

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

POGLĄDY CIO

**RYZYO W NOWYM KONTEKŚCIE:
GEOPOLITYKA, WZROST, EKOLOGIA**

TEMAT MIESIĄCA

**„INVESTMENT PHAZER” WYSYŁA SYGNAŁ:
TREND SPADKOWY ZOSTAJE POTWIERDZONY**

**Research
& Macro
Strategy**

POGLĄDY CIO

Ryzyko w nowym kontekście: geopolityka, wzrost, ekologia

PASCAL BLANQUÉ, Szef Grupy ds. Inwestycji (CIO)

VINCENT MORTIER, Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

U progu lat dwudziestych XXI wieku **rynk** **pozostają zdominowane przez kwestie geopolityczne** – początkowo głównie przez krótkotrwałe napięcia związane z Iranem, a następnie przez wieści dotyczące porozumienia wieńczącego pierwszą rundę negocjacji między Stanami Zjednoczonymi a Chinami. **Obecnie główną siłą napędową rynku stają się oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego.** Dlatego też ostatnie wahania spowodowane wiadomościami o rozprzestrzenianiu się koronawirusa w Chinach są większe niż w przypadku napięć amerykańsko-irańskich, jako że epidemia może zaszkodzić Chinom (i globalnemu wzrostowi), jeśli nie zostanie wkrótce opanowana (nie jest to obecnie nasz scenariusz bazowy). Poza tą kwestią ostatnie dane wskazują na ocenę „na razie dobrze”, ponieważ Niemcy uniknęły recesji, a wzrost gospodarczy w strefie euro odbija się od lokalnego minimum. Tendencje wzrostowe inflacji do pewnego stopnia się materializują, ale ryzyko wydaje się ograniczone, a ogólne perspektywy inflacyjne pozostają łagodne. Banki centralne będą prawdopodobnie nadal wstrzymywać się ze zmianami w polityce, co powinno pomóc w utrzymaniu gołębiych warunków finansowych we wszystkich regionach. W związku z tym na całym świecie wzrasta koncentracja na środkach fiskalnych jako metodzie pobudzania dalszego wzrostu: japońskim pakiecie stymulacyjnym, zatwierdzeniu ustaw budżetowych na 2020 r. w przypadku Indonezji, Filipin i Indii oraz nadziei na wsparcie w Niemczech, Wielkiej Brytanii i pozostałych krajach europejskich (pakiet inwestycji ekologicznych UE o wartości 1 bln euro).

Zielone inwestycje i zmiany klimatu coraz częściej wymieniane są jako tematy, które należy obserwować w 2020 r. Niezależnie od tego, czy chodzi o niedawno wydany raport Światowego Forum Ekonomicznego (WEF) za rok 2020, czy o najnowszy raport WEF z Davos, w dyskusjach dominują zmiany klimatyczne i zagrożenia dla środowiska naturalnego. Europa i Chiny współpracują na rzecz ograniczenia emisji poprzez wprowadzenie systemu handlu uprawnieniami (ETS), który będzie największym rynkiem emisji dwutlenku węgla na świecie. Zmiany klimatyczne mogą być również ważnym tematem w amerykańskiej debacie wyborczej, ponieważ globalne katastrofy, takie jak australijskie pożary buszu, wywierają presję na polityków, skłaniając ich do działania. Ogólnie rzecz biorąc, **cele ekologiczne mogą być katalizatorem bodźców fiskalnych, ale mogą również stać się nowym frontem dla wojen handlowych,** ponieważ w ramach Europejskiego Zielonego Ładu rozważana jest możliwość wprowadzenia unijnego podatku granicznego od emisji dwutlenku węgla. W ujęciu ogólnym wzajemne oddziaływanie geopolityki, wzrostu gospodarczego i kwestii ekologicznych będzie prawdopodobnie głównym motywem wpływającym na pozytywne bądź negatywne nastawienie do ryzyka.

W ujęciu oddolnym **dynamika rynku obligacji korporacyjnych powinna być główną siłą napędową cyklu finansowego.** Niskie stopy procentowe nadal sprzyjają tej klasie aktywów, mimo wysokich, choć nie skrajnych wycen. W związku z tym uważamy, że inwestorzy powinni przeważać obligacje korporacyjne. Należy jednak liczyć się z możliwością wystąpienia problemów o charakterze lokalnym, zwłaszcza w przypadku powrotu obaw związanych ze spowolnieniem gospodarczym. Sądzymy, że elastyczność i selektywność w zarządzaniu tą klasą aktywów będą kluczem do generowania zysków w tym roku.

Ten kontekst przekłada się na pewne kluczowe przekonania inwestycyjne:

- **Uważamy, że obecnie nie należy przyjmować postawy nadmiernie defensywnej.** Niektóre krótkoterminowe problemy związane z koronawirusem w Chinach lub negocjacjami handlowymi między Europą a Stanami Zjednoczonymi mogą stworzyć okazje do korzystnego zakupu aktywów ryzykownych. Jeśli sytuacja w Chinach ustabilizuje się, dynamika wzrostu może się poprawić w otoczeniu charakteryzującym się niskimi stopami zwrotu. Poza krótką perspektywą czasową, w której to akcje amerykańskie mogą okazać się bardziej odporne, **Europa jest rynkiem, na którym warto rozgrywać akcje niedowartościowane i cykliczne.** Zwiększylibyśmy ponadto tego ekspozycję na **akcje z rynków wschodzących**, spodziewając się, że oczekiwania dotyczące poprawy zysków wzrosną, gdy problemy spowodowane wirusem przeminą.
- **W przypadku obligacji nacisk warto położyć raczej na selekcję emitentów niż na rozgrywanie duracji.** Aktywa europejskie, obligacje z rynków wschodzących i sekurytyzowane aktywa ze Stanów Zjednoczonych to sposoby na dalsze rozgrywanie fazy wzrostu atrakcyjności aktywów ryzykownych.
- **Koncentracja na selekcji.** Biorąc pod uwagę niższe spready, droższe akcje na całym świecie oraz ogólną ekspozycję na „czynnik wzrostu”, można stwierdzić, że kluczowe znaczenie ma selekcja mająca na celu uchronienie się przed mniej wartościowymi spółkami, które **mogłyby zaszkodzić zwrotom w przypadku wzrostu zmienności.** Selekcja powinna opierać się na danych fundamentalnych, jak również na podejściu do spełniania kryteriów ESG (ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego), z uwzględnieniem wszystkich czynników ryzyka, które mogą mieć wpływ na przyszłe wyceny przedsięwzięć – wśród nich zmiana klimatu pozostaje najbardziej dyskutowana.
- **ESG będzie wreszcie obszarem, w którym wprowadzone zostaną nowe regulacje.** Powinno to mieć miejsce również w sektorze finansowym. Ponieważ akcjonariusze stają się coraz bardziej wymagający na wszystkich frontach ESG, **spodziewamy się wzrostu wpływu ESG na wyniki rynkowe.**¹

¹ Zachęcamy do zapoznania się z nowym raportem Amundi, *ESG INVESTING IN RECENT YEARS: NEW INSIGHTS FROM OLD CHALLENGES*, grudzień 2019

Ogólne nastroje związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka



Akceptacja ryzyka



Jesteśmy nieco bardziej pozytywnie nastawieni do aktywów ryzykownych, ale utrzymujemy podejście selektywne

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- Stosunkowo konstruktywne podejście do akcji w Europie i poszukiwanie okazji do korzystnego zakupu akcji na rynkach wschodzących
- Pozytywne nastawienie do 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych indeksowanych inflacją

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



MAKROEKONOMIA

W stronę osłabienia dolara

DIDIER BOROWSKI, Szef ds. Poglądów Globalnych

MONICA DEFEND, Globalny Szef ds. Badań

Teoretycznie nie jest możliwe stwierdzenie, czy dana waluta powinna ulegać aprecjacji zgodnie ze swoją pozycją w (globalnym) cyklu koniunkturalnym. Badania empiryczne zasadniczo rozróżniają jednak dwie grupy walut: te, które ulegają aprecjacji, gdy gospodarka ma się dobrze (a tym samym tracące na wartości w czasach kryzysu lub spowolnienia) oraz te, które – przeciwnie – drożeją, gdy sprawy idą źle. Waluty, które drożeją w dobrych czasach i tanieją w złych, są tradycyjnie opisywane jako **procykliczne**, podczas gdy pozostałe określane są mianem **antycyklicznych**. Waluty procykliczne występują najczęściej na rynkach wschodzących, natomiast na rynkach rozwiniętych dominują te antycykliczne. Jasne jest na przykład, że waluty, które tradycyjnie służą jako bezpieczne przystanie, gdy sprawy idą źle (dolar amerykański, frank szwajcarski, jen), mają tendencję do antycykliczności. W ubiegłym roku dolar amerykański skorzystał na pogorszeniu się stanu otoczenia międzynarodowego i globalnej recesji przemysłowej, co wydaje się potwierdzać jego antycykliczny charakter. Obecnie szacuje się, że jest on przeszacowany o około 10% w odniesieniu do swojej realnej wartości opartej na wymianie handlowej.

W krajach z walutami procyklicznymi kurs walutowy działa jak automatyczny stabilizator: spada, gdy wzrost gospodarczy jest słaby (co sprzyja eksportowi), i rośnie, gdy wzrost gospodarczy przyspiesza (obciążając popyt wewnętrzny). Kraje z walutami procyklicznymi zazwyczaj czerpią korzyści z napływu kapitału, które w gospodarkach wschodzących same w sobie mają charakter procykliczny (tzn. rosną wraz z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego). Związek przyczynowy między przepływami kapitału a kursem wymiany nie jest jednak łatwy do wyjaśnienia. Jest prawdopodobne, że te dwa czynniki działają na zasadzie dodatniego sprzężenia zwrotnego: w istocie, inwestorzy, którzy przewidują procykliczne zmiany kursu określonej waluty, będą skłonni zajmować pozycje na aktywach z emitującego ją kraju, co z kolei sprzyja jej dalszej aprecjacji.

Te względy są ważne na obecnym etapie globalnego cyklu: spodziewamy się, że globalna recesja przemysłowa zakończy się w pierwszej połowie tego roku, a w miarę zbliżania się końca roku handel światowy będzie powoli powracał do równowagi. W rezultacie kraje najbardziej dotknięte spadkiem obrotów handlowych i recesją przemysłową w ubiegłym roku powinny jako pierwsze skorzystać z ponownego napływu kapitału. Z drugiej strony można się rozsądnie spodziewać, że waluty, które skorzystały ze statusu „bezpiecznej przystani”, ulegną osłabieniu, począwszy od dolara amerykańskiego – tym bardziej że środowisko niskich stóp procentowych i powolnego wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych skłania inwestorów do poszukiwania rentowności i dywersyfikacji. Najsilniejsze gospodarki wschodzące są zatem poważnymi kandydatami do skorzystania na takim rozwoju sytuacji.

„Sądzimy, że poziom ryzyka nie sprzyja dolarowi amerykańskiemu jako walucie antycyklicznej, podczas gdy korzystny okazuje się w przypadku wielu procyklicznych walut z rynków wschodzących.”

USD spot



Source: Amundi on Bloomberg data, as of 27 January 2020

W rezultacie sądzimy, że w obecnych warunkach poziom ryzyka nie sprzyja dolarowi amerykańskiemu jako walucie antycyklicznej, podczas gdy korzystny okazuje się w przypadku wielu procyklicznych walut z rynków wschodzących. Za przyjęciem takiego poglądu przemawia ponadto to, że dolar amerykański jest raczej przewartościowany, podczas gdy wiele walut z rynków wschodzących jest niedowartościowanych.

Konsekwencje w zakresie alokacji aktywów są dość znaczące, ponieważ oznacza to, że inwestorzy będą musieli ponownie rozważyć swoją ekspozycję na dług rynków wschodzących denominowany w walucie lokalnej. Należy to jednak robić ostrożnie z dwóch powodów: 1) globalne ożywienie nie jest jeszcze na tyle zakorzenione, aby można było spodziewać się znaczącej deprecjacji dolara amerykańskiego – zwłaszcza że stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych nadal przewyższają te na pozostałych rynkach rozwiniętych; a ponadto 2) globalna niepewność (handel, geopolityka) może nadal sprzyjać walutom uważanym za bezpieczne przystanie.

PORTFELE ZRÓŻNICOWANE

Rozgrywać pozytywne dane fundamentalne, gdy niepewność zacznie spadać

MATTEO GERMANO, Szef ds. portfeli zróżnicowanych

Ogólny obraz sytuacji gospodarczej nadal wskazuje na stabilizację światowego wzrostu gospodarczego, z konwergencją wzrostu gospodarczego na rynkach rozwiniętych w kierunku potencjału i odbiciem na rynkach wschodzących. Perspektywy inflacji są nadal łagodne, a tymczasowe ryzyko jej wzrostu wydaje się ograniczone, przy czym należy monitorować tylko kilka krajów (Indie i Chiny). Ewentualna ewolucja policy mix w kierunku większej ekspansji fiskalnej mogłaby ograniczyć ryzyko pogorszenia się sytuacji. Scenariusz ten jest poparty niedawną poprawą dynamiki gospodarczej wraz ze zmniejszeniem się zagrożeń geopolitycznych w następstwie zakończenia pierwszej rundy negocjacji między Chinami a Stanami Zjednoczonymi. **W rezultacie przyjmujemy pozytywne podejście do akcji.** Ponieważ jednak niektóre elementy perspektywy pozostają niepewne (rozprzestrzenianie się wirusa w Chinach), sugerujemy, aby inwestorzy **utrzymywali hedging, a nawet zwiększali jego skalę** – zwłaszcza w przypadku alokacji konserwatywnych – a także poszukiwali korzystnych okazji do zakupu na rynkach akcji, gdy sytuacja stanie się bardziej jasna.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Nasza ogólna ocena rynku akcji poprawiła się, jeśli chodzi o oczekiwania co do wzrostu napływu kapitału, spadku ryzyka geopolitycznego i potencjalnie bardziej ekspansywnego kursu polityki fiskalnej. **Rynki europejskie i azjatyckie rynki wschodzące** mogłyby w największym stopniu skorzystać z tych czynników taktycznych, biorąc pod uwagę ich przechylenie w stronę cykliczności/wartości. Jesteśmy jednak świadomi rosnącej wrażliwości zysków przedsiębiorstw i niepewności związanej z rozprzestrzenianiem się koronawirusa. Na poziomie poszczególnych rynków przyjmujemy obecnie neutralne podejście do Stanów Zjednoczonych i nieznacznie pozytywne do rynku akcji z UE. Przyglądamy się **akcjom z rynków wschodzących**, ponieważ dynamika wzrostu gospodarczego i zysków poprawia się – **zwłaszcza w Azji**. Biorąc pod uwagę obecną niepewność, uważamy jednak, że inwestorzy powinni zabezpieczać się przed ewentualną kontynuacją wysokiej zmienności w tej przestrzeni.

W przypadku instrumentów stałodochoodowych mamy **neutralny pogląd na durację w Stanach Zjednoczonych** i uważamy, że inwestorzy powinni pozostać elastyczni, taktycznie rozgrywając zakres inwestycyjny (1,7–2%) 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych. Utrzymujemy względne preferencje dla 5-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych w stosunku do analogicznych papierów niemieckich. Jeśli chodzi o **amerykańskie progowe stopy inflacji**, jesteśmy **bardziej pozytywnie** nastawieni do obligacji 10-letnich, ponieważ spowolnienie gospodarcze jest obecnie mniej wyraźne.

Poszukiwanie rentowności trwa nadal, zwłaszcza w przypadku **krzywej włoskiej**, która jest wyjątkowym przypadkiem atrakcyjnych rentowności dodatnich. W rezultacie utrzymujemy konstruktywne podejście do 30-letnich obligacji włoskich w stosunku do ich niemieckich odpowiedników.

Jeśli chodzi o **obligacje korporacyjne**, to mimo wysokich wycen ta klasa aktywów jest nadal wspierana przez obecne środowisko późnego etapu cyklu koniunkturalnego i czynniki techniczne – zwłaszcza w Europie (TLTRO i QE2 Europejskiego Banku Centralnego). **W przypadku klasy inwestycyjnej preferujemy obligacje europejskie w stosunku do amerykańskich ze względu na lepszy profil zadłużenia emitentów** tych pierwszych. **Poza tym łagodna inflacja, atrakcyjne okazje do carry trade, gołębie banki centralne z rynków wschodzących oraz wysokie względne stopy zwrotu sprzyjają długowi z rynków wschodzących denominowanemu w twardej walucie**, chociaż zalecamy zabezpieczanie się przed ryzykiem związanym z duracją i kursami walut, a z perspektywy stosunku zysku do ryzyka na razie preferujemy dług denominowany w twardej walucie w stosunku do długu rozliczanego w walutach lokalnych.

“Poprawa sytuacji gospodarczej mogłaby wesprzeć rynek akcji. Będziemy poszukiwać okazji do zakupów, gdy problemy związane z wybuchem epidemii koronawirusa zaczną się rozpraszać.”

Jeśli chodzi o **waluty**, to mimo iż utrzymujemy pozytywną średnioterminową opinię na temat niektórych wybranych walut z rynków wschodzących, sugerujemy też zachowanie ostrożności w perspektywie krótkoterminowej w warunkach wysokiej niepewności. W przypadku **walut** jesteśmy obecnie pozytywnie nastawieni do EUR/CHF, ponieważ napięcia geopolityczne już spowodowały wzrost kursu CHF. Utrzymujemy konstruktywne podejście do EUR/USD. Para NOK/EUR prawdopodobnie poradzi sobie dobrze w rezultacie zaostrzenia polityki pieniężnej i dobrej kondycji norweskiej gospodarki.

Czynniki ryzyka i hedging

Sugerujemy, aby w bardziej niestabilnym otoczeniu inwestorzy **utrzymywali odpowiednie zabezpieczenia** w postaci jena, złota i strategii opcyjnych w celu ograniczenia spadków w przypadku dalszego wzrostu zmienności.

USD = dolar amerykański, UST = obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, DM = rynki rozwinięte, EM/GEM = rynki wschodzące, EM bonds (HC) = obligacje z rynków wschodzących denominowane w twardej walucie, LC = waluta lokalna, FX = rynek walutowy, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, NOK = korona norweska, CB = banki centralne, CHF = frank szwajcarski.

Amundi Cross Asset – przekonania

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

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

INSTRUMENTY STAŁODOCHODOWE

Wartość względna jako źródło zwrotów na trudnych rynkach

ERIC BRARD, Szef ds. instrumentów stałodochodowych

YERLAN SYZDYKOV, Globalny szef ds. rynków wschodzących

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

Stabilizacja perspektyw wzrostu gospodarczego powinna trwać nadal, ale nie ma oczekiwań co do ponownego ożywienia w gospodarce światowej. Mimo poprawy sytuacji rentowność podstawowych obligacji skarbowych nadal jednak nie wzrasta ze względu na nadmiernie intensywne poszukiwanie jakości i bezpieczeństwa, globalną płynność oraz luzowanie ilościowe (zwłaszcza w Europie). Poszukiwanie rentowności zasadniczo sprzyja rynkom obligacji korporacyjnych, ale **może również sprowadzić inwestorów do przepełnionych segmentów**, które mogą wykazywać dużą zmienność w przypadku nawet niewielkiego rozczarowania wzrostem gospodarczym. W obecnej sytuacji **inwestorzy powinni przyrzeć się segmentom, które mogą oferować atrakcyjną wartość względną**, a także spółkom, które mogą okazać się odporne w przypadku spowolnienia gospodarczego.

Obligacje z rynków rozwiniętych

W przypadku **globalnych instrumentów stałodochodowych** utrzymujemy **zbliżone do neutralnego nastawienie do duracji**, preferując Stany Zjednoczone, w których warunki uległy ostatnio poprawie, a jednocześnie pozostajemy negatywnie nastawieni do głównych obligacji ze strefy euro (Niemcy) oraz papierów brytyjskich (bodziec fiskalny powinien spowodować wzrost stóp). Utrzymujemy konstruktywne podejście do peryferii strefy euro, ponieważ nadal oferują one atrakcyjne, dodatnie rentowności – zwłaszcza we Włoszech, do których podchodzimy bardziej pozytywnie. Inwestorzy mają możliwość rozgrywania ruchów krzywej w rdzeniu strefy euro, w Wielkiej Brytanii, na peryferiach strefy euro, a także w Japonii, Stanach Zjednoczonych i Australii. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, **podchodzimy zasadniczo optymistycznie do klasy inwestycyjnej, ale też Europę traktujemy bardziej konstruktywnie niż Stany Zjednoczone**. Z perspektywy Stanów Zjednoczonych obecne otoczenie makroekonomiczne i wspierający bank centralny dobrze wróżą aktywom ryzykownym i stabilizacji krajowego wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do potencjalnego (2% rocznie). Wyceny niektórych klas aktywów już to jednak odzwierciedlają i dlatego ważna jest selektywność. **Ze względu na bardziej stabilne oczekiwania inflacyjne jesteśmy pozytywnie nastawieni do obligacji skarbowych indeksowanych inflacją (TIPS)**, ponieważ ceny aktywów globalnych i krajowych pozostają stabilne w warunkach malejącej wymiany handlowej i

niepewności politycznej. Podpisano porozumienie wieńczące pierwszą rundę negocjacji między Stanami Zjednoczonymi i Chinami, a Izba Reprezentantów zatwierdziła umowę między Stanami i Meksykiem oraz Kanadą. Jeśli jednak zgodnie z zapowiedziami zawarcie porozumienia kończącego drugą rundę negocjacji nastąpi po wyborach w Stanach Zjednoczonych, zmienność w drugim półroczu 2020 r. wzrośnie. **W przypadku klasy inwestycyjnej pozostajemy ostrożni w kwestii obligacji korporacyjnych** i zaczynamy dostrzegać atrakcyjność struktur hybrydowych, zwłaszcza w sektorze bankowym. Utrzymujemy również nasze preferencje dla aktywów sekurytyzowanych, które są stosunkowo atrakcyjne w porównaniu z obligacjami korporacyjnymi, jako że ich spready nie uległy znacznemu spadkowi. Ponadto fundamenty związane z kredytami konsumenckimi pozostają solidne w świetle solidnych płac, bilansów i zaufania konsumentów.

Obligacje rynków wschodzących

Choć w 2020 r. warunki fundamentalne i techniczne będą prawdopodobnie nadal sprzyjać tej klasie aktywów, wyceny wyglądają obecnie na wysokie. Trudno jest dostrzec obszary wartości, zwłaszcza biorąc pod uwagę ograniczone pole manewru dla Fedu w zakresie dalszego luzowania polityki pieniężnej, a także ograniczony potencjał aprecjacji walut z rynków wschodzących w krótkim terminie. **Nadal przyjmujemy umiarkowanie pozytywne podejście do długu z rynków wschodzących, jednak sądzimy, że obecnie warto zachować zwiększoną ostrożność**, ponieważ dobre wyniki z 2019 r. mamy już za sobą. Uważamy, że inwestorzy powinni zmniejszać durację portfeli i taktycznie rozgrywać niektóre motywy o znaczeniu lokalnym w krajach takich jak Turcja czy Republika Południowej Afryki.

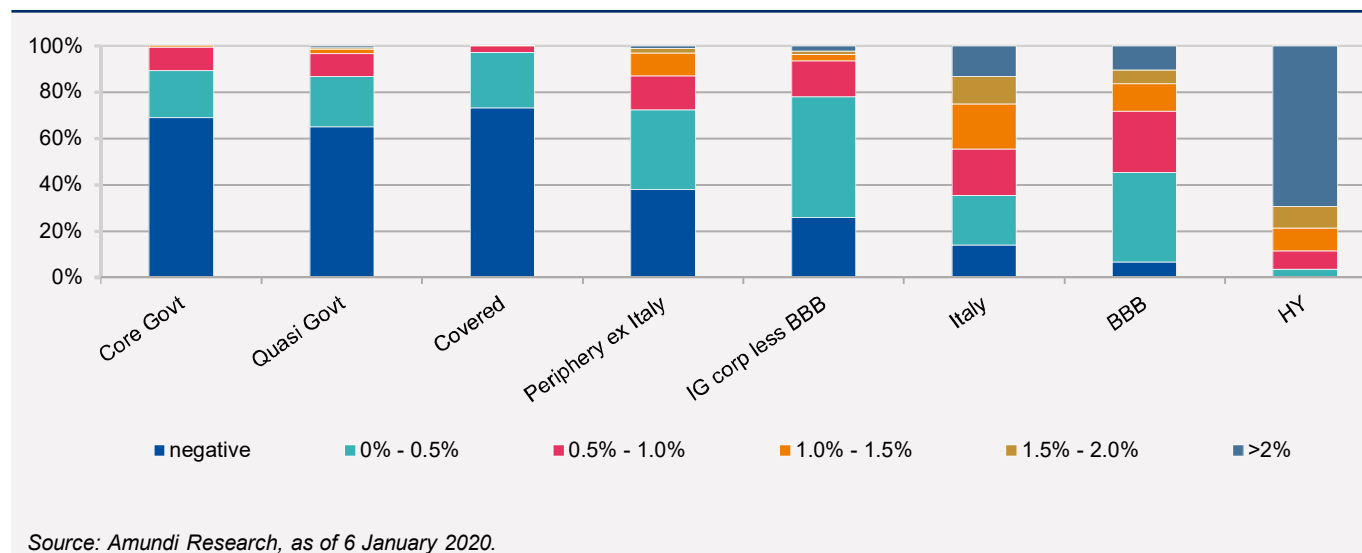
Waluty

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do EUR/USD, jednak sądzimy, że kurs tej pary będzie poruszać się zasadniczo w trendzie bocznym, a ewentualne zmiany kierunku w górę będą związane z kondycją dolara, który ze względu na nieznaczne ryzyko polityczne (wybory w Stanach Zjednoczonych) wykazuje pewną słabość. USD jest obecnie przewartościowany, a przepływy kapitałowe są również mniej korzystne niż w przeszłości.

EM FX = waluty z rynków wschodzących, IG = klasa inwestycyjna, EUR = euro, USD = dolar amerykański

„Utrzymujemy pozytywne nastawienie do europejskich peryferii — na przykład Włochy są jednym z niewielu krajów, w których rentowności są nadal dodatnie.”

Rozkład rentowności na rynkach europejskich



AKCJE

Tymczasowe zakłócenia mogą stworzyć okazje do zakupu

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 najbliższym czasie połączony wpływ nadmiernego wykupienia, informacji o wirusie z Chin i powrotu wznowienia negocjacji handlowych między Stanami Zjednoczonymi i Europą do centrum uwagi prawdopodobnie wygeneruje okazje do zakupu na rynkach kapitałowych. Na tym etapie akcje ze Stanów Zjednoczonych mogą okazać się bardziej odporne. Poza tą krótkoterminową perspektywą, oczekujemy, że cykliczne odbicie powinno wesprzeć dodatkowy wzrost w tym roku dzięki poprawie danych fundamentalnych. Spodziewamy się odbicia zysków napędzanego dostosowawczą polityką pieniężną, bodźcami fiskalnymi i deprecjacją dolara amerykańskiego. Wzrost ryzyka politycznego związanego z wyborami w Stanach Zjednoczonych i napięciami na Bliskim Wschodzie może mieć jednak negatywny wpływ na rynki. Zwroty w 2020 r. będą prawdopodobnie niższe niż w 2019 r., z okazjami w obszarze wartości cyklicznej w Europie i Stanach Zjednoczonych oraz na rynkach wschodzących.

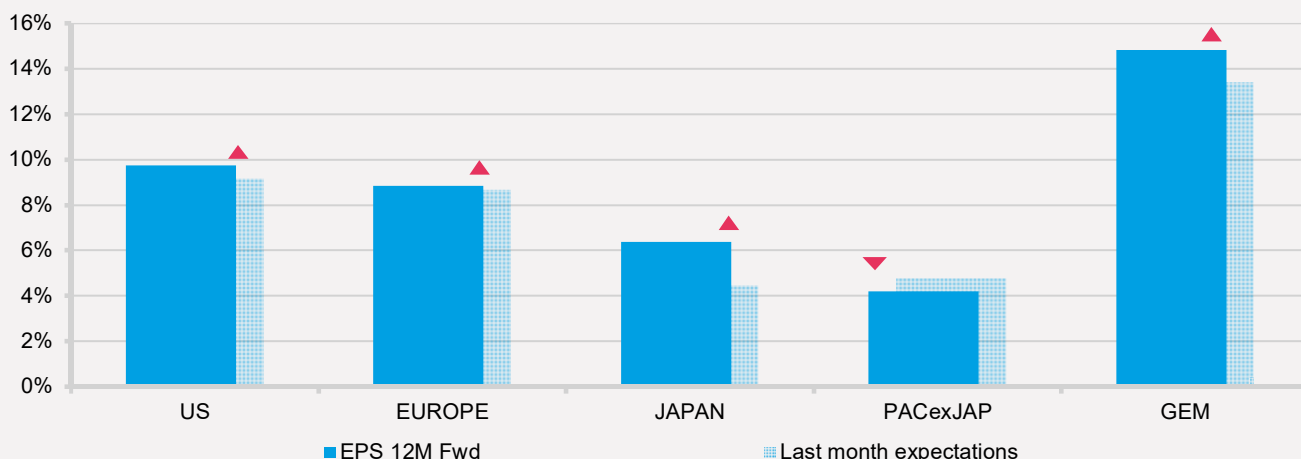
Akcje z rynków rozwiniętych

Odporne sektory usług, niska stopa bezrobocia oraz możliwość dotarcia sektora wytwórczego do dna cyklu wspierają perspektywy dla **europejskich akcji**. Aby ceny dalej rosły, potrzebujemy wzrostu zysków przedsiębiorstw: podkreśla to znaczenie doboru akcji. W świetle oczekiwań co do rotacji sektorowej i korzystnych wycen spółki „wartościowe” pozostają atrakcyjne w stosunku do spółek „wzrostowych”. Okazje do zarobku stwarzają **akcje cykliczne** z sektorów energetycznego, przemysłowego i ochrony zdrowia (defensywny). Ostrożnie podchodzimy do obszarów, w których wyceny są podwyższone, tak jak w przypadku technologii informatycznych (IT) i podstawowych dóbr konsumenckich. Choć niewielkie spółki europejskie powinny odnieść korzyści ze stabilizacji wzrostu gospodarczego, kluczowe znaczenie będzie mieć monitorowanie płynności.

Niezależnie od tego **wyceny w Stanach Zjednoczonych** wyglądają rozsądnie i są wsparte niskimi stopami procentowymi oraz spreadami obligacji korporacyjnych. Biorąc pod uwagę gołębią postawę Fedu z 2019 r., można się spodziewać, że opóźniony wpływ niskich stóp i innych kosztów wejściowych powinien obecnie przełożyć się na wzrost zysków. Ponadto około 40% zysków spółek z indeksu S&P 500 zależy od ich międzynarodowej działalności, co oznacza, że osłabienie dolara wywarłoby w tym przypadku pozytywny wpływ. Wzrost wyników finansowych byłby głównie rezultatem konsolidacji takich

„Ożywienie w sektorze wytwórczym powinno wspierać wzrost zysków, jednak podejście selektywne ma kluczowe znaczenie dla identyfikacji wysokiej jakości spółek w segmencie cyklicznych akcji „wartościowych”. ”

Oczekiwania dotyczące wskaźnika zysku na akcję (EPS) w perspektywie 12 miesięcy



Source: Amundi Research, as at 17 January 2020. GEM = Global Emerging Markets.

międzynarodowych zysków. To z kolei wpłynęłoby na poprawę zwrotów w 2020 r. Nadal konstruktywnie podchodzimy **do cyklicznych akcji „wartościowych” w stosunku do akcji „wzrostowych” i charakteryzujących się niskim współczynnikiem beta**, ale też w dalszym ciągu ograniczamy koncentrację na drogich spółkach, które w 2019 r. drożały znacznie szybciej od pozostałych. Bódźce zapewnione przez banki centralne w celu pobudzenia globalnego wzrostu gospodarczego były wystarczające. W rezultacie preferujemy wysokiej jakości akcje cykliczne, które bardziej niż pozostałe zyskają na malejącym ryzyku recesji. W związku z tym podchodzimy też konstruktywnie do bardzo dużych spółek z sektora finansowego i przemysłowego (w tym motoryzacyjnego). W związku z obawami dotyczącymi wycen ostrożnie traktujemy natomiast ochronę zdrowia, technologie informatyczne, podstawowe dobra konsumenne oraz przedsiębiorstwa użyteczności publicznej. Geopolityka ponownie odegrała pewną rolę w naszym pozycjonowaniu, ponieważ obecnie jesteśmy mniej negatywnie nastawieni do sektora energii w związku z ograniczoną możliwością eskalacji konfliktu między Stanami Zjednoczonymi a Iranem.

Akcje z rynków wschodzących

W perspektywie średnioterminowej przyjmujemy **pozytywne podejście do akcji z rynków wschodzących**, ponieważ dostrzegamy oznaki stabilizacji aktywności gospodarczej w kontekście poprawy oczekiwań co do zysków, poprawy stosunków między Stanami Zjednoczonymi i Chinami oraz kontynuacji luzowania polityki w 2020 r. W perspektywie krótkoterminowej zmienność będzie podwyższona, ponieważ rynki szacują możliwe skutki epidemii koronawirusa dla chińskiej gospodarki. W przypadku rynków wschodzących podchodzimy pozytywnie do **Rosji (technologie)** i **Brazylji** ze względu na przyjazne dla rynku reformy oraz historycznie niskie stopy procentowe. W przyszłości w Chinach mogą pojawić się okazje do zarobku, gdy sytuacja się ustabilizuje. Zaczynamy bardziej ostrożnie podchodzić do Indii, ponieważ ryzyko nieosiągnięcia naszych celów w zakresie wzrostu gospodarczego w 2020 r. wzrasta.

Klasy aktywów – poglądy Amundi				
	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	Stany Zjednoczone	=		Wyceny są rozsądne i poparte niskimi spreadami obligacji korporacyjnych oraz stopami procentowymi. Wszelki dalszy wzrost kursów wymagałby jednak wzrostu wyników finansowych. Zachęcające jest to, że opóźniony wpływ niskich stóp procentowych i kosztów produkcji faktycznie powinien pozytywnie przełożyć się na wyniki finansowe. Ogólnie rzecz biorąc, preferujemy segment spółek „wartościowych” w stosunku do segmentu spółek „rozwojowych” oraz akcje o niskim współczynniku beta.
	Europa	+	▲	Oczekiwania dotyczące ożywienia w wytwórstwie, niskiego bezrobocia, dostosowawczej polityki pieniężnej, bodźców fiskalnych oraz porozumienia wieńczącego pierwszą rundę negocjacji między Stanami Zjednoczonymi a Chinami wspierają europejski rynek akcji. Ponadto w Europie działają spółki o solidnych profilach w zakresie ESG (ochrony środowiska, współpracy ze społecznościami i ładu korporacyjnego), a biorąc pod uwagę to, że czynniki ESG będą mieć coraz większe znaczenie w kształtowaniu wycen, dodatkowo sprzyja to akcjom z tego regionu. Pozycjonowanie inwestorów nadal stwarza okazje do zarobku na cyklicznych akcjach z segmentu „wartości”.
	Japonia	=		Dane fundamentalne japońskich spółek pozostają solidne w kontekście rosnących wyników finansowych, rosnącej skali skupu akcji własnych oraz niezbyt wysokiego poziomu zadłużenia. W przypadku powrotu zagrożeń geopolitycznych firmy japońskie (z których większość to eksporterzy) będą jednak narażone na negatywne skutki aprecjacji jena. Dlatego też utrzymujemy podejście neutralne.
	Rynki wschodzące	=/+	▲	Zmniejszenie napięć związanych z wojną handlową, niskie stopy procentowe, rozluźnienie polityki fiskalnej oraz nadzieje na ograniczoną aprecjację dolara amerykańskiego mogłyby w średnim okresie sprzyjać akcjom z rynków wschodzących. O ile „podwyższona niepewność” nie wykośli globalnej gospodarki, powodując szok — co nie jest naszym założeniem — nadmierne spadki cen mogą przełożyć się na korzystne poziomy wejścia.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	=		W ramach globalnego podejścia do instrumentów stałodochodowych utrzymujemy neutralne nastawienie do duracji, ponieważ stabilizujące sygnały wzrostu gospodarczego powinny pozwolić Fedowi na utrzymanie bieżącego poziomu stóp procentowych, o ile tempo wzrostu gospodarczego nie zmalełoby, skłaniając Fed do poważniejszych interwencji.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+		Spready zmierzają w kierunku wieloletnich minimów, a spółki ze Stanów Zjednoczonych są wysoce lewarowane — mogą sobie jednak na to pozwolić ze względu na niskie stopy procentowe. Dlatego właśnie inwestorzy powinni zwracać uwagę na napięcia, które mogłyby pojawić się w przypadku wzrostu stóp. Strukturyzowane papiery wartościowe, w tym nieagencyjne papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką mieszkaniową (RMBS), stanowią atrakcyjną alternatywę dla większości pozostałych sektorów klasy inwestycyjnej.
	Wysokodochodowe USA	=		Spready w segmencie wysokodochodowym są niewielkie, jednak ze względu na sprzyjające warunki gospodarcze i płynnościowe nie należy spodziewać się zbyt wielu niewypłacalności. Ze względu na poziomy lewarowania tego rynku przyjmujemy podejście wysoce selektywne.
	Skarbowe Europa	-/=		Utrzymujemy nasze ostrożne podejście do duracji instrumentów europejskich. Oczekiwania dotyczące bodźców fiskalnych mogą spowodować dalszy wzrost stóp procentowych, zwłaszcza w Wielkiej Brytanii. Jesteśmy jednak pozytywnie nastawieni do obligacji z krajów peryferyjnych, a zwłaszcza Włoch.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	++		Instrumenty klasy inwestycyjnej denominowane w euro powinny skorzystać na programie skupu aktywów z sektora przedsiębiorstw (CSPP) Europejskiego Banku Centralnego i w związku z tym podchodzimy do nich pozytywnie. Szczególnie atrakcyjnie wygląda dług podporządkowany z sektora finansowego.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	+		Jesteśmy pozytywnie nastawieni do instrumentów wysokodochodowych denominowanych w euro w świetle solidnych czynników technicznych i dużej aktywności na rynku pierwotnym, jednak utrzymujemy podejście selektywne do sektorów energetycznego, motoryzacyjnego i telekomunikacyjnego. Mamy również na uwadze wzrost znaczenia specyficznych lokalnych czynników ryzyka w tym segmencie.

Klasy aktywów – poglądy Amundi			
	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M
INSTRUMENTY STAŁODOCHODOWE	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	+	
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=	
INNE	Surowce		
	Waluty		

LEGENDA

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
Negatywna			Pozycja neutralna	Pozytywna			Pogorszenie w stosunku do poprzedniego miesiąca	Poprawa w stosunku do poprzedniego miesiąca

Źródło: Amundi, na dzień środa, 29 stycznia 2020 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

TEMAT MIESIĄCA

„Investment Phazer” wysyła sygnał: trend spadkowy zostaje potwierdzony

ANNALISA USARDI, starszy ekonomista, CFA
LORENZO PORTELLI, Szef ds. badań cross asset

Sfinalizowano dn. 28 stycznia 2020 r.

Podsumowanie

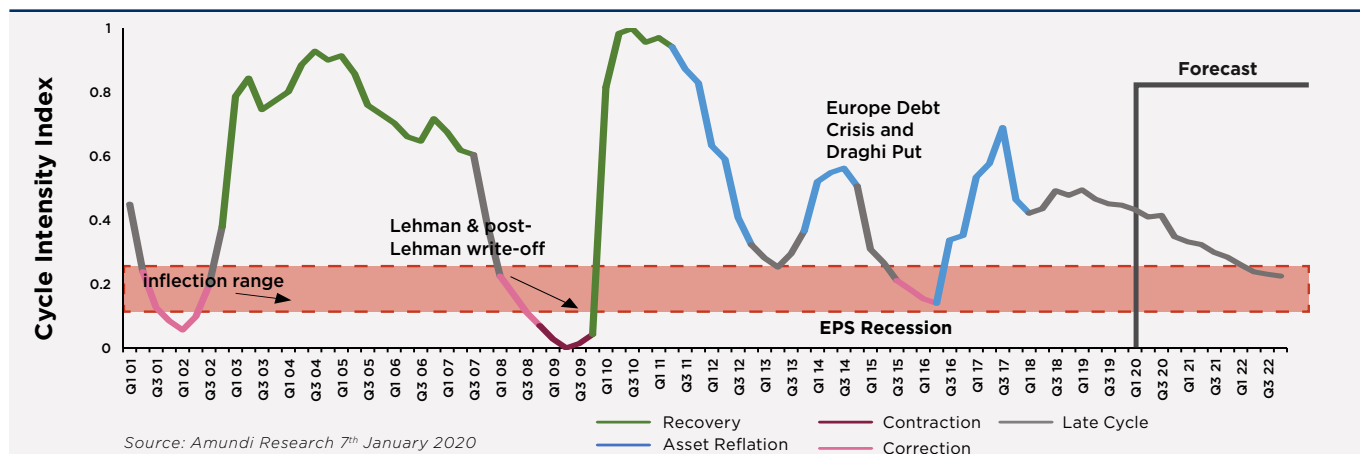
O ile w krótkiej perspektywie czasowej oczekujemy tymczasowej ulgi w postaci pozytywnych niespodzianek gospodarczych i dobrych wiadomości z frontu handlowego (w przypadku ograniczenia negatywnego wpływu epidemii koronawirusa), to w perspektywie średnioterminowej nasz scenariusz gospodarczy potwierdza wrażliwość cyklu zysków.

Wyjątkowe cechy tego cyklu to niższy wzrost gospodarczy spowodowany eskalacją wojny handlowej, bezprecedensowo niskie stopy procentowe wynikające z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej oraz relatywna odporność rynku pracy będąca rezultatem dobrej kondycji krajowego sektora usług. Niezależnie od tej specyfiki sytuacja gospodarcza w roku 2020 nadal odpowiada późnemu etapowi cyklu koniunkturalnego, jednak najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na koniec 2021 r. jest przejście do fazy korekty.

Wzrost gospodarczy: spowolnienie w Stanach Zjednoczonych i stabilizacja w strefie euro zostały potwierdzone. Cykl zysków pozostaje kruchy

- Oczekuje się, że wzrost realnego PKB Stanów Zjednoczonych będzie stopniowo spowalniał w kierunku poziomu potencjalnego (1,8% w porównaniu do prognozy Fedu na poziomie 2% w IV kw. w porównaniu z IV kw. poprzedniego roku). Choć nadal twierdzimy, że amerykańscy konsumenci będą mieć „przeciętny” rok, stając się tym samym główną siłą napędową wzrostu, sądzimy też, że inwestycje będą zwalniać – w szczególności te niezwiązane z budownictwem mieszkaniowym. W porównaniu z ostatnim raportem zrewidowaliśmy oczekiwania co do poziomu inwestycji mieszkaniowych, które naszym zdaniem nie będą już dłużej szkodzić tempu wzrostu gospodarczego.
- Podczas gdy w przypadku Stanów Zjednoczonych „normalizacja” będzie mieć charakter odgórny, w przypadku strefy euro (EZ) obraz jest bardziej mieszany: Niemcy i Włochy poprawiają swój profil trendu po słabych wynikach w 2019 r., Francja pozostaje blisko poziomu potencjalnego, a Hiszpania zwalnia. Strefa euro jako całość ma się ustabilizować na poziomie potencjalnym, a obecnie niewiele wskazuje na to, że gospodarka przyspieszy. W istocie, wyniki badań PMI w sektorze wytwórczym nadal sygnalizują obawy o to, że odwrócenie trendu eskalacji wojny handlowej nie wystarczy do rozwiązania jego problemów.
- Pomimo krótkotrwałej ulgi poziom zysków nadal odpowiada końcowej fazie cyklu koniunkturalnego. Ożywienie światowego handlu jest konieczne, aby przedłużyć wzrost do 2021 r. Marże, które były kluczowym czynnikiem wzrostu wskaźników zysku na akcję (EPS) w ostatniej dekadzie, mogą znaleźć się pod presją z powodu wyższych jednostkowych kosztów pracy (ULC) i wysokiego poziomu lewarowania, zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw ze Stanów Zjednoczonych.

Tendencja spadkowa została potwierdzona: 2020 r. to nadal późny etap cyklu, podczas gdy najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na koniec 2021 r. jest przejście do fazy korekty

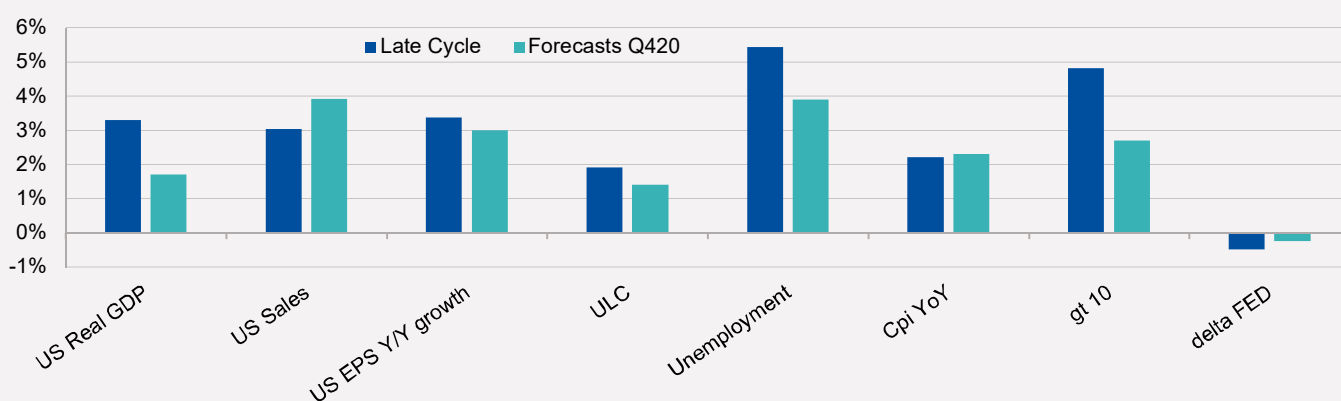


Inflacja: Oczekuje się, że w 2020 r. dynamika cen w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro utrzyma się na wysokim poziomie.

- Oczekuje się, że w 2020 r. dynamika cen w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro utrzyma się na wysokim poziomie, chociaż istnieją wyraźne różnice między poszczególnymi krajami pod względem bliskości do celu banku centralnego. Główny wskaźnik inflacji w Stanach Zjednoczonych w pierwszej połowie 2020 r. będzie wyższy, a następnie wyhamuje do 2021 r., jednak wskaźnik inflacji preferowany przez Fed, a mianowicie bazowy indeks cen PCE, będzie jedynie stopniowo zbliżać się do 2%. Ta stopniowa tendencja wzrostowa będzie wspierana przez dodatnią lukę produktową, przy czym bezrobocie utrzyma się poniżej znacznie poniżej poziomu NAIRU i poziomu wynikającego z jednostkowych kosztów pracy, ale też będzie nadal rosnąć, choć wolniej niż w 2019 r. Ceny produkcji w przygotowaniu również będą wyższe, częściowo w wyniku wpływu wprowadzonych w przeszłości taryf celnych. Wynikające z tego ryzyko spadku marż może spowodować pewne podwyżki cen końcowych, które będą akceptowalne dla ciągle mogących liczyć na wzrost wynagrodzeń konsumentów.
- W strefie euro dynamika inflacji utrzymuje się w trendzie nieznacznie wzrostowym, ale jest daleka od celu EBC. Chociaż ogólnie rzecz biorąc rynek pracy pozostaje silny, wzrost płac nie wszędzie podąża za tymi samymi tendencjami, a perspektywy inflacji w poszczególnych krajach pozostają słabe i niejednolite. W ujęciu zagregowanym wynagrodzenia będą rosły nieco wolniej niż w 2019 r., ale zostanie to zrównoważone pewną poprawą wydajności, w rezultacie czego jednostkowe koszty pracy będą rosły, ale wolniej niż w 2019 r. (choć nadal powyżej średniej z ostatnich 5 lat). Wzrost cen producentów powinien utrzymać się nieco poniżej tempa z roku 2019. Ogólnie rzecz biorąc, inflacja bazowa nie powinna istotnie zmaleć, ale będzie się oddalać od celu – bez presji, ponieważ gospodarka rozwija się na poziomie potencjału lub nieco poniżej niego.

Wyjątkowe cechy tego cyklu to niższy wzrost gospodarczy spowodowany eskalacją wojny handlowej, bezprecedensowo niskie stopy procentowe wynikające z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej oraz relatywna odporność rynku pracy będąca rezultatem dobrej kondycji krajowego sektora usług.

Prognoza wewnętrzna a wartości referencyjne modelu „Investment Phazer”



Source: Bloomberg, S&P Website, Amundi Research, Data as of 31-dec-2019

- Na froncie fiskalnym nie spodziewamy się większej presji: według Biura ds. Budżetu Kongresu w Stanach Zjednoczonych deficyt ma osiągnąć 4,6% PKB (wzrost w stosunku do 4,5% w 2019 r.), a poziom długu publicznego wzrośnie z 78,9% do 80,7% PKB. W strefie euro trudno jest obecnie przewidywać znaczący, skoordynowany bodziec fiskalny, o ile nie dojdzie do poważnego pogorszenia koniunktury gospodarczej. Oczekujemy rozluźnienia w krajach dysponujących większym polem manewru w zakresie polityki fiskalnej, takich jak Niemcy i Holandia. Ogółem, według szacunków Komisji Europejskiej, docelowy łączny deficyt w 2020 r. powinien wynieść około 0,9% PKB (wobec 0,8% w 2019 r.), co doprowadzi do dalszego łagodzenia (w kontekście zmiany salda strukturalnego, z -0,1% w 2019 r. do -0,2% potencjalnego PKB). Według szacunków Komisji Europejskiej poziom zadłużenia w stosunku do PKB (19 krajów strefy euro) zmaleje z 86,4% do 85,1%. Jeśli chodzi o ostatnie wydarzenia, w niemieckim budżecie na 2020 r. zapowiedziano bodziec fiskalny na poziomie 0,75% (mierzony jako spadek nadwyżki strukturalnej), który realizowany będzie za pomocą wielu zróżnicowanych środków podatkowych i wydatkowych. Trzeba jednak pamiętać, że Niemcy miały ostatnio problemy z realizacją celów z zakresu ekspansji fiskalnej. Komisja Europejska przewiduje jedynie 0,4% wzrostu. Budżet Wielkiej Brytanii zostanie ogłoszony 11 marca – obecnie szacunki oparte na wrześniowych zapowiedziach wydatków, planowanej zmianie zasad budżetowych (nowa reguła to zrównoważony budżet bieżący i do 3% PKB w wydatkach inwestycyjnych) oraz obietnicach wyborczych torysów wskazują na bodziec fiskalny w wysokości nieco poniżej 1% PKB. W Japonii ogłoszono znaczący pakiet gospodarczy wart w przeliczeniu 220 mld EUR – ma on zrehabilitować negatywny wpływ światowego kryzysu gospodarczego. Jego celem jest również zaspokojenie potrzeby pilnej wymiany przestarzałej infrastruktury. Oczekuje się, że środki te doprowadzą do wzrostu PKB o 0,7% w ciągu najbliższych dwóch lat. Rynki wschodzące powoli zmieniają w kierunku bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej. W grudniu byliśmy świadkami zatwierdzenia odważnych ustaw budżetowych na rok 2020, a Indonezja, Filipiny i Indie ogłosiły zwiększenie wydatków. Budżet Indii zostanie opublikowany 1 lutego – ujawnione dotychczas dane fiskalne dotyczące roku budżetowego 2020 są rozczarowujące i świadczą o braku środków, które wystarczyłyby na zwiększenie wydatków.

Polityka pieniężna nadal koncentruje się na wspieraniu wzrostu gospodarczego

W przypadku rynków rozwiniętych spodziewamy się, że banki centralne utrzymają swoją obecną dostosowawczą postawę, która wspiera wzrost gospodarczy i jest możliwa dzięki zasadniczo łagodnej prognozie inflacji. Banki centralne z głównych rynków wschodzących będą kontynuować łagodną politykę monetarną, choć w kilku krajach ostatnie wydarzenia na froncie inflacyjnym mogą ograniczyć ich pole manewru.

- **Rynki rozwinięte:** Fed utrzyma łagodną politykę monetarną pomimo wdrożenia podejścia w większym stopniu opartego na danych – przewidujemy kolejną obniżkę stóp w 2020 r. w celu utrzymania dostosowawczych warunków finansowych i utrzymania wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych na właściwej drodze. W strefie euro program QE2 właśnie się rozpoczął, a w perspektywie krótkoterminowej nie oczekuje się żadnych nowych istotnych działań, zwłaszcza w świetle bieżącego przeglądu strategicznego – o ile nie dojdzie do znaczącego pogorszenia sytuacji makroekonomicznej. W przypadku Wielkiej Brytanii najbardziej prawdopodobnym podejściem będzie utrzymanie stóp procentowych bez zmian w najbliższych 12 miesiącach – o ile gospodarka ożywi się i zachowa się w sposób zasadniczo zgodny z prognozami banku centralnego. Wreszcie, w Japonii spodziewamy się jednej obniżki stóp o 10 punktów bazowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
- **Rynki wschodzące:** Bank centralny Chin zgodnie z oczekiwaniami nadal przyjmuje podejście dostosowawcze, posługując się wszelkimi narzędziami, które uznaje za stosowne. Nowe, wyższe od oczekiwanych główne wskaźniki inflacji nie powstrzymują banku centralnego przed utrzymaniem obecnego charakteru polityki monetarnej. W Indiach wskaźniki krajowej aktywności gospodarczej zaczęły pokazywać mieszany obraz z kilkoma „zielonymi plamami” w zasadniczo przygnębiającym otoczeniu gospodarczym, podczas gdy inflacja zaskoczyła wzrostem, co prawdopodobnie będzie wymagało kolejnej korekty scenariusza bazowego banku centralnego w górę oraz dalszego opóźniania wszelkich decyzji w sprawie stóp procentowych w perspektywie krótkoterminowej. Dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez brazylijski bank centralny było powszechnie oczekiwane po konstruktywnych postępach w zakresie realizacji reform (zwłaszcza reformy emerytalnej). Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami brazylijskiego banku centralnego, obecny etap cyklu koniunkturalnego wymaga ostrożności przy rozważaniu ewentualnych nowych zmian w zakresie skali bodźców stymulacyjnych. W Rosji inflacja spadła, a bank centralny wspominał o możliwości dalszego obniżenia głównej stopy procentowej w pierwszej połowie 2020 r. Naszym zdaniem w warunkach ustabilizowanej inflacji można spodziewać się łącznie dwóch obniżek o 25 punktów bazowych w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy.

Mapa najważniejszych czynników ryzyka

Zespół ds. badań makroekonomicznych

Poniższa tabela przedstawia czynniki ryzyka wraz z arbitralnie oszacowanymi (tj. nieopartymi na danych rynkowych) poziomami prawdopodobieństwa. Opisano w niej również możliwe skutki dla rynków.

Sfinalizowano
dn. 29 stycznia 2020 r.

20%
Eskalacja wojny
handlowej

20%
Rosnąca wrażliwość
przedsiębiorstw

10%
„Twarde lądowanie” w
Chinach

10%
Wybory w Stanach
Zjednoczonych

10%
Eskalacja napięć
militarnych z
konsekwencjami
globalnymi

10%
Brak płynności
kredytowej i niewłaściwa
alokacja ryzyka

10%
Brak płynności USD

Analiza

Podpisanie porozumienia wieńczącego pierwszą rundę negocjacji handlowych jest zgodne z naszym scenariuszem bazowym. Najbardziej złożone kwestie (takie jak obowiązujące obecnie taryfy i sprawa Huawei) nie zostały jednak rozstrzygnięte — rozpatrzenie ich odłożono do czasu wyborów w Stanach Zjednoczonych. Rok 2020 jest rokiem wyborów prezydenckich i niezależnie od tego, kto w przyszłym roku będzie prezydentem Stanów Zjednoczonych, konflikt między tymi dwoma krajami w odniesieniu do kwestii o znaczeniu strategicznym może pogorszyć ich stosunki. Prawdopodobieństwo zawarcia kompleksowej umowy handlowej jest bardzo niskie. Trudne do przewidzenia problemy mogą nadal pogarszać zaufanie przedsiębiorców, inwestycje i przepływy handlowe.

Przedsiębiorstwa spiętrzą zadłużenie do poziomu jeszcze wyższego niż przed Wielkim Kryzysem Finansowym. Malejące zyski ograniczają zdolność firm do obsługi tego długu, czyli pokrywania odsetek. Jednocześnie rynki wschodzące i peryferyjne przyciągają przepływy kapitału z gospodarek rozwiniętych, zwiększając swoje zadłużenie zewnętrzne. Zaostrzenie warunków finansowych i wyższe stopy procentowe zaskodzą ich zdolności do spłaty zadłużenia. Powszechny niepokój i wzrost odsetka niewypłacalności wymuszają delewarowanie i ograniczenie inwestycji oraz zatrudnienia, pogłębiając recesję.

Chiński wzrost gospodarczy spowalnia, ale władze intensywnie pracują nad pobudzeniem gospodarki (poprzez politykę monetarną i fiskalną), tak by utrzymała się na umożliwiającej zachowanie kontroli ścieżce spowolnienia. Ostatnie dane z listopada/grudnia wskazują na pewnego rodzaju ożywienie w ramach minicyklu, jednak niekontrolowane rozprzestrzenianie się koronawirusa z Wuhan kompensuje pozytywną dynamikę makroekonomiczną. Chiński model gospodarczy jest wrażliwy, z oznakami przekredytowania. Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych wzrosło od czasu Wielkiego Kryzysu Finansowego.

Na obecnym etapie można stwierdzić, że żaden z wyników amerykańskich wyborów prezydenckich nie będzie trywialny pod względem konsekwencji. Podczas gdy społeczność inwestorów skupia się na sondażach, niezwykle ważne jest, aby przyrzeć się działaniom politycznym, które zostaną podjęte przez wybranego prezydenta (zwłaszcza regulacjom dotyczącym kwestii socjalnych i finansów). Ten scenariusz ryzyka ma związek z postępowaniem w sprawie impeachmentu, bardziej ekstremalnymi środkami z zakresu polityki zagranicznej, które mogłyby doprowadzić do implozji sytuacji na Ukrainie, w Iranie i Syrii, jak również możliwości wzrostu opodatkowania dochodów przedsiębiorstw w ramach nowej administracji, a tym samym osłabienia zaufania i pogorszenia sytuacji gospodarczej.

Chiny/Stany Zjednoczone, Chiny/Hongkong, Brexit, Iran/Bliski Wschód, Libia: geopolityka wywiera istotny wpływ na rynki. Styczniowe ataki w Iraku wywołały obawy o eskalację działań wojskowych, co miało wpływ na ceny ropy naftowej i globalną dynamikę. Wyceny rynkowe nadal świadczą o tym, że znacząca eskalacja jest mało prawdopodobna — po zyskach/stratach aktywów uważanych za bezpieczne przystanie (złoto, obligacje skarbowe, ropa naftowa, dolar i jen) / aktywa ryzykowne (akcje z rynków rozwiniętych) nastąpiły minimalne korekty. Nie spodziewamy się dalszej eskalacji ze strony Stanów Zjednoczonych czy Iraku; oczekujemy, że skoki cen ropy pozostaną krótkotrwałe (chyba że dojdzie do przerwania dostaw ropy z Iraku).

W warunkach niskich stóp procentowych poszukiwanie rentowności skłania inwestorów instytucjonalnych do akumulacji w portfelach ryzyka związanego z wiarygodnością kredytową przedsiębiorstw. Bufory płynności zmniejszono, aby osiągnąć wyznaczone cele w zakresie zwrotów. Krytyczne połączenie dojrzewającego cyklu kredytowego i zmiany struktur rynkowych w kontekście zmian regulacyjnych może w przypadku gwałtownej wyprzedaży okazać się istotną przeszkodą dla inwestorów próbujących sprzedać posiadane aktywa.

Płynność finansowania dolarowego i kurcząca się dolarowa baza płynnościowa mogą spotęgować skutki zaostrzenia warunków finansowania i przenieść się na kraje, które otrzymują transgraniczne kredyty w USD.

Wpływ na rynki

- Negatywny w przypadku akcji i CNY.
- Pozytywny w przypadku USD, obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych i złota.

- Negatywny w przypadku aktywów ryzykownych.
- Obniżenie ratingu obligacji klasy inwestycyjnej BBB ze Stanów Zjednoczonych; wzrost odsetka niewypłacalności emitentów obligacji wysokodochodowych B-CCC z Europy i Stanów Zjednoczonych.
- Pozytywny w przypadku USD, obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych i złota.

- Globalna niestabilność finansowa.
- Negatywny w przypadku ropy naftowej, surowców podstawowych, walut krajów eksportujących surowce oraz obligacji z rynków wschodzących.
- Pozytywny w przypadku obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych i Niemiec oraz złota.

- Wzrost zmienności.
- Zakłócenia na rynkach w Stanach Zjednoczonych.
- Pozytywny w przypadku złota.

- Pozytywny w przypadku cen ropy i aktywów traktowanych jako bezpieczne przystanie (waluty i złoto).
- Negatywny w przypadku aktywów ryzykownych.

- Pozytywny w przypadku gotówki, obligacji skarbowych (Stany Zjednoczone, Europa) i złota.
- Negatywny w przypadku obligacji z rynków wschodzących, globalnych akcji, instrumentów wysokodochodowych, ropy i surowców podstawowych.

- Globalna niestabilność finansowa.
- Pozytywny w przypadku złota i obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych.
- Negatywny w przypadku aktywów ryzykownych (zwłaszcza na rynkach wschodzących).

KONTEKST MAKROEKONOMICZNY

Nasze przekonania i scenariusze

Zespół ds. badań makroekonomicznych

W tej sekcji przypominamy nasz scenariusz bazowy oraz scenariusze alternatywne.



SCENARIUSZ BAZOWY (PRAWDOPODOBIENSTWO 55%): Odporny popyt wewnętrzny i usługi pomimo niepewności co do polityki

- **Wolniejszy wzrost gospodarczy na świecie:** słabość gospodarcza obserwowana na całym świecie w okresie letnim z nielicznymi wyjątkami utrzymała się również u progu jesieni. Wyniki badań ankietowych i dane statystyczne z sektora przemysłowego nadal pokazują, że globalny sektor wytwórczy nadal ma problemy, chociaż porozumienie kończące pierwszą rundę negocjacji między Stanami Zjednoczonymi a Chinami może przynieść pewną ulgę. Popyt wewnętrzny pozostaje bardziej odporny przede wszystkim ze względu na konsumpcję gospodarstw domowych, która w dalszym ciągu pobudzana jest przez bardzo niską inflację, a w niektórych gospodarkach również przez dobrą sytuację na rynku pracy. Mimo to usługi okazały się bardziej odporne niż wytwórstwo.
- **Przewiduje się, że dynamika światowego handlu osiągnie najniższy poziom w pierwszej połowie 2020 r.:** tempo zmian wolumenu światowego handlu w ciągu ostatnich 18 miesięcy gwałtownie spadało z powodu protekcyjnej retoryki. Dotychczasowe szkody dla dynamiki globalnego handlu i gospodarki realnej nie zostaną łatwo i szybko naprawione, chociaż Stanom Zjednoczonym i Chinom udało się zawrzeć od dawna oczekiwane porozumienie kończące pierwszą rundę negocjacji. Oczekujemy bardzo powolnego ożywienia światowego handlu w 2020 r. W istocie, oczekuje się, że handel na razie pozostanie pod presją i w przyszłym roku będzie росł wolniej niż światowy PKB. Wpływ na gospodarkę różni się w zależności od regionu. Europejski eksport poważnie cierpi. Stany Zjednoczone stale postępują na drodze zastępowania importu (import komponentów i surowców przemysłowych zmniejszył się z 27% w 2007 r. do 18% całkowitego importu w 2019 r.). Rynki wschodzące próbują przekształcić wyzwania związane z napięciami w handlu w nowe szanse. Oczekuje się, że spowolnienie gospodarcze w Chinach wywrze negatywny wpływ na dynamikę globalnego handlu w krótkim terminie. Ponadto nie wolno nam nie doceniać roli odporności popytu krajowego w sytuacji, w której globalne przepływy handlowe i łańcuchy produkcyjne stają się coraz bardziej zintegrowane na szczeblu regionalnym.
- **Stany Zjednoczone:** stopniowy powrót do poziomu potencjalnego, z nieco wyższym ryzykiem pogorszenia sytuacji. Gospodarka amerykańska, pobudzona wysoce dostosowawczą polityką fiskalną w 2018 r., zaczęła zwalniać w drugiej połowie 2018 r. i kontynuowała to w kolejnych kwartałach. Po osiągnięciu maksimum na poziomie 3,2% r/r w II kw. 2018 r., wzrost PKB stopniowo wyhamował do ok. 2% w kontekście spowolnienia popytu krajowego będącego pochodną spowolnienia inwestycji w środki trwałe (na tle odpornej struktury wydatków na konsumpcję indywidualną). Spodziewamy się, że to stopniowe spowolnienie utrzyma się, ponieważ przedłużająca się słabość światowego handlu i wytwórstwa, nieco złagodzona przez porozumienie wieńczące pierwszą rundę negocjacji, może mieć trwalszy wpływ na gospodarkę po stronie inwestycji. Po stronie konsumpcji oznaki spowolnienia wzrostu łącznych dochodów z pracy mogą nieco ograniczyć konsumpcję indywidualną, która jednak tak czy inaczej ma pozostać głównym motorem wzrostu. W naszym scenariuszu zaufanie przedsiębiorstw i konsumentów, które ucierpiało w 2019 r., powinno się nieco ustabilizować, a nawet poprawić. Oczekuje się, że inflacja będzie stopniowo rosła, ale pozostanie umiarkowana. W tym otoczeniu polityka pieniężna nadal ma charakter wspierający, a my w dalszym ciągu przewidujemy cięcie stóp procentowych w tym roku. Uważamy, że *per saldo* ryzyko jest obecnie ponadprzeciętnie wysokie. Choć rozejm na froncie handlowym został osiągnięty, napięcia geopolityczne będą się utrzymywać, a w miarę zbliżania się wyborów prezydenckich może rosnąć niepewność polityczna. Choć nie spodziewamy się recesji, wątpliwości co do wydłużenia obecnego cyklu koniunkturalnego mogą się nasilić w ciągu najbliższych kilku kwartałów (przy mniejszym wsparciu ze strony polityki fiskalnej i spowolnieniu popytu krajowego).
- **Strefa euro:** gospodarka strefy euro nadal znajduje się pod presją, ponieważ w gospodarce światowej nadal panuje niepewność, chociaż ostatnio nastroje na froncie handlowym Stany Zjednoczone-Chiny poprawiły się. Strefa euro odnotowała spadek popytu zewnętrznego, a sektor wytwórczy poważnie ucierpiał, co stwarza pytanie o to, czy dochodzi do efektu domina w usługach i innych istotnych sektorach. Oczekiwania dotyczące fundamentów gospodarczych zaczęły się jednak stopniowo poprawiać w kontekście dość odpornych krajowych czynników wzrostu — w gospodarce pojawiły się też pozytywne niespodzianki. W tym kontekście oczekujemy, że w latach 2020–2021 wzrost gospodarczy w strefie euro ustabilizuje się na poziomie zbliżonym do potencjalnego, w miarę stopniowego rozwiązywania problemów sektora wytwórczego i stabilizacji globalnego handlu — choć „nowa normalność” będzie oznaczać stan sytuację gorszą niż w przeszłości. Popyt krajowy powinien w dalszym ciągu być wspierany przez zasadniczo zdrowy rynek pracy, charakteryzujący się połączeniem niskiego bezrobocia i umiarkowanego wzrostu wynagrodzeń. Czynniki te stanowią wsparcie dla konsumpcji gospodarstw domowych, która ma być głównym motorem wzrostu gospodarczego. Inwestycje powinny korzystać ze stabilnego otoczenia gospodarczego, a ich ewentualny wzrost mógłby mieć związek z wdrożeniem nowego programu Komisji Europejskiej o nazwie „Europejski Zielony Ład”. Sygnały świadczące o możliwości wprowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej ograniczają się do poszczególnych krajów i jak dotąd nie sugerują koordynacji działań. Dalsza presja pozostaje teoretycznie możliwa, zwłaszcza w przypadku pogorszenia się sytuacji gospodarczej i trudności z powrotem ożywienia. Ponieważ stabilizacja wzrostu przekłada się na bardzo stopniowy wzrost inflacji, w obecnym kontekście nie oczekujemy od EBC dalszego łagodzenia polityki monetarnej.

■ **Wielka Brytania:** Zwycięstwo Partii Konserwatywnej w wyborach z 12 grudnia umożliwiło ratyfikowanie wynegocjowanego z UE w październiku porozumienia w sprawie opuszczenia Unii, co otworzyło drzwi do sprawnego Brexitu 31 stycznia. Okres przejściowy pozwoli Wielkiej Brytanii na utrzymanie większości dostępu do jednolitego rynku europejskiego do końca 2020 r. W okresie przejściowym negocjowane będą przyszłe stałe ramy dotyczące stosunków handlowych między Wielką Brytanią a UE, w tym umowa o wolnym handlu i przepisy dotyczące usług. Tak czy inaczej, termin jest bardzo napięty, ponieważ Wielka Brytania poinformowała, że nie chce go przedłużać. Niepewność co do zdolności negocjatorów do osiągnięcia porozumienia może podsycać obawy przed szokiem handlowym pod koniec 2020 r. (towarzyszącym nagłej odmowie dostępu Wielkiej Brytanii do rynku UE). Spodziewamy się jednak, że zwycięży pragmatyzm i niezależnie od tego, jak twarde stanowiska przedstawiają negocjatorzy, osiągnięte zostanie porozumienie pozwalające przynajmniej na utrzymanie swobodnego obrotu większością towarów.

■ **Ceny ropy:** Ceny ropy naftowej, które wzrosły po atakach w Iraku i w bezpośrednim następstwie działań militarnych/odwetów, mogą tymczasowo wzrosnąć jeszcze bardziej, ponieważ nie można wykluczyć intensyfikacji konfliktu. Jednakże, o ile nie dojdzie do pełnej eskalacji działań wojennych, połączonej z zakłóceniami wydobycia ropy naftowej w Iraku, trwały, istotny wzrost cen ropy jest mało prawdopodobny, ponieważ pozostali producenci są już w stanie skompensować wpływ tymczasowych wahań podaży. W szczególności wydobycie ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych jest bardziej elastyczne niż w przeszłości — okazywało się bardzo odporne, co sprawia, że ropa naftowa jest mniej niż niegdyś narażona na zakłócenia w dostawach.

■ **Banki centralne:** powrót do postawy wyczekiwania w gospodarkach rozwiniętych.

- **Fed:** Perspektywy niewielkiego wzrostu inflacji oznaczają utrzymanie w przyszłości gołębiego stanowiska. Fed utrzymuje swoje tendencje łagodzące, pomimo przyjęcia podejścia w większym stopniu opartego na danych. Zgodnie z oczekiwaniami rynku, naszym głównym scenariuszem jest kolejna obniżka stóp procentowych w 2020 r. w celu utrzymania dostosowawczych warunków finansowych i wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych.

- **EBC:** W kontekście stabilizacji wzrostu i inflacji, które stopniowo zmierzają we właściwym kierunku, a także w roku przeglądu strategicznego EBC, nie oczekujemy żadnej poważnej zmiany polityki, chyba że zmieni się istotnie obraz makroekonomiczny. Program QE2 właśnie się rozpoczął, a w perspektywie krótkoterminowej nie oczekuje się żadnych nowych istotnych działań.

Oczekujemy, że o ile nie dojdzie do istotnego pogorszenia się obrazu makroekonomicznego, EBC utrzyma swoje stopy procentowe przez następne 12 miesięcy, ponieważ kolejna obniżka wygląda na wysoce utrudnioną, biorąc pod uwagę bardzo ograniczone pole manewru związane z ryzykiem dodatkowych negatywnych skutków dla systemu bankowego.

- **Bank Japonii:** Bank Japonii może jeszcze rozważyć dodatkowe złagodzenie w 2020 r., jeśli ryzyko geopolityczne ponownie wzrośnie, a jen istotnie się umocni. Spodziewamy się jednej obniżki stóp procentowych o 10 p.b. ciągu najbliższych 12 miesięcy, po spełnieniu dwóch warunków. Po pierwsze, obniżeniu docelowego poziomu krótkoterminowych stóp procentowych musi towarzyszyć dostosowanie trójwarstwowej struktury depozytów bieżących Banku Japonii w celu złagodzenia negatywnych skutków dla instytucji finansowych. Po drugie, Bank Japonii oczywiście nie dopuści do spadku na dłuższym końcu krzywej, aby zabezpieczyć jej nachylenie.

- **Bank Anglii:** Wydaje się, że Bank Anglii nadal dość zdecydowanie podkreśla, iż polityka pieniężna może reagować w obu kierunkach na zmiany perspektyw gospodarczych w celu zapewnienia trwałego powrotu inflacji do poziomu 2%. O ile publikowane dane będą nadal potwierdzać prognozy banku centralnego, naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na najbliższe 12 miesięcy jest utrzymanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie.



SCENARIUSZ URZECZYWISTNIENIA CZYNNIKÓW RYZYKA (30%): powszechny efekt domina w obszarze popytu wewnętrznego

■ Wojna handlowa eskaluje i skutkuje głębszym załamaniem światowego handlu, załamaniem wytwórstwa (z efektem domina w sektorze usług) oraz wojną walutową. Rozwija się recesja spowodowana globalizacją.

■ Nasilenie czynników ryzyka o charakterze lokalnym (Bliski Wschód, Hongkong, wybory w Stanach Zjednoczonych), „twarde lądowanie” w Chinach w kontekście niezdolności polityki mix do wspierania stopniowego spowolnienia gospodarczego, z regionalnymi i globalnymi skutkami dla wzrostu gospodarczego i stabilności makroekonomicznej.



OPTYMISTYCZNY SCENARIUSZ RYZYKA (15%): umiarkowane ponowne przyspieszenie globalnego wzrostu gospodarczego w 2020 r.

■ Wsparcie ze strony polityki fiskalnej silniejsze niż przewidywano zarówno w Europie (Niemcy i Holandia), jak i (ewentualnie) w Stanach Zjednoczonych; nieoczekiwany skoordynowany bodziec fiskalny na szczeblu strefy euro — taki rozwój sytuacji mógłby ograniczyć ryzyko dzięki wsparciu dla polityki monetarnej ze strony środków fiskalnych.

■ Europa: znaczny postęp w zakresie architektury finansowej (unia rynków kapitałowych, unia bankowa i elastyczne zasady fiskalne) mógłby stworzyć lepsze ramy dla rozwoju inwestycji, stabilizując oczekiwania i usprawniając przełożenie polityki pieniężnej na gospodarkę realną.

■ Rzeczywista deeskalacja konfliktu między Chinami i Stanami Zjednoczonymi, z sensowną umową handlową.

Obraz makroekonomiczny w podziale na regiony

Zespół ds. badań makroekonomicznych

Sfinalizowano dn. 30.01.2020

Stany Zjednoczone

Wzrost w Stanach Zjednoczonych spowalnia, niepewność przenosi się ze sfery handlu do sfery polityki

- Popyt krajowy nadal spowalnia, a wydatki inwestycyjne zostają dotknięte bardziej niż konsumpcja prywatna. Badania klimatu biznesowego pokazują, że usługi są odporne, ale wytwórstwo wciąż cierpi — ostatnio pojawiają się jednak oznaki mogące świadczyć o docieraniu do dna cyklu.
- Czynniki sezonowe i efekt bazy przełożyły się na wysoki poziom sprzedaży detalicznej w grudniu, ale ogólna konsumpcja powinna nadal stopniowo maleć. Poziom zaufania konsumentów odpowiada przyzwoitemu wzrostowi konsumpcji w najbliższym czasie, jednak oznaki świadczące o możliwości spowolnienia wzrostu łącznego poziomu dochodów sugerują raczej umiarkowany poziom konsumpcji w bardziej odległej przyszłości. Na froncie inwestycyjnym plany wydatków uległy znacznemu ograniczeniu, choć pojawiło się kilka oznak mogących świadczyć o zbliżaniu się dna cyklu.
- Inflacja pozostaje łagodna, choć w najbliższym czasie można spodziewać się pewnego wzrostu (inflacja bazowa i główny wskaźnik inflacji na poziomie 2,3%) — niemniej inflacja bazowa PCE (1,6% r/r) pozostaje zbliżona do celu Rezerwy Federalnej, nie przekraczając go.
- Fed uważa swoje stanowisko w zakresie polityki monetarnej za właściwe i dobrze skalibrowane, aby wspierać umiarkowany wzrost gospodarczy i odporność rynku pracy. Ponieważ jednak spodziewamy się pewnego rozczarowania wzrostem gospodarczym, oczekujemy kolejnego cięcia stóp w 2020 r.

CZNNIKI RYZYKA

- Porozumienie wieńczące pierwszą rundę negocjacji może pomóc w krótkiej perspektywie czasowej, jednak uważamy, że wcześniejsze działania handlowe miały istotny wpływ na gospodarkę, a ich skutki będą stopniowo stawać się coraz bardziej widoczne.
- Niepewność polityczna dotycząca programu kandydata Partii Demokratycznej.
- Rozwój sytuacji geopolitycznej może stanowić zagrożenie dla wzrostu cen ropy naftowej, jeżeli będzie generować trwałe szok podaży, wpływając na nasze perspektywy inflacyjne.

Strefa euro

Docieramy do dna

- Wzrost PKB w III kwartale (+0,2% w ujęciu kwartalnym, 1,2% r/r) okazał się nieco lepszy niż oczekiwano; aktywność gospodarcza była wspierana przez konsumpcję indywidualną, natomiast inwestycje w środki trwałe spowolniły do umiarkowanego tempa po bardzo dobrych wynikach w II kwartale.
- Badanie ankietowe dotyczące akcji kredytowej banków w IV kwartale potwierdza względną siłę sektora konsumpcyjnego, z silnym popytem netto ze strony gospodarstw domowych we wszystkich krajach. Chociaż warunki i standardy pozostają zasadniczo niezmiennione, łączny popyt na kredyty dla przedsiębiorstw pozostaje natomiast słaby.
- Wstępny odczyt zagregowanego wskaźnika PMI dla strefy euro w styczniu pozostał stabilny — było to następstwem poprawy sytuacji w sektorze wytwórczym i pogorszenia w sektorze usługowym, co uzasadnia monitorowanie rozwoju zdarzeń.
- Choć inflacja nadal nie była wysoka, pod koniec roku wzrosła — zarówno inflacja bazowa, jak i główny wskaźnik inflacji osiągnęły poziom 1,3% r/r.
- W tym kontekście oczekujemy, że EBC w tym roku będzie nadal wstrzymywać się z podejmowaniem działań, o ile tylko gospodarki będą rozwijać się zgodnie ze scenariuszem stopniowego ożywienia/stabilizacji, a sprzyjające warunki finansowe utrzymają się.

CZNNIKI RYZYKA

- Podpisanie porozumienia wieńczącego pierwszą rundę negocjacji handlowych powinno pozytywnie wpłynąć na nastroje, choć z publikowanych danych wynika, że globalne przepływy handlowe nadal wyraźnie spadają. Sektor zewnętrzny może nadal ciężać gospodarkę.
- Krajowe napięcia polityczne mogą jeszcze wzrosnąć w ciągu roku.
- Brak planów strategicznych, a także projektów i wdrożeń reform ze względu na rozdrobnienie polityczne.
- Chociaż gdy ryzyko związane z twardym Brexitem zostało wyeliminowane, ryzyko związane z zakończeniem okresu przejściowego utrzymuje się.

Wielka Brytania

Wzrost jest napędzany przez wydatki publiczne, ale spowalniany przez niepewność co do tego, co stanie się po 2020 r.

- Brexit „poszedł gładko” w dniu 31 stycznia 2020 r. Najnowsze sygnały ekonomiczne są mieszane.

CZNNIKI RYZYKA

- Szok handlowy pod koniec 2020 r., jeżeli do tego czasu nie uda się zawrzeć umowy o wolnym handlu z UE.

Obraz makroekonomiczny w podziale na regiony

Sfinalizowano dn. 30.01.2020

Wielka Brytania

CZYNNIKI RYZYKA

- Zwiększone wydatki publiczne planowane przez rząd konserwatystów powinny stanowić bodziec dla wzrostu gospodarczego.
- Niepewność dotycząca przyszłych ram handlowych w stosunkach z UE (po zakończeniu okresu przejściowego z końcem 2020 r.) będzie jednak nadal utrudniać inwestycje.

Japonia

CZYNNIKI RYZYKA

Obawy związane z wirusem utrudniają ponowne przyspieszenie w stosunku do minimum z IV kw. 2019 r.

- Wydatki konsumpcyjne zaczęły wreszcie wykazywać oznaki wychodzenia ze słabości spowodowanej podwyżką VAT-u, po tym jak gospodarstwa domowe zrealizowały rekompensatę fiskalną mającą na celu popularyzację płatności gotówkowych oraz pomoc w opiece nad dziećmi. Eksport przestał spadać, ponieważ popyt na urządzenia elektroniczne z Chin nabrał tempa.
- Parlament zatwierdził budżet uzupełniający na rok finansowy 2019, obejmujący część wprowadzonego niedawno sporego pakietu gospodarczego. W międzyczasie wzrost bazy monetarnej przyspieszył, ponieważ Bank Japonii wstrzymał od grudnia zmniejszanie skali skupu krajowych obligacji skarbowych.
- Wybuch epidemii koronawirusa szkodzi jednak napływowi turystów — zwłaszcza teraz, gdy jedna trzecia zagranicznych turystów pochodzi z Chin kontynentalnych, które zwykle obchodzą w tym terminie Nowy Rok Księżycowy. Zakłócenia w łańcuchach dostaw mogą pogłębić problemy w przemyśle samochodowym, który już teraz boryka się ze słabą sprzedażą.

- Głębokość, czas trwania i rozproszenie epidemii koronawirusa.
- Jen japoński ulega szybkiej aprecjacji, przyciągając niechętnych ryzyku inwestorów.
- Popyt konsumencki nie ożywia się w następstwie „anemicznych” wiosennych negocjacji płacowych.

Chiny

CZYNNIKI RYZYKA

- W grudniu większość monitorowanych danych gospodarczych odbiła się od dna (stabilny sektor nieruchomości i inwestycje infrastrukturalne). Odczyt PKB za IV kw. 2019 r. zgodnie z oczekiwaniami osiągnął poziom 6,0% r/r. Niezależnie od odbicia, nagłe rozprzestrzenianie się koronawirusa z Wuhan stanowi poważne zagrożenie dla krajowego wzrostu gospodarczego.
- Główny wskaźnik inflacji utrzymał się w grudniu na poziomie 4,5% r/r, a ceny żywności zmieniły się w niewielkim stopniu.
- Kombinacja polityki fiskalnej i monetarnej po raz kolejny okazała się tylko w niewielkim stopniu wspierająca: na początku roku stopę rezerw obowiązkowych obniżono o 50 p.b., podczas gdy główną stopę kredytową utrzymano w styczniu na niezmiennym poziomie 4,15%.
- Mimo to racjonalne jest oczekiwanie, że wpływ wirusa będzie zanikać wraz z końcem zimy — stopniowo wprowadzane kwarantanny i zakazy podróży oraz czas ich trwania zdecydują o tym, jak bardzo spowolni wzrost gospodarczy Chin, a także (w znacznie większym stopniu niż 2003 r.) całego świata.

- Poprawa dynamiki makroekonomicznej w Chinach jest równoważona przez negatywne wiadomości związane z rozprzestrzenianiem się koronawirusa.
- Wciąż wysoka inflacja z malejącym udziałem składnika żywnościowego.
- Polityka fiskalna i monetarna jest nadal umiarkowanie wspierająca.

Azja (bez JP i CH)

CZYNNIKI RYZYKA

- Warunki gospodarcze w regionie poprawiły się dzięki wzrostowi eksportu z krajów takich jak Korea Południowa, Tajwan i Chiny, w dużym stopniu narażonych na wpływ sektora półprzewodników.
- Inflacja w regionie pozostała bardzo korzystna, choć w grudniu zasadniczo wzrosła. Godne uwagi dane grudniowe po raz kolejny pochodzą z Indii i Chin, z wysokim udziałem komponentów koszyka spożywczego, wynoszącym odpowiednio 7,4% r/r i 4,5% r/r.
- W styczniu bank centralny Malezji (BNM) niespodziewanie obniżył swoją referencyjną stopę procentową o 25 p.b., do 2,75%, w związku z obawami dotyczącymi wzrostu gospodarczego i zewnętrznych zagrożeń dla niego.
- Przewiduje się, że rozprzestrzenianie się koronawirusa poza granice Chin będzie mieć negatywny wpływ na kraje ościennie, a w szczególności te, do których napływają duże ilości turystów, takie jak Tajlandia i Wietnam.

- Poprawa dynamiki makroekonomicznej w związku z eksportem półprzewodników.
- Inflacja nadal bardzo łagodna, choć w Chinach i w Indiach wysoka.
- Bank centralny Indii obniżył główną stopę o 25 p.b.
- Rozprzestrzenianie się koronawirusa będzie mieć wpływ na kraje ościennie, takie jak Tajlandia i Wietnam.

Obraz makroekonomiczny w podziale na regiony

Sfinalizowano dn. 30.01.2020

Ameryka Łacińska

- Dynamika makroekonomiczna w regionie pozostała stabilna i umiarkowanie pozytywna. Dynamika makroekonomiczna w Brazylii w pewnym sensie ustabilizowała się, ale pozostaje pozytywna – podobnie wygląda sytuacja w Kolumbii. PKB Meksyku spadł w IV kwartale mniej niż oczekiwano, o 0,3% r/r wobec prognozy spadku o 0,5% r/r.
- Inflacja wzrosła w Brazylii w grudniu do 4,3% r/r z 3,3% r/r w listopadzie. Głównym motorem jej wzrostu był komponent spożywczy, którego udział to 1,3% r/r. Po dwóch miesiącach odczytów poniżej 50% r/r inflacja w Argentynie ponownie wzrosła w grudniu do 50,6% r/r.
- Banki centralne w regionie nadal wstrzymywały się z działaniem, a prezes banku brazylijskiego zapowiedział możliwość dalszego umiarkowanego łagodzenia polityki monetarnej.
- Rozmowy między rządem Argentyny a MFW rozpoczęły się od tematu restrukturyzacji zadłużenia w celu uniknięcia niewypłacalności. Szczegółowy harmonogram ma zostać opublikowany do lutego. 29 stycznia prezydent Stanów Zjednoczonych podpisał USMCA, umowę handlową zastępującą porozumienie NAFTA.

CZNNIKI RYZYKA

- Dynamika gospodarcza ogólnie umiarkowanie pozytywna.
- Inflacja jest zasadniczo umiarkowana. Brazylijska inflacja CPI wzrosła w związku z wysokimi cenami żywności.
- Banki centralne z regionu nadal wstrzymują się z działaniem.
- Porozumienie USMCA zostało podpisane, a Argentyna rozpoczęła rozmowy z MFW.

EMEA (Europa, Środkowy Wschód i Afryka)

Rosja: Oczekuje się, że realny wzrost PKB spowolni do 1,2%. Oczekuje się jednak, że wzrost gospodarczy przyspieszy w 2020 r. i w perspektywie średnioterminowej dzięki znaczącemu programowi wydatków na infrastrukturę w latach 2019–2024 oraz środowisku niskich stóp procentowych.

- Pomimo zagrożenia ewentualnymi sankcjami Stanów Zjednoczonych sytuacja makroekonomiczna pozostaje korzystna. W 2019 r. Rosja należy do nielicznych gospodarek wschodzących, które odnotowują „podwójną nadwyżkę”, gromadząc jednocześnie aktywa w swoim Narodowym Funduszu Bogactwa.
- W grudniu Centralny Bank Rosji ponownie obniżył swoją główną stopę, tnąc ją o 50 p.b., do 6,25%. W najbliższych 12 miesiącach spodziewamy się dwóch cięć o 25 p.b., biorąc pod uwagę spowolnienie inflacji.

Republika Południowej Afryki: bank centralnie nieoczekiwanie obniża stopę procentową

- Pomimo trudnych warunków związanych z odpływem kapitału i presją kursową spowodowaną obawami fiskalnymi i kiepskimi perspektywami wzrostu gospodarczego bank centralny na pierwszym tegorocznym posiedzeniu obniżył swoją stopę o 25 p.b., do 6,25%. Decyzja ta została umotywowana korektą w dół prognoz wzrostu PKB i inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych na 2020 r. W najbliższych miesiącach nie spodziewamy się większego rozluźnienia w związku z obecnym wzrostem awersji do ryzyka.

Turcja: grudniowe odbicie inflacji nie zmieniło stanowiska w zakresie polityki pieniężnej

- Pomimo grudniowego odbicia inflacji turecki bank centralny w styczniu ponownie obniżył swoją stopę procentową o 75 p.b., do 11,25% (zgodnie z konsensusem). Bank opowiedział się za wspieraniem wzrostu gospodarczego, wskazując, że ścieżka inflacji była zgodna z jej prognozami na poziomie 8,2% r/r do końca 2020 r. Komunikat prasowy zawiera tylko drobne zmiany zapowiadające dalsze cięcia stóp.

CZNNIKI RYZYKA

- Spadek cen ropy, zaostrzenie sankcji USA i dalsze napięcia geopolityczne.
- Zwiększona niechęć do podejmowania ryzyka, ryzyko obniżenia ratingu państwa, rosnące potrzeby socjalne oraz utrzymanie poślizgu fiskalnego w przypadku braku reform.
- Nadmierne łagodzenie polityki banku centralnego, luźna polityka fiskalna, eskalacja napięć geopolitycznych i spowolnienie aktywności w strefie euro.

Prognozy makroekonomiczne i rynkowe

Prognozy makroekonomiczne

(wtorek, 4 lutego 2020)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Stany Zjednoczone	2,3	1,9	1,8	1,8	2,2	2,1
Japonia	1,2	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
Strefa euro	1,2	1,0	1,2	1,2	1,2	1,5
Niemcy	0,6	0,7	1,1	1,5	1,5	1,5
Francja	1,2	1,1	1,3	1,3	1,3	1,5
Włochy	0,2	0,2	0,4	0,7	0,8	1,2
Hiszpania	2,0	1,5	1,5	0,7	1,2	1,2
Wielka Brytania	1,3	1,1	1,4	1,8	2,2	2,1
Brazylia	1,1	1,7	1,8	3,7	4,6	4,6
Meksyk	-0,1	0,8	1,2	3,6	3,4	3,4
Rosja	1,3	1,7	2,5	4,7	3,2	4,0
Indie	5,1	5,1	5,6	3,7	5,9	4,2
Indonezja	5,0	5,0	5,1	3,0	3,1	3,8
Chiny	6,2	5,6	5,7	2,9	3,4	1,7
RPA	0,3	0,8	1,0	4,6	4,1	4,9
Turcja	0,2	1,8	2,2	15,6	11,3	9,8
Kraje rozwinięte	1,7	1,4	1,5	1,5	1,7	1,7
Kraje wschodzące	4,1	4,1	4,4	4,0	4,4	3,4
Świat	3,1	3,0	3,3	3,0	3,3	2,8

Źródło: Amundi Research

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	29.01.2020	Amundi + 6 m.	Konsensus II kw. 2020 r.	Amundi + 12m.	Konsensus IV kw. 2020 r.
Stany Zjednoczone	1,75	1,50	1,60	1,50	1,55
Strefa euro	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Japonia	-0,1	-0,2	-0,11	-0,2	-0,06
Wielka Brytania	0,75	0,75	0,81	0,75	0,95

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 10-letnich

	29.01.2020	Amundi + 6 m.	Forward + 6 m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
Stany Zjednoczone	1,57	1,30/1,50	1,60	1,30/1,50	1,63
Niemcy	-0,586	-0,70/-0,50	-0,58	-0,70/-0,50	-0,57
Japonia	-0,136	-0,30/-0,20	-0,13	-0,30/-0,20	-0,14
Wielka Brytania	0,474	0,40/0,60	0,39	0,40/0,60	0,44

Rentowności obligacji 10-letnich

	29.01.2020	Amundi + 6 m.	Forward + 6 m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
Stany Zjednoczone	1,84	1,70/1,90	1,90	1,50/1,70	1,96
Niemcy	-0,17	-0,20/0,00	-0,13	-0,40/-0,20	-0,08
Japonia	0,00	-0,10/0,10	0,03	-0,10/0,10	0,06
Wielka Brytania	0,74	0,80/1,00	0,81	0,80/1,00	0,87

Prognoza dla walut

	30.01.2020	Amundi + 6 m.	Konsensus II kw. 2020 r.	Amundi + 12m.	Konsensus IV kw. 2020 r.
EUR/USD	1,10	1,13	1,13	1,14	1,16
USD/JPY	109	107	108	105	107
EUR/GBP	0,84	0,86	0,85	0,86	0,85
EUR/CHF	1,07	1,12	1,11	1,10	1,12
EUR/NOK	10,13	9,79	9,83	9,91	9,70
EUR/SEK	10,63	10,50	10,50	10,44	10,40
USD/CAD	1,32	1,30	1,31	1,27	1,30
AUD/USD	0,67	0,69	0,69	0,69	0,70
NZD/USD	0,65	0,65	0,66	0,67	0,67
USD/CNY	6,91	7,05	7,00	7,10	6,93

Ostatnie publikacje

RAPORTY ROBOCZE



A Note on Portfolio Optimization with Quadratic Transaction Costs

Pierre CHEN, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU — Badania ilościowe

Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — Badania ilościowe

Forecasting Combination: An Application For Exchange Rates

Elisa BAKU — Paris School of Economics, Edmond LEZMI — Badania ilościowe

Do universal owners vote to curb negative corporate externalities?

An empirical analysis of shareholder meetings

Marie BRIÈRE — Amundi, Sébastien POUGET — Toulouse School of Economics, Loredana URECHE-RANGAU — CRIISEA, University of Picardie Jules Verne

Factor Investing in Currency Markets: Does it Make Sense?

Elisa BAKU — Badania ilościowe, Roberta FORTES — University of Paris 1, Karine HERVÉ — Economic Research, Edmond LEZMI — Badania ilościowe, Hassan MALONGO — Convexity Solutions, Thierry RONCALLI — Badania ilościowe, Jiali XU — Badania ilościowe — Amundi

ARTYKUŁY DYSKUSYJNE



FX wars, currency wars & money wars

Part 2: Fiat Money vs. Cryptocurrencies Private vs. Public digital currencies...

Philippe ITHURBIDE — Starszy ekonomista — Amundi

FX wars, currency wars & money wars

Part 1: FX wars vs. currency wars USD vs. EUR vs. RMB vs. ...

Philippe ITHURBIDE — Starszy ekonomista — Amundi

ESG investing in recent years new insights from old challenge

Angelo DREI — Badania ilościowe, Théo LE GUENEDAL — Badania ilościowe, Frédéric LEPETIT — Badania ilościowe, Vincent MORTIER — Zastępca szefa Grupy ds. inwestycji, Thierry RONCALLI — Szef ds. badań ilościowych, Takaya SEKINE — Badania ilościowe

Buybacks – A multi-perspective review and thoughts on best practices for company buyback policies

Craig STERLING — Dyrektor ds. akcji głównych i Szef ds. badań rynku akcji, US, Ibra WANE — Starszy specjalista ds. strategii rynków akcji

ARTYKUŁY TEMATYCZNE



U.S. inflation... what's up

Annalisa USARDI — Starszy ekonomista — Amundi

Italy: few ambitions from the new budget framework

Annalisa USARDI — Starszy ekonomista, Badania makroekonomiczne

French pension reform (an update)

Valérie LETORT — Strategia instrumentów stałodochodowych — Amundi — Amundi

France: the reform momentum stays alive after the Yellow Vest crisis

Tristan PERRIER — Badania makroekonomiczne — Amundi

Turkey: inflation, exchange rate's pass-through and monetary policy

Karine HERVÉ — Badania makroekonomiczne — Amundi

[illegible]

Amundi Research Center

Strategie odgórne

Alokacja aktywów

Strategie oddolne

Obligacje korporacyjne

Instrumenty stałodochodowe



Waluty

Rynki pieniężne

Akcje

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

Polityka monetarna

Prognozy

Strategie inwestycyjne

Analizy ilościowe

Rynki wschodzące

Obligacje skarbowe

Private equity

Nieruchomości

Instrumenty wysokodochodowe

Informacje MSCI 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. Żadne z informacji MSCI nie stanowią porad inwestycyjnych ani rekomendacji do podjęcia (lub powstrzymania się od) jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, a ponadto nie należy na nich polegać w tym celu. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Informacje MSCI są dostarczane bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. MSCI, każda z jej jednostek stowarzyszonych oraz wszystkie pozostałe osoby zaangażowane w gromadzenie, obliczanie lub tworzenie dowolnych informacji MSCI (zwane łącznie „Stronami MSCI”) wyrażnie wykluczając wszelkie gwarancje (w tym m.in. gwarancje oryginalności, precyzji, kompletności, terminowości, braku naruszeń, pokupności oraz przydatności do określonego celu) w odniesieniu do tych informacji. Bez uszczerbku dla któregośkolwiek z powyższych postanowień zastrzega się, że żadna ze Stron MSCI nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody bezpośrednie, pośrednie, wymierne, uboczne lub wynikowe (w tym m.in. utracone korzyści), jak również za nawiązki. (www.msicbarra.com).

W Unii Europejskiej niniejszy dokument przeznaczony jest wyłącznie dla inwestorów „profesjonalnych” zgodnie z definicją w Dyrektywie 2004/39/WE z dn. 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych („MIFID”), do dostawców usług inwestycyjnych, a także wszelkich pozostałych profesjonalistów z sektora finansowego, jak również — w zależności od ujęcia w poszczególnych przepisach krajowych oraz w Szwajcarii — „inwestorów wykwalifikowanych” w rozumieniu postanowień szwajcarskiej Ustawy o planach inwestowania zbiorowego z dn. 23 czerwca 2006 r. (CISA), szwajcarskiego Rozporządzenia w sprawie planów inwestowania zbiorowego z dn. 22 listopada 2006 r. (CISO) oraz Okólnika 08/8 szwajcarskiego Urzędu Nadzoru nad Rynkiem Finansowym FINMA w sprawie publicznej reklamy wydanego na podstawie przepisów w sprawie planów inwestowania zbiorowego z dnia 20 listopada 2008 r. Niniejszy materiał nie może być w żadnym wypadku rozpowszechniany w Unii Europejskiej wśród inwestorów innych niż „profesjonalni” w rozumieniu MIFID lub w rozumieniu poszczególnych przepisów krajowych, ani w Szwajcarii wśród inwestorów niespełniających definicji „inwestorów wykwalifikowanych” przewidzianej w obowiązujących ustawach i rozporządzeniach. Niniejszy dokument nie jest przeznaczony dla obywateli lub mieszkańców Stanów Zjednoczonych Ameryki ani dla jakichkolwiek osób spełniających definicję „U.S. Person” zamieszczoną w Rozporządzeniu S Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) wydanym na mocy ustawy Securities Act Stanów Zjednoczonych z 1933 r. Niniejszy dokument nie stanowi oferty zakupu ani zachęty do sprzedaży jakiegokolwiek produktu i nie powinien być uważany za bezprawną próbę pozyskania klienta lub poradę inwestycyjną. Amundi nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności — ani pośredniej, ani bezpośredniej — która może wyniknąć z posługiwania się informacjami zawartymi w niniejszym materiale. Amundi nie może ponosić żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale ani za jakiegokolwiek dokonane na ich podstawie inwestycje. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie zostają Państwu ujawnione jako poufne i nie powinny być kopiowane, reproduktowane, modyfikowane, tłumaczone ani rozpowszechniane bez uprzedniej pisemnej zgody Amundi wśród jakichkolwiek osób lub podmiotów trzecich w jakimkolwiek kraju lub jurysdykcji, jeśli miałyby to narazić Amundi lub którykolwiek z „Funduszy” na konieczność spełnienia jakichkolwiek wymogów dotyczących rejestracji w tych jurysdykcjach lub jeśli mogłoby to zostać uznane za niezgodne z prawem. W związku z tym niniejszy materiał przeznaczony jest do rozpowszechniania wyłącznie w jurysdykcjach, w których jest ono dozwolone, a także wśród osób, które mogą otrzymać go bez naruszania obowiązujących wymogów prawnych lub regulacyjnych. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie uważane są za rzetelne na dzień publikacji podany na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Dane, opinie i oszacowania mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Przysługuje Państwu prawo do otrzymania informacji o przechowywanych przez nas Państwa danych osobowych. Mogą Państwo uzyskać kopię takich przechowywanych przez nas dotyczących Państwa informacji, wysyłając e-mail na adres info@amundi.com. Jeśli sądzą Państwo, że jakiegokolwiek posiadane przez nas informacje o Państwie są nieprawidłowe, prosimy o kontakt z nami pod adresem info@amundi.com.

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

Zdjęcia: iStock/Getty Images Plus - Alexander Spatari

Redaktor naczelny**BLANQUÉ Pascal**, Szef Grupy ds. Inwestycji**Redaktor****DEFEND Monica**, Globalny Szef ds. Badań**Zastępca redaktora****BOROWSKI Didier**, Szef ds. Poglądów Globalnych**Koncepcja i produkcja****BERGER Pia**, Badania i strategia makroekonomiczna**PONCET Benoît**, Badania i strategia makroekonomiczna