys związany z długiem państwowym**
 - Ponieważ dług publiczny jako odsetek PKB osiąga historyczne rekordy z czasów pokoju, większość krajów jest narażona na obniżenie ratingów i rosnące stopy procentowe.
 - Wrażliwe rynki wschodzące również mogą stać w obliczu kryzysu bilansu płatniczego, zbliżając się do niewypłacalności.
- **Szeroko rozpowszechniony greenwashing i bańka inwestycyjna ESG.**
- Niestabilność USD i stopniowa utrata statusu waluty rezerwowej.

RYZIKO (GEO)POLITYCZNE

20%

- **Przypadkowe konfrontacje** na Morzu Południowochińskim lub w Cieśninie Tajwańskiej.
- **„Zimny pokój” między Stanami Zjednoczonymi i Europą a Chinami**
 - Eskalacja: Stany Zjednoczone przyjmują twarde stanowisko wobec Chin;
 - Utrata wpływów Stanów Zjednoczonych po wyjściu z Afganistanu i brak zaufania ze strony sojuszników z NATO;
 - Pomimo swoich interesów gospodarczych UE mogłaby pójść w ślady Stanów Zjednoczonych.
- **Wygrane populistów w europejskich wyborach**, we Francji lub Włoszech, w związku z kryzysem Covid i rosnącymi cenami energii. Wzrost fragmentacji UE.
- **Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących spowodowana:**
 - Chaotyczne zarządzanie kryzysem epidemicznym.
 - Wzrost cen żywności i energii, prowadzący do fali niepokoju 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).



Gotówka, obl. indeksowane inflacją, JPY, złoto, USD, jakoś w przeciwieństwie do wzrostu, defensywne w przeciwieństwie do cyklicznych



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



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



Ropa, aktywa ryzykowne, AUD, CAD lub NZD, waluty lokalne z rynków wschodzących



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



Ropa, obligacje korporacyjne i akcje, EMBI

Najnowsze informacje o Covid-19

Pierre BLANCHET, Szef ds. analiz inwestycyjnych

Odkryty w połowie listopada w RPA nowy wariant, omikron, ma 50 mutacji, co przypuszczalnie czyni go bardziej zakaźnym i potencjalnie groźniejszym. WHO zwróciło uwagę na zwiększone w porównaniu z innymi wariantami ryzyko reinfekcji. Niski wskaźnik wyszczepienia w RPA, gdzie mniej niż 24% populacji jest w pełni zaszczepione, czy też w Botswanie (20%), częściowo wyjaśnia, jak doszliśmy do tego punktu. Odkąd wariant delta pojawił się w grudniu 2020 r. w Indiach i szybko dotarł do Europy, począwszy od Wielkiej Brytanii, a następnie do Stanów Zjednoczonych, stał się najczęściej występującą odmianą SARS-CoV-2. Podobny scenariusz jest prawdopodobny w przypadku omikronu i dlatego główne pytania dotyczą skuteczności szczepionek, testów i obecnych metod leczenia.

W momencie pisania tego tekstu na żadne z tych pytań nie ma jednoznacznej odpowiedzi i prawdopodobnie nie będzie ich do połowy grudnia. Stąd zmienność na rynkach finansowych w ostatnich tygodniach. Producenci szczepionek mRNA potwierdzili, że są w stanie wyprodukować nową szczepionkę w ciągu kilku miesięcy, ale miliardy dawek potrzebnych do pokrycia zapotrzebowania na całym świecie będą gotowe dopiero latem. Co więcej, ochrona przed wariantem delta pozostaje priorytetem. W ramach tymczasowych środków ostrożności w poszczególnych regionach wprowadzono już ograniczenia w podróżowaniu, a także nowe ograniczenia mobilności i środki z zakresu dystansu społecznego.

PORTFELE WIELOAKTYWOWE – STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

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

- Po silnej ekspansji w trzecim kwartale oczekuje się, że tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro pozostanie wysokie, choć będzie stopniowo słabnąć. Dane o wysokiej częstotliwości ustabilizowały się, zbliżając się do poziomów sprzed pandemii, natomiast dane ankietowe i dane miękkie dostarczyły dowodów na rosnący wpływ zakłóceń w łańcuchu dostaw na działalność produkcyjną, podczas gdy wzrost aktywności w sektorze usługowym słabnie po silnym ożywieniu spowodowanym ponownym otwarciem gospodarki. W strefie euro konsensus jest nadal korygowany w dół, a poza Włochami niespodzianki gospodarcze pozostają negatywne pomimo pewnych bardzo umiarkowanych oznak potencjalnego powrotu ruchu w górę.
- Aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych przyspiesza w IV kwartale po spowolnieniu obserwowanym pod koniec III kwartału, zgodnie ze stopniową poprawą w zakresie danych o wysokiej częstotliwości i danych miękkich. Indeks CESI ponownie zaczął przyjmować wartości dodatnie, podbudowany silnym trendem wzrostowym oraz pozytywnymi niespodziankami związanymi z danymi zarówno twardymi, jak i miękkimi. Konsensus nadal wykazuje tendencję spadkową, oscylując tuż poniżej poziomu neutralnego.

 FUNDAMENTY
I WYCENA

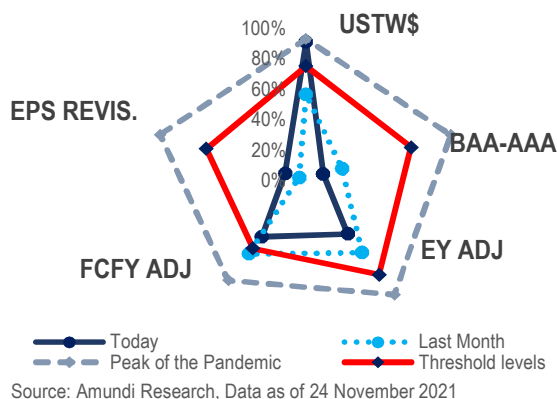
- Mnożniki i kilka wskaźników wygenerowało alerty ze względu na bardzo wysokie wyceny, nawet przy uwzględnieniu niskich stóp. Płynność była najsilniejszą siłą napędową aktywów ryzykownych, ale wraz z łagodną normalizacją ze strony banków centralnych wsparcie to powinno w jakiś sposób zaniknąć.
- Wartość względna zapewnia pewne oparcie, chociaż naszym głównym założeniem są wyższe stopy procentowe, które ograniczą wsparcie dla aktywów ryzykownych.

ALOKACJA
AKTYWÓW
„neutralna
plus” ASPEKTY TECHNICZNE

- Wciąż dostrzegamy to samo niejednoznaczne otoczenie w ujęciu technicznym. Pomimo solidnego trendu średnioterminowego na rynku aktywów ryzykownych w przypadku większości z nich brakuje nam krótkoterminowej dynamiki.
- Wskaźniki kontrariańskie pokazały, że w listopadzie kilka rynków zbliżyło się do poziomów wykupienia (na podstawie RSI), ale ostatnia konsolidacja wyeliminowała niektóre z tych przeszacowań.
- W momencie pisania tego tekstu dane techniczne pozostają mieszane i nie wykazują tendencji kierunkowej.
- Taki rozwój sytuacji odpowiada naszym zdaniem pogarszającemu się otoczeniu gospodarczemu i dość wysokim wycenom. Wszystkie te aspekty wskazują na większą zmienność na rynku.

 NASTROJE

- Inflacja na całym świecie jest coraz wyższa, a inwestorzy zaczęli oczekiwać bardziej agresywnego zacieśniania warunków monetarnych pomimo spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego. Nie znajdujemy jednak dowodów na strukturalne pogorszenie stosunku do ryzyka na rynku.
- Pomimo rosnących obaw warunki finansowe pozostają luźne w większości regionów (rynkı wschodzące wciąż wykazują wczesne oznaki zacieśniania), a zarówno nasz model CAST (gdzie USD jest jedynym istotnym wskaźnikiem, który przekracza poziom alarmowy), jak i Mood-ON Mood-OFF na razie nie dążą wyraźnie w kierunku sugerującym odejście od ryzyka.
- Zachowanie inwestorów instytucjonalnych wydaje się spójne z tym stwierdzeniem: nadal wykazują oni nieznacznie pozytywne podejście do ryzyka, zwłaszcza w przypadku surowców, obligacji i akcji.

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

Wskaźnik percepcji ryzyka CAST nie wykazał strukturalnego wzrostu. Korekty wskaźników zysku na akcję (EPS) przestały się pogarszać wraz z lepszym od oczekiwań sezonem wyników finansowych za III kwartał, a premie za ryzyko kredytowe pozostają na niskim poziomie, co jest pochodną wciąż luźnych warunków finansowych. USD jest jednak tym wymiarem, który wyraźnie sugeruje potrzebę odejścia od ryzyka, a jego wpływ na pozostałe wymiary musi być ściśle monitorowany.

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

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

1 Ponowna ocena polityki banków centralnych krajów rozwiniętych

- Rezerwa Federalna opanowała sztukę skutecznej komunikacji, przeprowadzając rynki przez początek procesu taperingu w możliwie najłagodniejszy sposób i bez wywoływania nadmiernej zmienności.
- EBC złagodził ostatnie przyspieszenie w zakresie podwyżek stóp (i oczekiwania co do nich), ale musiał kilkakrotnie podkreślać swój przekaz, aby uzyskać konkretny wpływ na ceny.
- Bank Anglii wprowadził uczestników rynku w błąd, nie podnosząc stóp zgodnie z planem i nie podając jasnych wytycznych na najbliższe miesiące, co wywołało poważną korektę nie tylko na krzywej dochodowości w Wielkiej Brytanii, ale także na krótkoterminowych odcinkach krzywych w innych krajach rozwiniętych.
- Grudniowe decyzje w sprawie polityki monetarnej będą uwzględniały nowy wariant omikron i jego wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego oraz inflacji.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Rynki zaczynają dyskontować mniej agresywny scenariusz pierwszego etapu cyklu podwyżek stóp procentowych, zbliżając się tym samym do opinii Amundi. Spodziewamy się dwóch podwyżek Fedu w 2022 r.
- Krzywe mogą się wypłaszczać wraz ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego, ale podtrzymujemy rekomendację dla instrumentów krótkoterminowych.

2 Włochy: kontekst gospodarczy, wyceny i czynniki techniczne są korzystne

- Nowe pozytywne niespodzianki makroekonomiczne, wyższy od oczekiwań wzrost PKB za III kwartał (po bardzo dobrym II kwartale), poprawa perspektyw ratingów (S&P, DBRS), korzystne czynniki techniczne i atrakcyjne wyceny względne to korzystne prądy napędzające nową falę optymizmu wobec włoskiego długu.
- Włoskie akcje również oferują dobre możliwości dzięki atrakcyjnym wycenom (cena/zysk na rok 2022 na poziomie 11,5x, w porównaniu do 14,5x dla Europy), ale również dzięki szczególnie dobrym nastrojom konsumentów i przedsiębiorstw, wysokiemu względnemu potencjałowi wzrostu wskaźnika zysku na akcję (EPS) oraz korzystnym korektom prognoz wyników na przyszły rok.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Wzmocnienie argumentów inwestycyjnych dla długoterminowych BTP i spreadów między długoterminowymi BTP i Bundami oraz pozytywny pogląd na FTSE/MIB.

3 Rynki akcji na rynkach rozwiniętych: nadal wszystko zależy od dynamiki i nastawienia do ryzyka

- Dobry sezon wyników pozwala nam zapomnieć o obawach związanych z presją na marże dzięki silnemu popytowi i przynajmniej umiarkowanej przetargowej w zakresie ustalania cen.
- Odporność rynków akcji zdołała zrównoważyć trudną sytuację gospodarczą (stagflacja, spowolnienie dynamiki gospodarczej i coraz gorsze niespodzianki gospodarcze) oraz drogie wyceny, głównie dzięki korzystnym warunkom finansowym i zwiększonej gotowości do podejmowania ryzyka.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Alokaacja regionalna oparta na rentowności i zadłużeniu, a nie na wycenie: preferujemy Japonię i Stany Zjednoczone w porównaniu z rynkami wschodzącymi, Azją i Pacyfikiem poza Japonią, a także Europą.

4 Dynamiki makroekonomiczna na rynkach wschodzących: Azja nieznacznie zyskuje w porównaniu z Ameryką Łacińską, Europą Środkowo-Wschodnią, Bliskim Wschodem i Afryką

- Chociaż dynamika makroekonomiczna na rynkach wschodzących jest nadal negatywna, po raz pierwszy od dłuższego czasu widzimy przesunięcie na korzyść Azji w porównaniu z Ameryką Łacińską, Europą Środkowo-Wschodnią, Bliskim Wschodem i Afryką.
- Ogólnie rzecz biorąc, słabnący popyt – krajowy, ale głównie zewnętrzny – spowoduje obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego.
- Oczekujemy, że wzrost PKB w Chinach utrzyma się na poziomie zbliżonym do 5%, ale poniżej tego poziomu w ciągu najbliższych dwóch lat. Wzrost na rynkach wschodzących powinien przekroczyć 6% w 2022 r. i 4,3% w 2023 r., a inflacja powinna wynieść średnio ponad 4%.

5 Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla USD

- Ostatnie umocnienie USD było wywołane pozytywnymi danymi makroekonomicznymi i rekordowo wysoką inflacją, które sugerują, że w 2022 r. Fed przyspieszy tapering i podwyżki stóp.
- Prognozy deprecjacji dolara, które zakładały, że wycenionych zostało zbyt wiele dobrych wiadomości, jak również że Fed prawdopodobnie rozczaruje, okazały się błędne w 2021 r. i mogą ponownie okazać się błędne w 2022 r. Uważamy, że wycena „zielonego” nie odbiega od poziomu długoterminowego.
- Chociaż oczekiwany poziom wzrostu gospodarczego/carry trade wskazują na mniejszy potencjał aprecjacji, pozostajemy pozytywnie nastawieni do USD w horyzoncie 12 miesięcy.
- Nasz cel na II kw. 2022 r. dla EUR/USD wynosi obecnie 1,10 w stosunku do konsensusu rynkowego na poziomie 1,15. Nasz cel 12-miesięczny pozostaje na poziomie 1,14 (konsensus 1,17).

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=		Trwający sezon publikacji wyników pokazał, że firmom na razie udaje się ominąć presję na marże i wąskie gardła w łańcuchach dostaw. W obliczu utrzymującej się inflacji i niedopasowania między popytem a podażą, a także przy wysokich wycenach i spowalniającym tempie wzrostu, pozostajemy jednak bardzo selektywni i nadal koncentrujemy się na danych fundamentalnych. W tym względzie monitorujemy postępy w sprawie ustawy o infrastrukturze społecznej, która ma na celu pobudzenie długoterminowego wzrostu gospodarczego.
	Segment „wartości”, USA	+		W związku z tym, że gospodarka rozwija się wolniej, szukamy spółek, które skorzystają na ponownym otwarciu, ale też posiadają siłę przetargową w zakresie ustalania cen pozwalającą na przeniesienie rosnących kosztów na konsumentów (trwały i zrównoważony wzrost zysków), mają stabilną bazę klientów i wykazują tendencję do poprawy swoich wyników w zakresie ESG (ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego). Solidna selekcja ma kluczowe znaczenie w identyfikacji takich spółek.
	Segment „wzrostu”, USA	-		W warunkach rosnącej inflacji i potencjalnie wyższych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych akcje wymagające przyjęcia perspektywy długoterminowej, których wyceny są bardziej uzależnione od przyszłych przepływów pieniężnych w długim okresie, mogą znaleźć się pod negatywnym wpływem. W połączeniu z faktem, że wyceny w niektórych segmentach rynku są już wysokie, skłania nas to do zachowania ostrożności w tym obszarze.
	Europa	=		Rynki były wspierane przez dobre wyniki spółek i trwające (nierównomierne) ożywienie gospodarcze, ale uważamy, że w niektórych segmentach wyceny bezwzględnie są wysokie i w związku z tym selekcja spółek może przynieść dobre rezultaty. Pozytywnie oceniamy spółki, które potrafią zachować marże, a także akcje z segmentu „wartości”, akcje wysokiej jakości oraz akcje cykliczne. Koncentrujemy się na danych fundamentalnych i ESG, ponieważ pozwoli nam to odkryć akcje, które mogą generować zyski wykraczające poza krótkoterminowy sezon wyników.
	Japonia	=		Japonia powinna skorzystać z oferowanej przez nowy rząd stabilności politycznej (programu stymulacyjnego), oczekiwań dotyczących poprawy wzrostu zysków oraz atrakcyjnych wycen względnych. Wraz ze spadkiem liczby przypadków Covid ożywienie gospodarki krajowej powinno zrównać się z tym na pozostałych rynkach wschodzących.
	Rynki wschodzące	=		Perspektywy dla rynków wschodzących są atrakcyjne w długim terminie, ponieważ region ten wychodzi z kryzysu. Pozostajemy jednak selektywni pod względem geograficznym i postrzegamy działania regulacyjne w Chinach jako źródło krótkoterminowej słabości, pomimo długoterminowych okazji stwarzanych przez ten kraj. Ponadto wyceny względne na rynkach wschodzących wyglądają atrakcyjnie, podobnie jak wzrost gospodarczy w średnim terminie. Przychylnie patrzymy na kraje takie jak Rosja i Indie, przeważając segment „wartości” i akcje cykliczne.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	-		Źródła presji inflacyjnej utrzymują się, testując próg tolerancji Fedu, mimo że sam Fed zapowiedział plany taperingu i ruchy w kierunku normalizacji. Średnioterminowa ścieżka dla nominalnych i realnych stóp procentowych musi być monitorowana – uważamy, że ogromny dług i deficyt fiskalny będą wywierać presję na wzrost rentowności głównych obligacji. Ponieważ ruch ten nie będzie liniowy, pozostajemy ostrożni w kwestii duracji, ale elastyczni w kwestii krzywych. W przypadku obligacji skarbowych indeksowanych inflacją (TIPS) pozostajemy konstruktywni, ale uważamy na wyceny.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=		Szukamy wysokiej jakości obligacji korporacyjnych, ale preferujemy raczej ryzyko specyficzne dla poszczególnych spółek niż ekspozycję na betę w klasie inwestycyjnej. Z drugiej strony, unikamy instrumentów dłużnych, w przypadku których wzrost rentowności głównych obligacji mógłby mieć negatywny wpływ. Kondycja rynku konsumenckich i mieszkaniowych kredytów hipotecyjnych pozostaje dobra, ponieważ zaległości w spłacie pozostają na umiarkowanym poziomie, ale uważamy, że inwestorzy powinni uważać na wzrost duracji spowodowany wzrostem stóp.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Zgodnie z naszym celem, jakim jest pogodzenie rentowności i jakości, pozostajemy selektywni w odniesieniu do instrumentów wysokodochodowych i w mniejszym stopniu polegamy na kierunkowości, nawet jeśli dane fundamentalne ulegają poprawie. Unikamy obszarów nadmiernie zadłużonych.
	Skarbowe Europa	-/=		W obliczu presji inflacyjnej pozostajemy defensywni w stosunku do obligacji spoza peryferii strefy euro, ale mamy świadomość, że EBC będzie utrzymywał wspierające nastawienie i akomodacyjne warunki finansowe pomimo spowolnienia skupu aktywów. Z drugiej strony, pozostajemy pozytywnie nastawieni do długu krajów peryferyjnych, takich jak Włochy, ponieważ mają one dobre perspektywy wzrostu gospodarczego i mogą skorzystać z funduszy Next Gen EU.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=/+		Dane fundamentalne emitentów instrumentów dłużnych poprawiają się, a firmy wydają się na razie radzić sobie z wąskimi gardłami podaży, o czym świadczą ostatnie publikacje wyników finansowych. Niemniej monitorujemy zmienność rentowności głównych obligacji, dyspersję wskaźników kredytowych w poszczególnych spółkach oraz płynność. W związku z tym, stosując selektywne podejście, preferujemy aktywa o krótkim terminie zapadalności i ograniczonym ryzyku kierunkowym, a ponadto analizujemy mające potencjał wzrostu akcje, których kursy nie dyskontują jeszcze premii za sukces („wschodzące gwiazdy”, BBB).
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=		Pozostajemy aktywni w segmencie instrumentów wysokodochodowych i uważamy, że dług podporządkowany oferuje atrakcyjne stopy zwrotu w kontekście poprawiających się wskaźników zagrożenia i akomodacyjnych warunków finansowania. Istnieje jednak potrzeba zachowania selektywności. W miarę zbliżania się końca roku należy dbać o równowagę między jakością a zyskiem, a także zwracać uwagę na płynność rynku.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		W ramach zasadniczo defensywnego pozycjonowania w zakresie duracji nadal preferujemy dług denominowany w twardej walucie, z przewagą instrumentów wysokodochodowych nad klasą inwestycyjną ze względu na atrakcyjne stopy zwrotu. Jesteśmy jednak bardzo selektywni w świetle normalizacji polityki Fedu i niższych wskaźników wyszczepienia na rynkach wschodzących w porównaniu do rynków rozwiniętych.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Dostrzegamy pewne trudności w przypadku długu denominowanego w walucie lokalnej ze względu na aprecjację dolara, ale nadal pozostają możliwości związane z selekcją oddolną. Krajom takim jak Rosja nadal sprzyjają wysokie ceny surowców, ale monitorujemy specyficzne, lokalne czynniki ryzyka oraz sytuację w chińskim sektorze nieruchomości.
INNE	Surowce			Surowce nadal konsolidują się na obecnych poziomach, dyskontując informacje o wzroście gospodarczym i potencjalnych niedoborach. Problemy z dostawami i wąskie gardła będą się utrzymywać jeszcze przez jakiś czas, wspierając ceny surowców i energii. Dla złota kluczowymi zmiennymi pozostają jednak banki centralne i realne stopy procentowe. Wreszcie, na razie ropa naftowa uzależniona jest od decyzji OPEC o zwiększeniu produkcji.
	Waluty			Wyższe niż oczekiwano dane o inflacji, zatrudnieniu i sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych wpływają na oczekiwania inwestorów co do szybszej niż oczekiwano podwyżki stóp procentowych przez Fed, ale my uważnie obserwujemy sytuację. Podtrzymujemy nasze krótkoterminowe preferencje dla dolara amerykańskiego, zwłaszcza w stosunku do walut o niskich stopach procentowych.

LEGENDA

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

Negatywna

Neutralna

Pozytywna

Pogorszenie w stosunku do poprzedniego miesiąca

Poprawa w stosunku do poprzedniego miesiąca

Źródło: Amundi, na dzień 26 listopada 2021 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

IG = obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej, HY = wysokodochodowe obligacje korporacyjne; EM Bonds HC / LC = obligacje z rynków wschodzących denominowane w twardej walucie / walucie lokalnej; WTI = West Texas Intermediate. QE = ilościowe rozluźnienie polityki pieniężnej

KRAJE ROZWINIĘTE

Prognoza
makroekonomiczna

Dane z dnia 2021-11-26

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

Źródło: Amundi Research

- Stany Zjednoczone:** po ostrzejszym niż oczekiwano spowolnieniu w III kw. spodziewamy się ponownego przyspieszenia w IV kw. zgodnie z tym, co sygnalizuje obecnie kilka wskaźników aktywności. W perspektywie 2022 r. oczekujemy, że tempo wzrostu PKB będzie maleć w ujęciu sekwencyjnym, pozostając jednak powyżej trendu i ostatecznie zbliżając się do potencjału w 2023 r. Wynika to z faktu, że obecny skok inflacji został wygenerowany przez istotne czynniki przejściowe, które powinny stopniowo zanikać w przyszłym roku. Szczyt ten był również wynikiem wyjątkowo wysokiego popytu oraz efektów drugiej rundy, które, jak się spodziewamy, w okresie objętym naszą prognozą będą jednym z czynników utrzymujących inflację znacznie powyżej trendu sprzed pandemii.
- Strefa euro:** uważamy, że szczyt wzrostu minął – obecnie oczekujemy, że wzrost spowolni w ujęciu sekwencyjnym. Ponieważ impet związany z ponownym otwarciem gospodarki osłabł, konsumenci i przedsiębiorstwa będą musieli stawić czoła wyzwaniom związanym z rosnącymi cenami energii oraz wąskimi gardłami w dostawach. Inflacja hamuje również popyt krajowy i konsumpcję, czego nie równoważy jeszcze wzrost płac. W związku z tym oczekujemy, że po ustąpieniu czynników przejściowych, które napędzały skok inflacji w IV kwartale 2021 r., obecna luka między inflacją bazową a głównym wskaźnikiem inflacji będzie się zmniejszać od połowy 2022 r., przy widocznym wyhamowaniu tego drugiego, choć spodziewamy się jego stabilizacji na poziomie nieznacznie przewyższającym trendy przed kryzysem.
- Wielka Brytania:** oczekujemy, że po napędzonym przez konsumpcję odbiciu z 2021 r. wzrost spowolni sekwencyjnie ze względu na niekorzystne czynniki, takie jak inflacja, zacieśnianie polityki monetarnej, korekty związane z Brexitem oraz ryzyko polityczne. Popyt krajowy pozostanie silny dzięki konsumpcji napędzanej przez silny rynek pracy i inwestycjom wspieranym przez ulgi podatkowe, ale napotka szereg przeszkód, a w szczególności inflację cen energii i surowców. Inflacja znacznie nieznacznie zwalniać po osiągnięciu szczytów z 2021 r. i będzie motorem celowy pod koniec okresu objętego prognozą, ponieważ surowce i wąskie gardła będą jedynie stopniowo zmniejszać presję na wzrost cen.
- Japonia:** PKB za III kwartał okazał się znacznie niższy od oczekiwań, ujawniając szerokie osłabienie popytu krajowego i zagranicznego. W związku z tym obniżyliśmy prognozę na lata 2021–2022, nie zmieniając jednak znacząco profilu przyszłego ożywienia wzrostu. Pakiet stymulacyjny premiera Fumio Kishidy stwarza ryzyko dla naszej prognozy na rok 2022. Stan wyjątkowy został zniesiony pod koniec września, a mobilność zaczęła się poprawiać w szybszym tempie. Uważamy, że konsumpcja prywatna zacznie się odbijać pod koniec 2021 r. i będzie motorem ożywienia. Inflacja umocni się bardziej w 2022 r. ze względu na zanikanie czynników jednorazowych.

Prognoza kluczowych
stóp procentowych

	2.09. 2021	Amundi 6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,13	0/0,25	0,22	0,5/0,75	0,49
Strefa euro	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,46
Japonia	-0,04	-0,1	-0,04	-0,1	-0,06
Wlk. Brytania	0,10	0,50	0,64	0,75	1,06

Źródło: Amundi Research

- Fed:** Przy obecnym tempie tapering powinien zakończyć się w czerwcu, ale niektórzy uczestnicy rynku zaczynają sugerować, że przyspieszenie może być uzasadnione. Trudno będzie argumentować, że Fed nie powinien przyspieszyć taperingu, jeśli dane z rynku pracy i inflacja pozostaną wysokie w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Jeśli chodzi o termin pierwszej podwyżki stóp procentowych, kluczowa będzie debata na temat wskaźnika aktywności zawodowej i poziomu pełnego zatrudnienia w tym cyklu, ponieważ zapowiedzi Fedu, że warunkiem wstępnym pierwszej podwyżki stóp jest osiągnięcie pełnego zatrudnienia. Spodziewamy się pierwszej podwyżki w czerwcu 2022 r.
- EBC:** Prezes Christine Lagarde powtórzyła swoje stanowisko na temat perspektywy stabilności stóp w 2022 r. i akomodacyjnej polityki monetarnej, co stoi w sprzeczności z ostatnimi prognozami rynkowymi. W porównaniu do poprzednich dwóch kwartałów w IV kwartale EBC tylko umiarkowanie zmniejszył planowaną skalę luzowania ilościowego, ale zgodnie z ostatnimi wypowiedziami prezes EBC program QEPP ma się zakończyć do marca 2022 r. Oczekujemy, że EBC utrzyma swoje programy wsparcia do 2022 r., kalibrując ich wielkość tak, aby pokryć oczekiwaną (niższą) emisję netto europejskich obligacji skarbowych, a także wesprzeć nowe obligacje UE. Na grudniowym posiedzeniu prawdopodobnie przedstawione zostaną wytyczne dotyczące uruchomienia programów wsparcia w 2022 r.
- Bank Japonii:** Przy kontrolowanej inflacji nie spodziewamy się, aby Bank Japonii zmienił swoje stanowisko i dołączył do grona instytucji normalizujących politykę monetarną. Niemniej od pewnego czasu trwa de facto tapering, a skup funduszy ETF i japońskich obligacji skarbowych maleje. Ważnym pytaniem na 2022 r. pozostaje to, czy Bank Japonii rozsądnie wykorzysta wyższą inflację (około 1%), aby dokonać pewnych technicznych korekt w mechanizmie kontroli krzywej dochodowości. Najczęściej omawianą opcją jest zmiana rentowności docelowej z 10-letniej na 5-letnią, ponieważ ta ostatnia jest ściślej powiązana z terminami zapadalności instrumentów dłużnych japońskich banków.
- Bank Anglii:** Ostatnie posiedzenie było sporym zaskoczeniem, ponieważ wbrew oczekiwaniom rynków, które spodziewały się rozpoczęcia zacieśniania, stosunkiem głosów 7:2 pozostawiono stopy bez zmian – opowiedział się za tym między innymi gubernator Bailey, który do niedawna należał do najbardziej restrykcyjnych członków Komitetu Polityki Pieniężnej, co sprzyjało oczekiwaniom dotyczącym podwyżek. Perspektywa pierwszej podwyżki w najbliższych miesiącach sprawia jednak, że Bank Anglii na drodze do zacieśnienia znajduje się znacznie dalej niż pozostałe główne banki centralne. Ostatnie lepsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu oraz wysoka inflacja przemawiają za pierwszą podwyżką stóp na grudniowym posiedzeniu.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
Rezerwa Federalna (FOMC)	15 grudnia
Bank Anglii (MPC)	16 grudnia
EBC (Rada Prezesów)	16 grudnia
Bank Japonii (MPM)	17 grudnia

Źródło: Amundi Research

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza
makroekonomiczna

Dane z dnia 2021-11-26

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %				Inflacja (CPI, r/r, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Świat	-3,3	5,8	4,0	3,4	2,6	3,7	4,2	3,4
Kraje wschodzące	-2,0	6,4	4,3	4,3	3,9	4,3	4,9	4,2
Chiny	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,9	2,1	2,0
Brazylia	-4,1	4,9	0,5	1,6	3,2	8,3	8,2	3,7
Meksyk	-8,2	5,8	2,7	2,2	3,4	5,6	5,2	4,1
Rosja	-3,1	4,3	2,6	2,5	3,4	6,6	5,8	4,2
Indie	-7,1	8,3	6,4	6,4	6,6	5,1	5,8	5,8
Indonezja	-2,0	3,2	4,8	4,9	2,0	1,6	2,8	3,4
RPA	-6,4	6,9	3,2	2,3	3,3	4,5	5,3	5,1
Turcja	1,6	7,8	4,4	4,0	12,3	18,2	19,1	15,0

Źródło: Amundi Research

- Chiny:** Październikowe dane pokazują, że ożywienie gospodarcze jest wciąż kruche. Odbicie sprzedaży detalicznej było spowodowane głównie rosnącą inflacją, podczas gdy spowolnienie w sektorze mieszkaniowym było bardziej wyraźne. Uważamy, że główną przyczyną tego spowolnienia są samodzielnie narzucone ograniczenia regulacyjne, z których większość nadal obowiązuje. W 2022 roku spodziewamy się stopniowego ożywienia w gospodarce światowej. W miarę jak ograniczenia polityczne będą usuwane jedno po drugim (kontrola zużycia energii, polityka zerowej tolerancji i sektorowe polityki zacieśniania), gospodarka ożywi się sama, bez potrzeby stosowania większych środków łagodzących.
- Indonezja:** Skrajne osłabienie gospodarki w III kwartale 2021 r., spowodowane nową falą epidemii i wdrożeniem rygorystycznych lockdownów, umożliwiło przywrócenie równowagi zewnętrznej, skutkującej dodatnim saldem na rachunku obrotów bieżących (1,5 % PKB). Aby zaobserwować pogorszenie pozycji zewnętrznej, musimy poczekać na bardziej zdecydowane odbicie i większe wydatki na infrastrukturę. Stosunkowo dobry bilans płatniczy, wraz z ciągle niską inflacją (główna na poziomie 1,7% r/r i bazowa na poziomie 1,3% r/r w październiku), pozwalają bankowi centralnemu na utrzymanie akomodacyjnego nastawienia przez dłuższy czas. Pierwszej podwyżki stóp procentowych spodziewamy się dopiero w drugiej połowie przyszłego roku.
- Brazylia:** choć sytuacja epidemiologiczna wydaje się pod kontrolą, a gospodarka jako całość powróciła do poziomu sprzed pandemii, ożywienie gospodarcze napotyka na liczne przeszkody. Presja inflacyjna nie słabnie, a zmienne czynniki jednorazowe, jak również efekty zewnętrzne, prowadzą do wzrostu stóp procentowych. W obliczu dwucyfrowej inflacji, która ma negatywny wpływ na dochód do dyspozycji, a także rosnących potrzeb socjalnych, administracja odpowiada zwiększoną pomocą socjalną, ukrywając za pomocą kreatywnej księgowości. Rynki z kolei, niepewne wiarygodności kotwicy fiskalnej, gwałtownie reagują na te wiadomości, co jeszcze bardziej wzmacnia dynamikę błędnego koła. I choć nadal spodziewamy się łagodnego rozwiązania „fiskalnego trylematu”, to cykliczne szkody wyrządzane gospodarce raczej nie przyczynią się do jej wzrostu w przyszłym roku.
- Polska, Węgry i Czechy:** z powodu niedoboru półprzewodników i nowych fal epidemii oczekujemy spadku wzrostu do 4% w 2022 r., w stosunku do wyższych poziomów w 2021 r. Duże ryzyko ciąży nad Węgrami i Polską, ponieważ ich fundusze unijne (NGEU) nie zostały jeszcze zatwierdzone ze względu na spory z UE. Wzrost inflacji skłonił władze monetarne do kontynuacji cyklu podwyżek stóp procentowych (Czechy 125 p.b., Polska 75 p.b.), przy czym węgierski bank centralny zdecydował się na mniej ortodoksyjne ramy polityki, ustalając swoją 1-tygodniową stopę depozytu (+70 p.b., do 2,5%) powyżej stopy bazowej (+30 p.b., do 2,1%). Spodziewamy się kontynuacji cyklu podwyżek stóp procentowych ze względu na utrzymującą się presję inflacyjną i likwidację luki produktowej poprzez dalsze wsparcie fiskalne.

Prognoza kluczowych
stóp procentowych

	2.09. 2021	Amundi M	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Indie	4,00	4,25	4,15	4,75	4,50
Brazylia	7,75	10,75	11,25	10,75	10,95
Rosja	7,50	8,50	8,15	7,50	7,20

Źródło: Amundi Research

- ChBL (Chiny)** oczekujemy, że w 2022 r. ChBL będzie kontynuować ukierunkowane luzowanie polityki pieniężnej. Nie oczekujemy obniżki stóp procentowych ani dużej obniżki stopy rezerw obowiązkowych, zwłaszcza po wprowadzeniu specjalnego narzędzia finansowego wspierającego redukcję emisji dwutlenku węgla. W swoim ostatnim raporcie dotyczącym polityki monetarnej bank centralny potwierdził swój cel, jakim jest ustabilizowanie makroekonomicznego wskaźnika zadłużenia, co oznacza, że wzrost akcji kredytowej będzie zasadniczo zgodny z nominalnym wzrostem PKB i będzie się normalizował w 2022 r., choć w wolniejszym tempie niż w 2021 r. Spodziewamy się, że w przyszłości ogólne warunki kredytowe będą mniej surowe.
- RBI (Indie):** październikowe dane o inflacji pokazują wzrost CPI do 4,5% r/r (z 4,3%), co nadal jest bardzo komfortowym poziomem dla RBI. Z drugiej strony, bazowy wskaźnik CPI (5,9% r/r), a tym bardziej indeks cen hurtowych (12,5% r/r) może zmusić RBI do rozpoczęcia procesu normalizacji na grudniowym posiedzeniu: podniesienia stopy repo do 3,75% (+40 p.b.) i powrotu do symetrycznego korytarza wokół stopy docelowej (4,0%). Właściwy cykl podwyżek stóp powinien jednak rozpocząć się dopiero w kwietniu 2022 roku. Oczekujemy stopniowego zacieśnienia w 2022 r., dopóki inflacja będzie się kształtować w pobliżu górnej granicy przedziału docelowego RBI.
- BCB (Brazylia):** bank centralny podniósł stopę procentową o 150 p.b. (do 7,75%) i wstępnie zapowiedział podwyżkę o podobnej skali w grudniu. Bank centralny zastrzył ponadto swoje prognozy, stwierdzając, że w odpowiedzi na rosnące obawy dotyczące polityki fiskalnej stopy procentowe muszą wzrosnąć „jeszcze bardziej”, aż do poziomu schładzania gospodarki. Wspomniane obawy miały związek z zapowiedziami administracji dotyczącymi tego, że limit wydatków — ostateczna kotwica fiskalna — zostanie „nagięty” w celu stworzenia przestrzeni fiskalnej potrzebnej do złagodzenia pilnych potrzeb społecznych, a także z ryzykiem dodatkowego wzrostu inflacji. Sądzymy, że w nowym roku bank centralny doprowadzi do osiągnięcia przez SELIC poziomu dwucyfrowego, a stopa końcowa wyniesie około 11%, najwięcej od prawie pięciu lat.
- CBR (Rosja):** Po październikowej podwyżce stóp o 75 p.b. do 7,5% i październikowej inflacji r/r na poziomie 8,1%, oczekujemy kolejnej podwyżki na grudniowym posiedzeniu. W październiku CBR wspominał, że krajowy popyt rośnie szybciej od podaży, co prowadzi do wzrostu oczekiwań inflacyjnych, i pozostawił otwartą furtkę dla dalszych podwyżek. Według skorygowanych prognoz średnioterminowych CBR oczekuje, że inflacja na koniec roku znajdzie się w przedziale 7,4–7,9%, przekraczającym wcześniejsze prognozy, i spadnie do 4–4,5% do końca 2022 r. Oczekujemy, że grudniowa inflacja będzie zbliżona do 8% r/r.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
BRI	8 grudnia
BCB, Brazylia	8 grudnia
CBR	17 grudnia
ChBL	20 grudnia

Źródło: Amundi Research

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy makroekonomiczne

(26 listopada 2021)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %				Inflacja (CPI, r/r, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
USA	-3,4	5,8	3,7	2,1	1,3	4,6	4,4	2,5
Japonia	-4,9	1,7	2,0	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
Strefa euro	-6,5	5,1	4,1	2,3	0,3	2,4	2,6	1,9
Niemcy	-4,9	2,9	3,7	2,0	0,3	3,2	2,7	1,8
Francja	-8,0	6,8	4,2	2,0	0,5	2,1	2,5	2,0
Włochy	-9,0	6,3	4,8	2,3	-0,1	1,9	2,5	1,8
Hiszpania	-10,8	4,5	5,6	2,8	-0,3	3,0	2,9	1,8
Wlk. Brytania	-9,7	6,9	4,3	1,8	0,9	2,4	3,6	2,4
Chiny	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,9	2,1	2,0
Brazylia	-4,1	4,9	0,5	1,6	3,2	8,3	8,2	3,7
Meksyk	-8,2	5,8	2,7	2,2	3,4	5,6	5,2	4,1
Rosja	-3,1	4,3	2,6	2,5	3,4	6,6	5,8	4,2
Indie	-7,1	8,3	6,4	6,4	6,6	5,1	5,8	5,8
Indonezja	-2,0	3,2	4,8	4,9	2,0	1,6	2,8	3,4
RPA	-6,4	6,9	3,2	2,3	3,3	4,5	5,3	5,1
Turcja	1,6	7,8	4,4	4,0	12,3	18,2	19,1	15,0
Kraje rozwinięte	-5,1	5,0	3,6	2,1	0,8	2,9	3,1	2,1
Kraje wschodzące	-2,0	6,4	4,3	4,3	3,9	4,3	4,9	4,2
Świat	-3,3	5,8	4,0	3,4	2,6	3,7	4,2	3,4

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	2021-11-30	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,13	0/0,25	0,22	0,5/0,75	0,49
Strefa euro	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,46
Japonia	-0,04	-0,1	-0,04	-0,1	-0,06
Wlk. Brytania	0,10	0,50	0,64	0,75	1,06

Kraje wschodzące

	2021-11-30	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Indie	4,00	4,25	4,15	4,75	4,50
Brazylia	7,75	10,75	11,25	10,75	10,95
Rosja	7,50	8,50	8,15	7,50	7,20

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich

	2021-11-30	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	0,46	0,8/1,0	0,79	1/1,2	1,05
Niemcy	-0,76	-0,70/-0,50	-0,74	-0,70/-0,50	-0,74
Japonia	-0,12	-0,20/-0,10	-0,13	-0,20/-0,10	-0,13
Wlk. Brytania	0,45	0,50/0,7	0,59	0,7/0,8	0,64

Rentowność obl. 10-letnich

	2021-11-30	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	1,42	1,6/1,8	1,57	1,8/2,0	1,67
Niemcy	-0,35	-0,3/-0,1	-0,27	-0,3/-0,1	-0,22
Japonia	0,06	0/0,20	0,11	0/0,20	0,15
Wlk. Brytania	0,79	1,0/1,2	0,90	1,2/1,4	0,95

Prognoza dla walut

	2021-11-30	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.
EUR/USD	1,13	1,10	1,15	1,14	1,17
USD/JPY	114	113	114	117	115
EUR/GBP	0,85	0,84	0,84	0,83	0,84
EUR/CHF	1,04	1,05	1,08	1,09	1,10
EUR/NOK	10,19	10,30	9,70	9,46	9,65
	2021-11-30	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.
EUR/SEK	10,24	10,48	9,90	9,98	9,75
USD/CAD	1,27	1,31	1,24	1,23	1,22
AUD/USD	0,71	0,70	0,75	0,76	0,77
NZD/USD	0,68	0,66	0,72	0,69	0,73
USD/CNY	6,39	6,45	6,44	6,50	6,40

Źródło: Amundi Research

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 Class Return Forecasts – Q4 - 2021 (09-11-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #11 - Green sentiment: what impact on stock returns and firm's behaviour? (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center

Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

INSIGHTS PAPERS



Combining active and passive investing in Multi Asset: an institutional investor framework (12-11-2021)

TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset

Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

Real assets favoured in a post-Covid-19 world, but higher fragmentation requires scrutiny (06-09-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt

WORKING PAPERS



Green Sentiment, Stock Returns, and Corporate Behavior (09-11-2021)

Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center - Stefano RAMELLI, University of Zurich

ESG Improvers in Credit Investing (12-11-2021)

Alejandro ALVAREZ, Alpha Fixed-income Solution - Mohamed BEN SLIMANE, Quantitative Research

The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (20-10-2021)

LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

ESG and Sovereign Risk - What is Priced in by the Bond Market and Credit Rating Agencies? (12-10-2021)

SEMET Raphaël, RONCALLI Thierry, STAGNOL Lauren - Quantitative Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Fed tapering begins: mission accomplished (08-11-2021)

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income

Evergrande and its spill-over effects: ongoing adjustments, but inflection point may be close (25-10-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Global Research - BOYCHUK Andriy, Head of EM Research

Higher rates provide a second chance to play US value opportunities (12-10-2021)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - MURRAY Alec, Client Portfolio Manager - Equities

China in the spotlight: what markets (24-09-2021)

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

DISCUSSION PAPERS



Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)

BRIÈRE Marie, Amundi Research

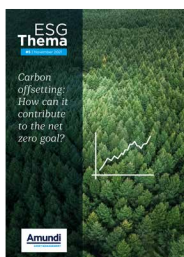
Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

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

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #5 - Carbon offsetting: How can it contribute to the net zero goal? (17-11-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - FOLL Julien, ESG Analyst - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst Transports - HESSENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation

ESG Thema - Special COP26 - From Paris to Glasgow - Are we moving fast enough? (15-11-2021)

ERIMO Isabelle, Senior Thematic Marketing Manager - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - DE VECCHI Viola, ESG Communication Officer

ESG Thema #4 - Investing in the Circular Economy : Closing the loop (20-09-2021)

LUCET Lorna, ESG Analyst, Circular Economy Expert - MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products

ESG Thema #3 - How can investors contribute to Net Zero efforts? (22-09-2021)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation

Amundi Research Center



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

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
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 Państwa 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 30 listopada 2021 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 2 grudnia 2021.

Dokument wydany przez Amundi Asset Management, spółkę typu société par actions simplifiée — SAS — o kapitale zakładowym 1 086 262 605 EUR - Menedżera portfela regulowanego przez AMF i posiadającego numer GPO4000036 - Siedziba: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - MarianVejcik

Redaktor naczelny

BLANQUÉ Pascal, Szef Grupy ds. Inwestycji

Redaktor

DEFEND Monica, Globalny szef ds. badań

Zastępcy redaktora

BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych

BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych

Z jednostki Global Research

AINOUZ Valentine, Zastępca szefa Działu Badań nad Strategią Rynków Rozwiniętych, CFA

BELLAÏCHE 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

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

PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych
USARDI Annalisa, starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

VANIN Gregorio, Specjalista ds. analiz portfeli wieloaktywowych

VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

Z udziałem jednostki Amundi Insights

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights

CARULLA POL, Jednostka Amundi Investment Insights

FIOROT Laura, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights

DHINGRA Ujjwal, Jednostka Amundi Investment Insights

PANELLI Francesca, Jednostka Amundi Investment Insights

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia, Dział Badań

PONCET Benoit, Dział Badań