

Institute

Nr 3
Marzec
2022

CROSS ASSET

Investment Strategy

POGLĄDY CIO

**Wysoka inflacja i napięcia geopolityczne:
ograniczanie ryzyka**

INSTYTUT AMUNDI

Ukraina – raport specjalny

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 3 - marzec 2022

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Wysoka inflacja i napięcia geopolityczne: ograniczanie ryzyka

s. 3

Eskalacja napięć geopolitycznych pod koniec miesiąca sygnalizuje dalszy wzrost zmienności, mimo że Fed i EBC już wcześniej wykazywały jastrzębie nastawienie. Sugerujemy bardziej ostrożne podejście do obligacji korporacyjnych w kontekście rosnącego ryzyka płynności i mniej atrakcyjnego profilu ryzyko/zysk dla obligacji korporacyjnych w porównaniu z akcjami. Jeśli chodzi o durację, utrzymujemy nastawienie zasadniczo defensywne, ale zalecamy dalszą aktywność na wszystkich krzywych, uwzględniając status bezpiecznej przystani obligacji skarbowych, takich jak te emitowane przez Stany Zjednoczone. Z drugiej strony, w przypadku akcji w kontekście przerwy należy kontynuować rotację do segmentu „wartości” i „jakości”, ale inwestorzy powinni też wzmacniać stosowane zabezpieczenia. Ogólnie rzecz biorąc, zalecana jest dobrze zdywersyfikowana pozycja z solidnymi zabezpieczeniami.

Instytut Amundi

Instytut Amundi: zaczyna się nowa podróż

s. 4

Inwestorzy oczekują bardziej pogłębionego dialogu i wyrafinowanego doradztwa w celu zbudowania bardziej odpornych portfeli, biorąc pod uwagę wiele zmian strukturalnych zachodzących w takich obszarach jak inflacja, środowisko naturalne czy geopolityka.

Instytut Amundi

Ukraina – raport specjalny

s. 8

Przedmowa

Anatomia kryzysu

s. 9

Punkt wyjścia

s. 9

Czego się spodziewać?

s. 13

Wy pytacie, my odpowiadamy

s. 16

Nasze odpowiedzi na najważniejsze pytania dotyczące kryzysu ukraińskiego

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 20
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 21
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 22

Perspektywa makroekonomiczna

> Prognozy makroekonomiczne i rynkowe	s. 23
> Zastrzeżenie dotyczące naszych prognoz/metodologii	s. 24
> Nasze publikacje	s. 25

Portfele zróżnicowane

Dostosowanie do rosnącego ryzyka, wzmacnianie zabezpieczeń

s. 5

Oczekujemy na większą jasność w kwestii polityki monetarnej i ewolucji napięć geopolitycznych — uważamy też, że należy zachować większą ostrożność w kwestii obligacji korporacyjnych (bardziej narażonych na ryzyko płynności) i wprowadzić solidne zabezpieczenia.

Instrumenty stałodochodowe

Koncentracja na płynności: niepewna trajektoria stóp procentowych, geopolityka

s. 6

Uważamy, że w miarę dyskontowania przez rynki ścieżki zacieśniania ilościowego zmienność na rynku obligacji korporacyjnych może rosnąć, podobnie jak potrzeba odróżnienia emitentów wysokiej i niskiej jakości.

Akcje

Jak poruszać się w warunkach niepewności krótkoterminowej, uwzględniając inflację

s. 7

W kontekście zwiększonej niepewności i rosnącej presji inflacyjnej interesują nas akcje wysokiej jakości, które w obecnym otoczeniu mogą okazać bardziej odporne.

POGLĄDY CIO

Wysoka inflacja i napięcia geopolityczne:
ograniczanie ryzyka

Vincent MORTIER,
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Eskalacja geopolityczna pod koniec miesiąca spowodowała dalszy wzrost zmienności. Spreads obligacji korporacyjnych (klasa inwestycyjna, instrumenty wysokodochodowe i peryferia strefy euro) nadal rosły, podczas gdy rynki akcji kontynuowały korektę. Rotacja w kierunku segmentu „wartości” była kontynuowana, choć z przerwą w najbardziej cyklicznych segmentach, na tle zwiększonego ryzyka dla wzrostu gospodarczego spowodowanego wojną na Ukrainie. **Rynki nadal dyskontują jastrzębie zwroty Fedu i EBC oraz czynniki ryzyka związane z eskalacją kryzysu na wschodzie Ukrainy. Na froncie makroekonomicznym dane z amerykańskiego rynku pracy znacznie przekroczyły oczekiwania, a styczniowa inflacja osiągnęła najwyższy poziom od czterdziestu lat.** Skomplikowało to zadanie banków centralnych, które muszą jednocześnie stawiać czoła ryzyku dalszego wzrostu inflacji oraz ryzyku dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego (rośnie ryzyko stagflacji).

Z drugiej strony, Chiny rozpoczynają Rok Tygrysa bardziej akomodacyjnie od reszty świata, co ponownie odzwierciedla **desynchronizację cyklu koniunkturalnego tego kraju w stosunku do Stanów Zjednoczonych i wzmacnia rolę dywersyfikacyjną chińskich aktywów w skali globalnej.** W tym momencie, biorąc pod uwagę obserwowane od początku roku duże wahania cenowe, inwestorzy zadają sobie dwa trudne pytania:

1. Czy obecna zmienność może doprowadzić do bessy zarówno na rynku obligacji, jak i na rynku akcji, co wymagałoby strukturalnej redukcji ryzyka na etapie alokacji aktywów? Zmienność wyraźnie wzrasta we wszystkich obszarach (obligacje, akcje, surowce, waluty), a otoczenie rynkowe wydaje się bardziej ryzykowne niż miesiąc temu. W 2022 r. wzrost gospodarczy powinien jednak pozostać solidny dzięki ożywieniu gospodarczemu po fali wariantu omikron i „miękkiemu lądowaniu” Chin, a wzrost zysków, pomimo spowolnienia w stosunku do szczytu, powinien pozostać pozytywny. Istnieje jednak inne ryzyko, związane z możliwymi reperkusjami wojny na Ukrainie, które może mieć znaczący wpływ na perspektywę wzrostu gospodarczego i inflacji. Jest to kluczowy aspekt, na który inwestorzy muszą zwracać uwagę. Bessy na rynku akcji występują podczas recesji (choć krach w 1987 r. był w tym względzie wyjątkiem). Nie spodziewamy się jej, ale ryzyko recesji w Europie wzrasta w związku z presją inflacyjną rosnącą w czasie gdy EBC rozważa ograniczenie luzowania ilościowego. Ponieważ ryzyko geopolityczne jest bardzo trudne do oszacowania — każda pozytywna zmiana może doprowadzić do fali wzrostów, natomiast dalsza eskalacja może przełożyć się na wzrost presji na rynek — **inwestorzy powinni nadal starać się korzystać z ożywienia gospodarczego, głównie poprzez selektywne podejście do rynków akcji, jednocześnie będąc gotowymi na najgorsze (dostosowując zabezpieczenia na wypadek ewentualnego pogorszenia sytuacji).** Ogólnie rzecz biorąc, **motyw inflacji wydaje się umacniać, co w średnim terminie przemawia za powrotem do akcji z segmentu „wartości” oraz akcji wysokiej jakości, pomimo pewnych krótkoterminowych przerw w rotacji w kierunku „wartości”.** Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, przyjęliśmy bardziej ostrożne stanowisko w kontekście rosnącego ryzyka płynności i mniej atrakcyjnego profilu ryzyko/zysk tej klasy aktywów w porównaniu z akcjami.

2. Czy 2,2% to docelowy poziom rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, czy też powinniśmy oczekiwać więcej i z tego powodu utrzymać krótką durację? Jastrzębi zwrot Fedu oraz zaskakująco wysoka inflacja spowodowały tymczasowy wzrost rentowności 10-letnich obligacji Stanów Zjednoczonych powyżej 2% po raz pierwszy od lipca 2019 r., a ponadto przyczyniły się do przywrócenia wartości, zwłaszcza na krótkim końcu krzywej. Wojna na Ukrainie to przede wszystkim czynnik ryzyka dla systemów finansowych i inflacji, ale także dla światowej gospodarki. Ponieważ jednak rynek oczekuje już znaczących działań Fedu, uważamy, że wzrost rentowności może zostać wstrzymany do marcowego posiedzenia tej instytucji. **Należy się spodziewać pewnych technicznych korekt duracji i dlatego zalecamy aktywne podejście. Na razie potwierdzamy nasze ostrożne nastawienie do duracji, a jednocześnie aktywnie wykorzystujemy możliwości na poziomie krzywej i kraju.**

Niepewność rynkowa pozostanie wysoka. Mamy do czynienia z okresem małej widoczności wydarzeń geopolitycznych i ich implikacji gospodarczych. Zmienność akcji utrzyma się na wysokim poziomie, ponieważ ze względu na wysoką płynność będą one pierwszym celem w przypadku szybkiej korekty ryzyka, co może również stwarzać okazje do kupowania „na dołkach” i ponownego zaangażowania się w niektóre wyprzedane obszary rynku.

Kluczowe znaczenie będą miały ramy czasowe kryzysu, ponieważ przedłużający się okres niepewności i narastająca eskalacja mogą doprowadzić do dalszego przeszacowania premii za ryzyko w skali globalnej. W centrum uwagi znajdują się banki centralne, które być może w pewnym momencie będą musiały dostosować swoje programy działania do rosnącego ryzyka stagflacji. Dla inwestorów oznacza to potrzebę zachowania wysokiego poziomu dywersyfikacji, zwiększania zabezpieczeń oraz koncentracji na obszarach odpornych na wysoką inflację.

Ogólne nastroje
związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka ◀ Akceptacja ryzyka



Zmniejszanie ryzyka obligacji korporacyjnych i zwiększanie zabezpieczeń aktywów ryzykownych.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Zmniejszone ryzyko kredytowe i większa koncentracja na selekcji.
- ▶ Wzmocnione zabezpieczenia portfela w świetle napięć geopolitycznych.
- ▶ Preferencje dla segmentu „wartości” w średnim terminie bez zmian.

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

INSTYTUT AMUNDI

Instytut Amundi: zaczyna się nowa podróż



Pascal BLANQUÉ,
Przewodniczący, Instytut Amundi

Inwestorzy oczekują bardziej pogłębionego dialogu i wyrafinowanego doradztwa w celu zbudowania bardziej odpornych portfeli, biorąc pod uwagę wiele zmian strukturalnych zachodzących w takich obszarach jak inflacja, środowisko naturalne czy geopolityka.



Monica DEFEND,
Szef Instytutu Amundi

Dlaczego instytut i dlaczego teraz?

W miarę jak świat inwestycji ewoluuje w obliczu nowych trendów obejmujących wymiar ekonomiczny, finansowy, geopolityczny oraz ESG (ochronę środowiska odpowiedzialność społeczną i ład korporacyjny), przed inwestorami pojawiają się nowe wyzwania. W jaki sposób transformacja energetyczna wpłynie na wyceny poszczególnych klas aktywów? Co zmiana kursu oznacza dla strategicznej alokacji aktywów? Jak będzie wyglądać przyszły porządek geopolityczny i jakie będą jego konsekwencje dla inwestorów?

To tylko niektóre z pytań, które zaprzatają dziś głowy rynkowych graczy. Znajdujemy się w delikatnym momencie zmiany reżimu, który nazywam „drogą powrotną do lat 70-tych”. **Wielki powrót inflacji** jest jednym z kluczowych elementów tej zmiany. Kolejną kwestią **jest zmiana układu sił geopolitycznych**, którą dodatkowo pogarsza rosnąca dynamika cen (w szczególności cen energii) oraz dostosowanie łańcucha dostaw po wybuchu epidemii Covid. **Elementem tej układanki jest również ryzyko płynności**. W lutym zmienność na rynku papierów skarbowych wzrosła do najwyższego poziomu od początku 2020 r. — miało to związek z malejącą płynnością rynku. Wycofanie się dużych banków z działalności transakcyjnej po kryzysie z 2008 r. oznacza, że struktura rynku jest obecnie bardziej krucha, i to w czasie, gdy koniec dostępności łatwego pieniądza wiąże się z tym, że uzależnione od płynności rynki mogą wkrótce stanąć w obliczu próby zacieniania ilościowego, ponieważ Fed planuje zmniejszenie swojej sumy bilansowej, wynoszącej obecnie niemal 9 mld USD. Wreszcie, żyjemy w czasach, **w których ESG trafia do głównego nurtu, zarówno w branży inwestycyjnej, jak i w całej gospodarce**. Z jednej strony lata dwudzieste będą miały decydujące znaczenie dla transformacji energetycznej, a z drugiej strony istnieje zasadnicza potrzeba stworzenia modelu wzrostu gospodarczego bardziej sprzyjającego włączeniu społecznemu, umożliwiającego zwalczanie nierówności będących pozostałościami po historycznych kryzysach.

Wszystko to oznacza, że inwestorzy muszą ponownie przeanalizować alokację aktywów wokół czterech elementów — ryzyka, zwrotu (w ujęciu realnym), płynności oraz ESG — aby ponownie ocenić swoje cele inwestycyjne i przemyśleć budowę portfela w oparciu o te filary. Kluczowym wymiarem, który należy wziąć pod uwagę, jest siła nabywcza portfela na jednostkę ryzyka. Oznacza to poszukiwanie źródeł trwałych dodatków realnych stóp zwrotu oraz uzyskiwanie ekspozycji na aktywa dodatnio skorelowane z inflacją. W tym kontekście niektóre akcje mogą stanowić podstawę dla pozytywnej strategii długoterminowej, ponieważ są to płynne aktywa o realnej stopie zwrotu: w szczególności te, które charakteryzują się pewnymi cechami obligacji (niskie zadłużenie, duża widoczność zysków).

Aby pomóc inwestorom na tym cechującym się podwyższoną wrażliwością etapie, uruchamiamy Instytut Amundi, który mam przyjemność nadzorować jako przewodniczący. Misją Instytutu Amundi jest wzmocnienie codziennego dialogu, zarówno wewnątrz Amundi, w ścisłym partnerstwie z zespołami inwestycyjnymi, jak i na zewnątrz, z naszymi klientami i całą społecznością finansową. Łącząc pod egidą jednej instytucji nasze analizy inwestycyjne, badania makroekonomiczne, strategie rynkowe, badania ilościowe oraz działania w zakresie alokacji aktywów, dążymy do zapewnienia kompleksowego spojrzenia na główne wyzwania stojące obecnie przed inwestorami, aby stymulować bieżące debaty oraz dialog z klientami. W tym miesiącu nasza wewnętrzna debata koncentrowała się wokół dynamiki cen ropy naftowej i gazu ziemnego w obliczu wpływu konfliktu rosyjsko-ukraińskiego.

Surowce: wpływ kryzysu na ropę i gaz

Rosyjska inwazja ma reperkusje dla rynków i dostaw energii, zwłaszcza w Europie.

- W ciągu ostatnich kilku dni cena gazu ziemnego wzrosła. Ten gwałtowny wzrost **może mieć poważny wpływ na koniunkturę gospodarczą i inflację w Europie, przy czym oczekuje się korekt w dół w przypadku wzrostu PKB oraz w górę w przypadku inflacji (co może skutkować stagflacją)**.
- Z kolei ceny gazu ziemnego w Stanach Zjednoczonych wzrosły w stosunkowo niewielkim stopniu i nie w reakcji na niedobory w kraju, ale ze względu na oczekiwania dotyczące większego zapotrzebowania na skroplony gaz ziemny (LNG) ze strony Europy. Uważamy, że Stany Zjednoczone nie mają nieograniczonych możliwości zastępowania rosyjskiego gazu dla Europy, co może spowodować presję na wzrost cen gazu ziemnego w tym kraju.
- Jeśli chodzi o ropę naftową, ceny już teraz znajdują się powyżej naszego krótkoterminowego celu wynoszącego około 80 USD za baryłkę, a ze względu na to, że Rosja jest jednym z głównych dostawców, jakiegokolwiek zakłócenia mogą spowodować ich dalszy wzrost. Na razie jednak wzrost cen ropy (stosunkowo niewielki w porównaniu z gazem ziemnym) uwzględnia oczekiwania rynku co do porozumienia z Iranem i przywrócenia wydobycia tego surowca przez innych dużych producentów, w tym Arabię Saudyjską i pozostałych członków OPEC.

Jeśli chodzi o popyt, nie należy lekceważyć roli Chin.

- LNG, który jest znacznie bardziej ekologiczny niż gaz ziemny, jest źródłem energii wykorzystywanym przez wiele dużych krajów, w tym Chiny, w celu przestawienia ich gospodarek na czystsze paliwa.
- Po drugie, kraj ten mógłby zastąpić Europę w roli głównego odbiorcy rosyjskiej ropy i gazu, niekoniecznie oferowanych po cenach rynkowych. W związku z tym istnieje możliwość, że sankcje energetyczne nie odniosą takiego skutku, na jaki liczą, ale i tak mogą one pogorszyć sytuację energetyczną w Europie.
- Wreszcie, nie do końca nierealistyczne byłoby postrzeganie niefortunnego zdarzenia, jakim mogłoby być wstrzymanie przez Rosję eksportu gazu i ropy do Europy, jako odwetu za sankcje Stanów Zjednoczonych i UE wobec jej sektora finansowego.

Wniosek: głównym zagrożeniem dla naszego centralnego scenariusza wzrostu gospodarczego są rynki gazu ziemnego i energii w strefie euro w perspektywie krótko- i średnioterminowej.

PORTFELE
ZRÓŻNICOWANE



Francesco SANDRINI,
Szef ds. strategii portfeli
zróżnicowanych



John O'TOOLE,
Szef ds. wieloaktywowych rozwiązań
inwestycyjnych

Oczekujemy na większą jasność w kwestii polityki monetarnej i ewolucji napięć geopolitycznych – uważamy też, że należy zachować większą ostrożność w kwestii obligacji korporacyjnych (bardziej narażonych na ryzyko płynności) i wprowadzić solidne zabezpieczenia.

Dostosowanie do rosnącego ryzyka, wzmocnienie zabezpieczeń

Niedawny wzrost niepewności na rynkach spowodowany był eskalacją napięć geopolitycznych, jastrzębim nastawieniem banków centralnych oraz utrzymującą się inflacją. W połączeniu te wczesne oznaki zacieśnienia ilościowego i wpływ inflacji na dochód rozporządzalny konsumentów stanowią poważny czynnik ryzyka. Warunki finansowe pozostają jednak akomodacyjne, a wzrost gospodarczy solidny. Dlatego **nie uważamy, że nadszedł czas na strukturalną redukcję ryzyka. Zamiast tego należy taktycznie dostosować ekspozycję na ryzyko, wdrażając podejście ostrożnościowe.** Połączenie ryzyka inflacji, zaostrzenia polityki banków centralnych w celu jego kontroli oraz kryzysu rosyjsko-ukraińskiego stwarza wyjątkowe ramy dla korelacji poszczególnych klas aktywów. **Wymagana są aktywność oraz odpowiednia dywersyfikacja. Należy również wzmocnić hedging i dostosować pozycje walutowe, monitorując jednocześnie politykę banków centralnych oraz czynniki ryzyka związane z wojną.**

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Nasze ogólne nastawienie do akcji jest zbliżone do neutralnego w przypadku krajów zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących, choć zachowujemy też ostrożność wynikającą z konieczności zabezpieczenia pozycji przed ewentualnymi spadkami wycen rynkowych. **Monitorujemy rozwój sytuacji geopolitycznej, aby uzyskać więcej jasności co do średnioterminowej ścieżki rozwoju europejskiego rynku akcji.** Niepewne otoczenie podkreśla potrzebę aktywnego doboru akcji. Strategia oparta na segmencie „wartości” powinna pomóc inwestorom w ochronie portfela przed inflacją, ale pojawiające się czynniki ryzyka związane z polityką Rosji mogą wpłynąć na scenariusz stagflacyjny, powodując przesunięcia w kierunku sektorów o wysokiej jakości. W międzyczasie utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do Chin (powinny one skorzystać z większej jasności w kwestii polityki monetarnej – od zacieśniania do ukierunkowanego łagodzenia) w warunkach stabilizacji ram regulacyjnych.

W przypadku instrumentów stałodochodowych utrzymujemy podejście zasadniczo defensywne, jeśli chodzi o durację 5-letnich obligacji niemieckich, ale sugerujemy inwestorom aktywne zarządzanie tą ekspozycją. Rentowności gwałtownie się zmieniły po ogłoszeniu komunikatu EBC i ataku Rosji, co potwierdza nasze ostrożne, a zarazem aktywne podejście do wszystkich krzywych. Oczekujemy, że skorzystamy z wszelkich taktycznych ruchów rynkowych w kierunku bezpiecznych aktywów, w tym obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych. Z drugiej strony, uważamy, że inwestorzy powinni szukać dochodów poza tradycyjnymi obszarami, zwracając uwagę np. na chiński dług publiczny czy dług peryferyjny w strefie euro. Jeśli chodzi o te ostatnie, to obecnie uważamy, że włoskie obligacje BTP oferują atrakcyjne wyceny względne w porównaniu z długiem niemieckim ze względu na stabilność polityczną i potencjał wzrostu

gospodarczego Włoch, a także dążenie EBC do uniknięcia fragmentacji strefy euro, pomimo nieznacznej zmiany jego ogólnego stanowiska. W przypadku Azji podtrzymujemy pozytywne nastawienie do chińskiego długu państwowego ze względu na korzyści związane z dywersyfikacją oraz poluzowanie polityki pieniężnej przez ChBL, choć uważnie przyglądamy się wydatkom stałym. **Jeśli chodzi o Europę, czekamy na większą jasność w sprawie polityki banku centralnego, zanim ponownie ocenimy nasze długoterminowe przekonania dotyczące obligacji korporacyjnych.** Obecnie uważamy, że dostosowanie polityki EBC (ze względu na pilną potrzebę podjęcia działań w sprawie inflacji) może spowodować wzrost spreadów obligacji klasy inwestycyjnej ze strefy euro, co wpłynie na nastroje inwestorów, zwłaszcza w odniesieniu do instrumentów o dłuższych terminach zapadalności. Dlatego nie nastawiamy się już pozytywnie i zachowujemy czujność. Dane fundamentalne emitentów (niskie wskaźniki niewypłacalności) i bilanse są jednak silne, a spółki oferujące obligacje wysokodochodowe kontynuują działania zmierzające do zmniejszenia zadłużenia. Podtrzymujemy nasze umiarkowanie konstruktywne nastawienie do instrumentów wysokodochodowych ze strefy euro, ale też monitorujemy je pod kątem geopolityki oraz zagrażającej wzrostowi PKB presji inflacyjnej.

Rynek walutowy pozwala nam wdrażać nasze poglądy geopolityczne oraz identyfikować strategie wartości względnej w skali globalnej. Uważamy, że kurs GBP wzrósł wystarczająco w stosunku do CHF i nie jesteśmy już optymistycznie nastawieni do funta szterlinga, biorąc pod uwagę, że bardzo agresywna sekwencja podwyżek stóp procentowych Banku Anglii została już uwzględniona przez rynek. Utrzymujemy jednak ostrożne podejście do pary GBP/EUR. Uważamy, że w świecie po Brexicie Wielka Brytania pozostanie odizolowana geopolitycznie od Stanów Zjednoczonych i Unii Europejskiej. Wreszcie, uważamy, że CNH powinien dobrze sobie radzić w stosunku do EUR. Z geopolitycznego i handlowego punktu widzenia Chiny pozostaną główną siłą napędową handlu w obrębie Azji, co powinno wspierać chińskie aktywa.

Czynniki ryzyka i hedging

Inwestorzy powinni stosować odpowiednie zabezpieczenia w celu ochrony swoich ekspozycji na amerykańskie instrumenty wysokodochodowe oraz amerykańskie i europejskie akcje, pamiętając o dodatkowej zmienności wynikającej z obecnej sytuacji geopolitycznej. W obecnej fazie niepewności złoto może również służyć jako taktyczne zabezpieczenie.

Amundi Cross Asset – przekonania

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

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

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

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

Koncentracja na płynności: niepewna trajektoria stóp procentowych, geopolityka



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

Uważamy, że w miarę dyskontowania przez rynki ścieżki zacieśniania ilościowego zmienność na rynku obligacji korporacyjnych może rosnąć, podobnie jak potrzeba odróżnienia emitentów wysokiej i niskiej jakości.

Inflacja w Stanach Zjednoczonych i Europie skłania banki centralne do przyjęcia jastrzębiego stanowiska, powodując przeszacowanie amerykańskich i europejskich stóp procentowych. Z drugiej strony, rynki czekają, by przekonać się, czy banki centralne będą w stanie ograniczyć inflację, nie hamując jednocześnie ożywienia gospodarczego — zwłaszcza w świetle sytuacji geopolitycznej w Europie Wschodniej. W związku z tym kluczowe znaczenie będzie miała sekwencja działań z zakresu polityki monetarnej, a zacieśnianie ilościowe może spowodować pogorszenie nastrojów na rynku obligacji korporacyjnych poprzez spadek płynności/zmienności, nawet jeśli fundamenty przedsiębiorstw są mocne. Kolejnymi pozytywnymi czynnikami są silny popyt konsumpcyjny oraz zgromadzone oszczędności. **Dlatego właśnie uważamy, że na rynku obligacji korporacyjnych należy zachować większą ostrożność i położyć większy nacisk na selekcję. Jeśli chodzi o durację, to pomimo nastawienia defensywnego w średnim terminie uważamy, że inwestorzy powinni szukać taktycznej ochrony w papierach skarbowych.**

Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

Zachowujemy ostrożność w odniesieniu do papierów dłużnych (amerykańskich oraz europejskich spoza ścisłych periferii strefy euro) ze względu na presję na wzrost rentowności, ale pozostajemy elastyczni w obliczu nowej dynamiki związanej z inflacją i kwestiami politycznymi. W obecnym otoczeniu geopolitycznym obligacje skarbowe (Stany Zjednoczone, rdzeń strefy euro) stanowią zabezpieczenie portfeli. Jeśli chodzi o kraje peryferyjne strefy euro, zachowujemy czujność, ale dostrzegamy silny potencjał wzrostu i stabilność polityczną Włoch, i dlatego pozostajemy wobec nich konstruktywni. Szukamy możliwości zarobku związanych z duracją w Chinach. Jeśli jednak chodzi o amerykańskie obligacje skarbowe indeksowane inflacją na progu rentowności, wyceny zaczynają wyglądać mniej atrakcyjnie. **W przypadku obligacji korporacyjnych występują obawy związane z inflacją/płynnością, ale wskaźniki niewypłacalności są niskie, a zyski mocne.** Aby uwzględnić wpływ inflacji, koncentrujemy się na firmach, które są w stanie przenosić wyższe koszty na konsumentów. Jeśli chodzi o klasę inwestycyjną, preferujemy obligacje korporacyjne o krótkich i średnich terminach zapadalności, natomiast w przypadku instrumentów wysokodochodowych dostrzegamy możliwości związane z kompresją spreadów (instrumenty hybrydowe, BB/CCC) w obszarach, które mają potencjał poprawy wskaźników kredytowych. W tym przypadku priorytetem dla inwestorów powinny być dywersyfikacja i płynność. Ogólnie rzecz biorąc, podchodzimy pozytywnie do długu podporządkowanego z sektora finansowego, a także do sektorów energii i motoryzacji.

Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Wydaje się, że Fed przygotowuje się do marcowej podwyżki stóp procentowych ze względu na inflację, która pozostaje istotną kwestią polityczną, a silny, skumulowany popyt wspierany jest przez czynniki demograficzne i dochody konsumentów. Mimo to koszty finansowania dla przedsiębiorstw pozostają dość niskie, co potwierdza nasz pogląd, że Fed może pozostać w tyle za krzywą. Uważnie przyglądamy się jednak krótkoterminowym kosztom finansowania i napięciom na rynku pracy oraz pozostajemy defensywni w kwestii duracji. **Uważamy również, że ruchy krzywej będą powiązane z krótkoterminową ścieżką inflacji, co podkreśla znaczenie elastycznego podejścia do duracji.** Z drugiej strony, obligacje korporacyjne stwarzają specyficzne możliwości. Na tym rynku należy rozważyć ograniczenie ryzyka portfela i zabezpieczenie się przed ryzykiem kredytowym. Ważne jest również, aby równoważyć potrzebę wyższych zysków z płynnością. Poza tym solidne bilanse gospodarstw domowych uzasadniają selektywne analizowanie aktywów sekurytyzacyjnych.

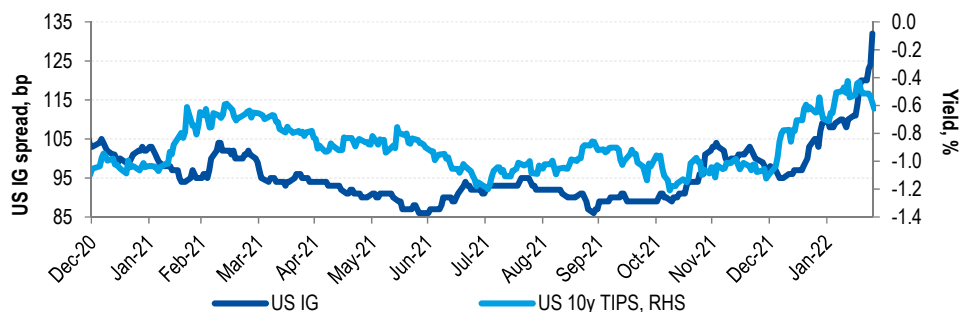
Obligacje z rynków wschodzących

Perspektywy dla rynków wschodzących są mieszane. Z jednej strony, poprawiły się one dzięki złagodzeniu polityki Chin i wysokim cenom surowców (co jest pozytywne dla Ameryki Łacińskiej), a z drugiej strony, znajdują się pod presją ze strony ryzyka geopolitycznego. Stosując wysoce selektywne podejście, preferujemy dług denominowany w twardej walucie oraz utrzymujemy przeważenie instrumentów wysokodochodowych w stosunku do klasy inwestycyjnej. W przypadku długu w walucie lokalnej preferujemy kraje (Chiny), w których stopy realne są dodatnie. Podchodzimy ostrożnie do aktywów rosyjskich. Ogólnie rzecz biorąc, patrzymy na rynki wschodzące z perspektywy inflacji, stóp realnych, zacieśniania polityki pieniężnej i podatności na zagrożenia zewnętrzne.

Waluty

Utrzymujemy pozytywne nastawienie do dolara amerykańskiego, ale ostrożne do euro i jena. Kluczowe znaczenie ma podejście EBC, które monitorujemy pod kątem zdolności obsługi zadłużenia w regionie. Na rynkach wschodzących pozostajemy pozytywnie nastawieni do walut cyklicznych (rupia indonezyjska, czyli IDR, i peso chilijskie, czyli CLP), a do rubla podchodzimy defensywnie.

Realne stopy zwrotu i spready klasy inwestycyjnej



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 24 February 2022. US Investment Grade = ICE BoFA US Corporate Index

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

AKCJE

Jak poruszać się w warunkach niepewności krótkoterminowej, uwzględniając inflację



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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

W kontekście zwiększonej niepewności i rosnącej presji inflacyjnej interesują nas akcje wysokiej jakości, które w obecnym otoczeniu mogą okazać bardziej odporne.

Ocena ogólna

Jastrzębi zwrot banków centralnych spowodował znaczące przeszacowanie ryzyka związanego z duracją i wynikających z tego oczekiwań rynkowych dotyczących podwyżek stóp. W połączeniu z szybko pogarszającą się i bardzo poważną sytuacją wokół Rosji/Ukrainy, będzie to wywierało presję na mnożniki wyceny. Z drugiej strony, ożywienie gospodarcze jest kontynuowane w warunkach silnej konsumpcji, co w perspektywie średnioterminowej powinno wspierać zwrot w kierunku segmentu „wartości”. Nie wszystkie firmy są jednak w stanie przenieść rosnące koszty na konsumentów, co oznacza, że kompresja marż i siła przetargowa w zakresie ustalania cen nie są rozłożone równomiernie na poszczególne przedsiębiorstwa. Szukamy marek, patentów i różnicowanych produktów, które pozwalają firmom posiadającym solidne modele biznesowe podnosić ceny, utrzymywać marże oraz wypłacać dywidendy.

Akcje europejskie

Utrzymujemy przeważenie przecenionych, cyklicznych akcji z segmentu „wartości”, a ponadto analizujemy informacje o zyskach w odniesieniu do inflacji i marż, ponieważ widzimy, że sprzedaż niektórych firm jest lepsza niż ich zyski. **Dzieje się tak dlatego, że niektóre firmy nie są w stanie przenieść kosztów na klientów i wystarczająco podnieść cen, podczas gdy niewielka grupa przedsiębiorstw korzysta z otoczenia „silnego konsumenta”, aby zwiększyć marże poprzez podniesienie cen.** Z drugiej strony, oceniamy zachowania konsumentów, ponieważ inflacja staje się kwestią polityczną i istnieje ryzyko wprowadzenia środków regulacyjnych. Analizujemy, w jaki sposób może to wpłynąć na takie sektory, jak przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, w przypadku których zachowujemy ostrożność, a także na sektor IT, choć w przypadku tego ostatniego mamy nieco mniejsze obawy, biorąc pod uwagę spółki charakteryzujące się wysokim wzrostem strukturalnym, które ucierpiały w następstwie niedawnego wzrostu zmienności. Skupiamy się jednak na selekcji i sile bilansu w ramach normalizacji, a okazje do zarobku dostrzegamy w przypadku spółek przemysłowych i finansowych. Z drugiej strony, poszukujemy atrakcyjnie wycenionych akcji w segmentach defensywnych — na przykład w sektorze opieki zdrowotnej.

Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Uważamy, że w środowisku, w którym inflacja niewątpliwie jest obecnie kwestią polityczną, rynki nadal nie uwzględniają ryzyka związanego ze wzrostem kosztu kapitału. Rotacja z segmentu

„wzrostu” do segmentu „wartości” jest więc kwestią perspektywy średnioterminowej ze względu na wciąż atrakcyjne wyceny tego drugiego oraz wzrost gospodarczy, który pozostaje wystarczająco silny (ponowne otwarcie). **Zwracamy uwagę na wysokiej jakości spółki z segmentu „wartości”, które są w stanie sprostać wyzwaniom operacyjnym** dzięki wyjątkowym modelom biznesowym, silnej pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen oraz podstawowym kompetencjom. Dlatego też selekcja akcji ma kluczowe znaczenie na obecnym ostatnim etapie rotacji w kierunku segmentu „wartości”. Z drugiej strony, zachowujemy ostrożność w stosunku do drogiej akcji o długiej duracji oraz akcji z segmentu „wzrostu”, choć przyznajemy, że wybrane spółki wzrostowe z branży technologicznej stają się atrakcyjne po ostatniej fali zmienności. Ogólnie rzecz biorąc, wzrost gospodarczy pozostaje przeszacowany, a jeśli realne stopy procentowe wzrosną, może on ulec dalszemu osłabieniu. Na poziomie sektorów preferujemy akcje cykliczne w sektorach finansowym (banki), materiałowym i energetycznym. Warto również zauważyć, że niektóre akcje konsumenckie i tematyczne tanieją, ale my skupiamy się na spółkach, które są w stanie sprostać wyzwaniom związanym z napięciami na rynkach pracy i zakłóceniami w łańcuchu dostaw.

Akcje z rynków wschodzących

Wyceny na rynkach wschodzących, stabilizacja wzrostu gospodarczego w 2022 r. oraz łagodna postawa ChBL powinny okazać się pozytywne dla tej klasy aktywów, ale konflikt Rosja-Ukraina może zaszkodzić nastrojom rynkowym w krótkim okresie. Uniwersum rynków wschodzących wydaje się obecnie coraz bardziej podzielone ze względu na ryzyko geopolityczne, specyficzne czynniki ryzyka o znaczeniu lokalnym oraz globalną inflację. Na poziomie krajowym preferujemy eksporterów surowców, takich jak Indie, Węgry czy Zjednoczone Emiraty Arabskie. Nasze główne przekonania na poziomie sektorów to luksusowe dobre konsumenckie, nieruchomości oraz usługi komunikacyjne, a także preferencje dla energii w stosunku do materiałów. Nadal staramy się też zwiększać preferencje dla segmentu wartości i akcji cyklicznych w stosunku do segmentu wzrostu.

Zmienność akcji w Stanach Zjednoczonych i Europie

Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 25 February 2022

Ukraina – raport specjalny



Pascal BLANQUÉ,
Przewodniczący, Instytut Amundi



Monica DEFEND,
Szef Instytutu Amundi



Didier BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych

Przedmowa

Inwazja wojsk rosyjskich na Ukrainę zaskoczyła Europę, przypominając jej najczarniejsze godziny przed II Wojną Światową. Kraje NATO i przywódcy europejscy jak dotąd wykluczali bezpośrednią konfrontację wojskową ze względu na ryzyko eskalacji konfliktu między mocarstwami nuklearnymi.

W ciągu ostatnich kilku dni demokracje zachodnie i Rosja zaangażowały się jednak w bezprecedensową konfrontację. Przybiera ona formę bezlitosnej wojny ekonomicznej i finansowej, której deklarowanym celem jest zduśnienie rosyjskiej gospodarki. Zamrożenie aktywów rosyjskiego banku centralnego jest środkiem, który podważa jego suwerenność finansową, uniemożliwiając mu walkę z załamaniem kursu rubla. Sankcje wywołają w Rosji głęboką recesję, co powinno powstrzymać Putina przed finansowaniem długiej wojny.

Nasz scenariusz bazowy to zatem krótki konflikt. Pamiętajmy jednak, że historia pokazuje, iż „krótkie konflikty” mogą trwać wiele miesięcy. Niepewność co do wyniku konfliktu prawdopodobnie nie zniknie szybko.

Wzajemne powiązania finansowe i wysoki stopień globalizacji sprawiają, że broń ekonomiczna zyskuje siłę, jakiej nie miała w minionych stuleciach. Ścierają się ze sobą dwa porządki: ekonomiczno-finansowy i wojskowy, co nie ma precedensu w nowożytnej historii. Wynikający z tego szok niepewności będzie niewątpliwie mieć poważne konsekwencje.

W tym raporcie specjalnym staramy się rzucić nieco światła na różne możliwe scenariusze i pytania. Paradoksalnie, być może właśnie w dłuższej perspektywie czasowej ujawniają się najbardziej wyraźne konsekwencje obecnego kryzysu.

Pod względem politycznym NATO wychodzi z niego silniejsze, a Europa może pokazać swoją jedność w kwestiach, które były przedmiotem sporów (polityka obronna, dostawy broni czy charakter sankcji). Konsekwencje wykraczają jednak poza Europę i NATO. Rola, jaką będą odgrywać Chiny, nada nowy kształt nowemu porządkowi międzynarodowemu.

Inwestorzy powinni pamiętać, że nie żyjemy w „normalnych” czasach. Znajdujemy się w samym środku zmiany systemu charakteryzującej się bezprecedensowymi siłami inflacyjnymi, niespotykanymi w ciągu ostatnich pięciu dekad. Reżim, do którego zmierzamy (patrz „Konflikt z Rosją oznacza kolejny krok na drodze do powrotu do lat siedemdziesiątych”¹) ma charakter nie tylko inflacyjny. Nastąpi gwałtowna przebudowa porządku geopolitycznego (oznaczająca większą fragmentację), ostateczna śmierć globalizacji oraz pojawienie się regionalizacji skupionej wokół nowych światowych potęg. Wśród zwycięzców znajdują się Chiny, których cykl gospodarczy coraz bardziej uniezależnia się od Stanów Zjednoczonych – chiński juan staje się też coraz ważniejszą walutą handlową w regionie.

W każdym razie rozwój konfliktu będzie miał istotne konsekwencje (geo)polityczne i gospodarcze. Mamy nadzieję, że ten raport pomoże inwestorom zrozumieć kwestie związane z alokacją aktywów.

¹ Pascal Blanqué. „Russia conflict marks a further step in the road back to the ‘70s”. *Shift & Narratives #14, marzec 2022.*

Ukraina – raport specjalny

Anatomia kryzysu

[A]¹ Punkt wyjścia

Wpływ geopolityczny

1. Reakcja Zachodu na inwazję Rosji na Ukrainę

Zachód dąży do stopniowego zdławienia rosyjskiej gospodarki. Celem sankcji jest wywołanie systemowego kryzysu finansowego i recesji gospodarczej w Rosji. Zachód zrobi wszystko, by uniknąć bezpośredniej konfrontacji militarnej.

W chwili pisania tego tekstu obowiązują już częściowe sankcje, a ponadto podjęto ważne decyzje:

- **Indywidualne sankcje** na rosyjskich oligarchów miały ograniczony wpływ, ponieważ zapobiegawczo zabezpieczyli oni swoje interesy.
- Wykluczenie kilkurosyjskich kredytodawców z **systemu SWIFT**. Głównymi kredytodawcami, których należy obserwować, będą VTB, Sberbank oraz Gazprombank
- **Zamrożenie zagranicznych rezerw Centralnego Banku Rosji** w celu ograniczenia możliwości ochrony rubla. Ta sankcja ma najpoważniejsze implikacje finansowe, ponieważ zwiększa ryzyko niewypłacalności rosyjskich aktywów.
- **Zamknięcie przestrzeni powietrznej UE non-bolded dla** rosyjskich samolotów
- **Zapowiedzi wzrostu wydatków militarnych**, począwszy od Niemiec, co jest zmianą paradygmatu.

Najważniejsze kwestie, na które trzeba zwrócić uwagę:

- **Sankcje** muszą być dotkliwe, ale nie aż tak silne, aby zaostriżyć gwałtowny wzrost cen energii (Rosja nadal będzie miała dostęp do kilku miliardów dolarów twardej waluty przychodów z eksportu) lub postawić Putina w sytuacji, w której nie będzie miał już nic do stracenia.
- **Chiny przyjmują postawę wyczekującą:** stanowisko pragmatyczne i oportunistyczne.
 - Chiny wzywają do zaprzestania przemocy — nie chcą stać się kanałem finansowym dla rosyjskich aktywów, ale nie chcą też wykołować swojego partnerstwa handlowego z Rosją.
 - Chiny mogą zmienić reguły gry. Chiny będą chciały w pewnym momencie pokazać, że będą odgrywać główną rolę w nowym porządku świata.
 - Chiny prawdopodobnie nie mają interesu w długotrwałym konflikcie, który zaostriżyłby globalną presję deflacyjną. Wzmocniłoby to międzynarodowe znaczenie juana i dywersyfikację zapewnianą przez chińskie aktywa, chyba że obecna sytuacja zainspiruje ChRL do militarne go rozwiązania kwestii Tajwanu.
- Indie pozostają lojalne wobec Rosji — wstrzymały się od głosowania nad rezolucją Rady Bezpieczeństwa ONZ potępiającą inwazję Putina.

2. Ukraina i Rosja: pierwsze rozmowy dyplomatyczne przy granicy ukraińsko-białoruskiej.

Nie były to bezpośrednie negocjacje, lecz „negocjacje w sprawie organizacji pierwszej rundy negocjacji — w sprawie tego, gdzie i kiedy te negocjacje mogą się odbyć”. Choć pierwsza runda nie była rozstrzygająca, obie strony zgodziły się na spotkanie w ramach drugiej.

Rosja już oświadczyła, że nie przerwie operacji wojskowej nawet na czas trwania tych negocjacji.

Ukraina stawia opór, a Putin w niedzielę zarządził postawienie rosyjskich sił jądrowych w stan podwyższonej gotowości, powołując się na agresywne oświadczenia NATO.

¹ *Litery odnoszą się do lokalizacji scenariusza w obrębie drzewa zdarzeń.*

Ukraina – raport specjalny

Anatomia kryzysu

Skutki gospodarcze

3. Wolniejszy wzrost i wyższa inflacja w Europie

Wojna na Ukrainie toczy się w kontekście spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie oraz wysokiej inflacji. Im dłużej będzie trwał konflikt, tym bardziej pogorszy się zaufanie konsumentów i przedsiębiorców i tym bardziej prawdopodobne będzie utrzymanie się wysokiej inflacji oraz spowolnienie aktywności gospodarczej.

Ze względu na wysoki poziom niepewności trudno jest przewidzieć związane z konfliktem ekonomiczne skutki uboczne. Dla inwestorów jest to „zimny prysznic”, ponieważ oprócz inflacji to właśnie wojna na Ukrainie będzie mieć wywierać wpływ na wzrost gospodarczy, zwłaszcza w Europie. Europa już odczuła skutki wzrostu cen energii, który osłabia siłę nabywczą konsumentów i zyski przedsiębiorstw, a także pozytywny wpływ funduszy NGEU poprzez wyższe koszty. Dlatego spodziewamy się wolniejszego wzrostu gospodarczego i wyższej inflacji: rośnie ryzyko wystąpienia stagflacji do końca roku 2022 początku roku 2023. Strefa euro zapłaci najwyższą cenę ekonomiczną, nawet jeśli kryzys będzie krótkotrwały.

4. Polityka pieniężna – kontekst jest trudniejszy dla EBC niż dla Fedu

W krótkim okresie EBC i Fed zachowają ostrożność. Obydwie instytucje będą prawdopodobnie chciały zasygnalizować chęć normalizacji polityki monetarnej w tym roku, aby zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne, co może wywrzeć dalszą presję na spadek popytu wewnętrznego.

Pytanie o politykę pieniężną nie będzie jednak stawiane w ten sam sposób w przypadku Fedu i EBC. Fed może łatwiej niż EBC uzasadnić podwyżki stóp i zmniejszyć swój bilans. Ryzyko wyraźnego spowolnienia gospodarczego jest znacznie większe w Europie niż w Stanach Zjednoczonych.

5. Strategiczna autonomia Europy staje się najważniejszym priorytetem i zmienia politykę fiskalną

Ze względu na bliskość geograficzną i zależność energetyczną, UE będzie potrzebowała dużego wsparcia fiskalnego, a ponadto będzie musiała zdecydować, co ma być priorytetem: dywersyfikacja dostawców energii czy obronność.

a) Dywersyfikacja dostaw energii:

Ostatecznym celem jest przyspieszenie transformacji ekologicznej i dywersyfikacja dostawców energii w celu ograniczenia zależności od czynników zewnętrznych, ale ewolucja potrwa w tym przypadku kilka lat. Dlatego w międzyczasie konieczne będzie wdrożenie rozwiązań łagodzących:

- Niemcy szybko budują dwa terminale LNG, aby uniezależnić się energetycznie od Rosji.
- UE ogłosiła w marcu nadzwyczajną emisję obligacji, aby umożliwić udzielanie pożyczek państwom członkowskim i złagodzić wahania cen gazu (≈instrumenty podobne do SURE)

b) zwrot o 180 stopni w zakresie budżetów wojskowych:

UE zatwierdziła pomoc wojskową dla Ukrainy w wysokości 450 mln euro. Niemcy ogłosiły, że w budżecie na 2022 rok przeznaczą 100 mld euro na „specjalny fundusz” dla swojego wojska, co stanowi zmianę reżimu, jeśli chodzi o budżet na obronność.

Možemy się spodziewać, że inne kraje europejskie pójdą w ich ślady, gdyż w ten sposób doktryna europejska zmieni się w kierunku znacznych wydatków na sektor wojskowy.

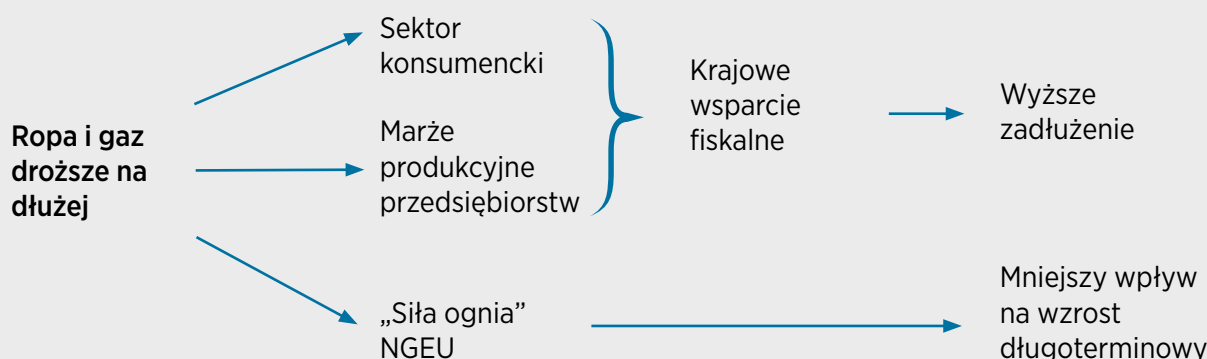
Najważniejsza kwestia, na którą trzeba zwrócić uwagę:

- Jeśli Europejczycy będą chcieli jednocześnie finansować zieloną transformację, dywersyfikować dostawców energii i zwiększać wydatki na obronność, będą musieli znacznie zrewidować swoją doktrynę polityki fiskalnej. Ale chyba nigdy wcześniej w Europie nie było tak dużej zbieżności interesów w tej kwestii.

Ukraina – raport specjalny Anatomia kryzysu

Wpływ surowców

Ceny energii pozostają na wysokim poziomie: Europa pozostanie zakładnikiem Rosji, dopóki nie nastąpi dywersyfikacja dostaw i/lub transformacja.

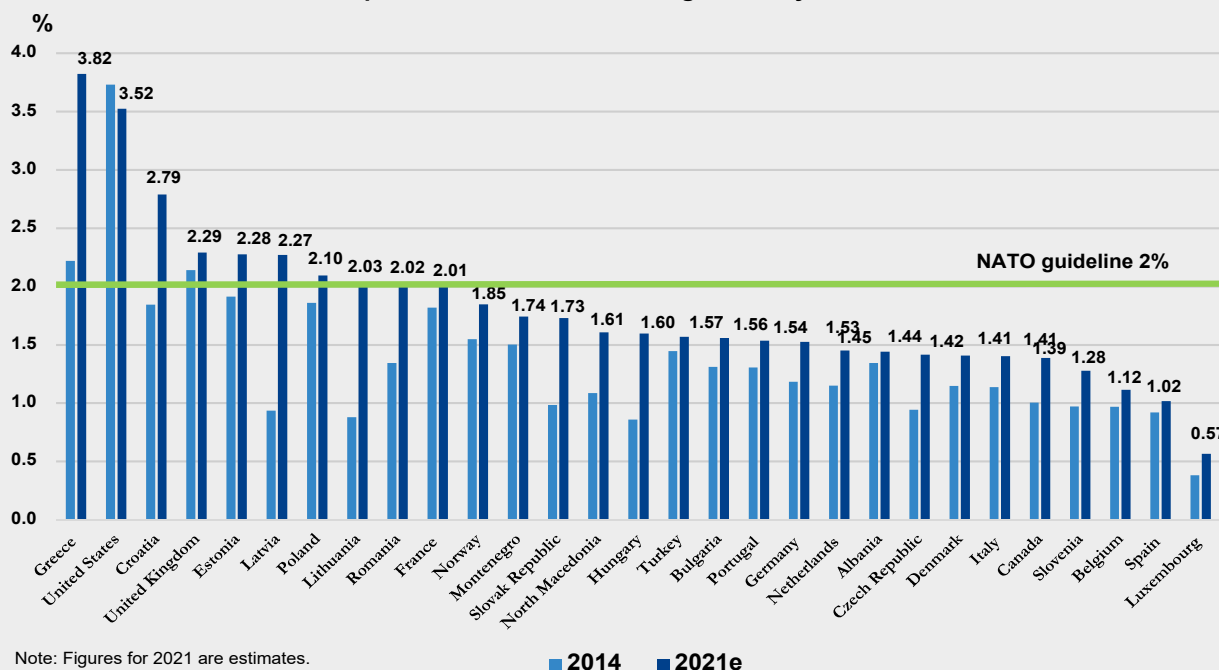


Ceny żywności i gazu chemicznego (do produkcji półprzewodników) wzrosły, ale mogą się unormować, jeśli konflikt będzie trwał krótko.

Rynki finansowe

W ubiegłym tygodniu reakcja była ograniczona: rentowności długoterminowe i kursy walut prawie bez zmian, globalne akcje w górę (jedynym wyjątkiem jest HSCEI). Spodziewamy się, że ta stłumiona reakcja rynku będzie krótkotrwała, chyba że dojdzie do deeskalacji. Uważamy, że działania rynkowe i ceny aktywów nie odzwierciedlają dalszej eskalacji militarnej ani zmiany reżimu gospodarczo-finansowego (w kierunku większej stagflacji, przynajmniej w Europie). Naszym zdaniem prawdopodobna jest korekta rynkowa w kierunku przywrócenia premii za ryzyko.

Defence expenses below 2% NATO target – many countries well below



Note: Figures for 2021 are estimates.

Source: NATO, June 2021

Ukraina – raport specjalny Anatomia kryzysu

[A]
Ukraina nie ustępuje, a Putin w niedzielę zarządził postawienie rosyjskich sił jądrowych w stan podwyższonej gotowości.

[B]
rozwiązanie krótkoterminowe + brak konfrontacji militarnej z Zachodem, a ponadto brak eskalacji nuklearnej

[C]
Przedłużające się walki zbrojne i globalna eskalacja militarna.

B1] Akceptowalna droga wyjścia dla Putina: rozmowy dyplomatyczne / odstrasżające sankcje

B2] Rosja tworzy marionetkowy rząd na Ukrainie, ograniczona liczba ofiar, brak oblężenia Kijowa

B3] Oblężenie Kijowa w ramach wojny domowej, duża liczba ofiar (rozwiązanie w stylu Czeczenii).

B4] Zamieszki w Rosji Putina (pucz)

B5] Deeskalacja nuklearna wspierana przez Chiny

C1] Konflikt o niskiej intensywności, z ograniczonymi zakłóceniami w łańcuchu dostaw (ewolucja B2).

C2] Konflikt o dużej intensywności (ewolucja B3)

- > - Podział i demilitaryzacja Ukrainy i/lub ogłoszenie przez Ukrainę neutralności
- Banki centralne wracają do „mantry” normalizacji
- Ulga dla rynków: ograniczone przeszacowanie globalnych premii za ryzyko względne, ograniczone globalne skutki uboczne, ale recesja zysków stanowi namacalny czynnik ryzyka.
- Ceny energii utrzymują się na wysokim poziomie, dopóki nie dojdzie do dywersyfikacji dostaw (np. z Arabii Saudyjskiej lub Iranu) i dopóki nie nastąpi dalszy postęp w dążeniu do dywersyfikacji dostawców.

- > - Ceny energii pozostają na wysokim poziomie
- Niestabilność rynku zaczyna być ceną za przekroczenie przez Rosję nowych „czerwonych linii”.
- Recesja dochodów wymiernym czynnikiem ryzyka (Europa).
- Poszukiwanie „bezpiecznych przystani”, wyprzedaż płynnych aktywów (akcje i obligacje przedsiębiorstw są głównymi kandydatami do przeszacowania).
- Euro osłabia się.

- > - Selektywna eskalacja militarna z kapitulacją dużych rynków i paniczną wyprzedażą.
- Kryzys gospodarczy i finansowy w Rosji odbija się na cenach krajowych i przenosi do Europy Wschodniej.

- > - Kryzys gospodarczy i finansowy w Rosji odbija się na cenach krajowych i przenosi do Europy Wschodniej.
- Preferowane klasy aktywów: Stany Zjednoczone, Ameryka Łacińska, Chiny; selektywne podejście od europejskiego segmentu „wartości” + jakość.
- Ceny energii pozostają na wysokim poziomie
- Banki centralne powracają do normalizacji, spłaszczenie krzywych rentowności.
- Wysokie ryzyko recesji zysków (Europa).
- Osłabienie euro, załamanie rubla, zamieszanie na rynku walutowym.

- > - Chińskie aktywa są prawdziwym dywersyfikatorem zapewniającym realne zyski + RMB >USD; euro słabnie.
- Banki centralne powracają do kontroli inflacji; spłaszczenie krzywych rentowności.
- Wzrost premii za globalne ryzyko, ale występuje ryzyko recesji globalnych zysków.

- > - Walka z globalną stagflacją: dyskusyjny ruch rentowności na długim końcu krzywej.
- Ujemne stopy realne, po korekcie powrót do akcji i obligacji korporacyjnych oraz poszukiwanie realnych stóp zwrotu na rynkach wschodzących.
- Poszukiwanie bezpiecznych aktywów płynnych (gotówka, papiery skarbowe, akcje o wysokiej jakości oraz akcje z segmentu „wartości”).

- > - Można oczekiwać najgorszego, w tym konfrontacji militarnej Zachodu i Rosji.

Ukraina – raport specjalny

Anatomia kryzysu

Czego się spodziewać?

Poniżej opisujemy dwa możliwe wyniki [B] i [C] z podzbiorem potencjalnych zmian (1, 2, 3 ...) oraz ich wpływ na gospodarkę i rynki finansowe.

[B] Rozstrzygnięcie w trakcie kilku tygodni lub miesięcy

B1] Akceptowalne wyjście dla Putina (analogicznie do Kuby w 1962 r.?) – Udana rozmowa dyplomatyczna Ukrainy i Rosji i/lub odstraszący wpływ sankcji.

Skutki gospodarcze (B1)

- Banki centralne powracają do retoryki normalizacji, ale europejski wzrost spowalnia, co grozi recesją (będąca następstwem wcześniejszych problemów oraz błędów EBC w zakresie podnoszenia stóp i zacieśniania ilościowego).
- Preferowane klasy aktywów to Stany Zjednoczone, eksporterzy surowców z Ameryki Łacińskiej oraz Chiny.

Rynki finansowe (B1)

- Preferowane są akcje związane z obronnością oraz bezpieczeństwem cybernetycznym.
- W ostatecznym rozrachunku na kryzysie mogą skorzystać również akcje z sektora IT.
- Ceny energii pozostaną wysokie do momentu osiągnięcia strukturalnej dywersyfikacji dostawców (która zajmie wiele lat).

B2] Rosja wygrywa: kończy rządy Zeleńskiego, zastępuje go rządem marionetkowym i przygotowuje się do przekroczenia nowych „czerwonych linii”.

Skutki gospodarcze (B2)

- Konflikt na Ukrainie otwiera Rosji drzwi do dalszych działań w Europie, ze wskazaniem na kraje bałtyckie i Polskę.
- Wojna domowa w Rosji/na Ukrainie z wielkimi stratami ludzkimi.
- Rosja testuje NATO atakami cybernetycznymi, NATO odpowiada, Rosja przekracza nowe „czerwone linie” w przyszłości.
- Chiny będą chciały pokazać swoją rolę w nowym porządku międzynarodowym.
 - > Mogą wybuchnąć inne konflikty zbrojne.

Rynki finansowe (B2)

- Ceny energii pozostają wysokie.
- Niestabilność rynku (rynki zaczynają dyskontować możliwość przekroczenia przez Rosję nowych „czerwonych linii”).
- Recesja dochodów wymiernym czynnikiem ryzyka (Europa).
- Poszukiwanie bezpiecznych schronień, wyprzedaż płynnych aktywów (akcje, obligacje korporacyjne).
- Euro osłabia się.

B3] Oblężenie Kijowa w ramach wojny domowej, duża liczba ofiar (rozwiązanie w stylu Czeczenii).

Skutki gospodarcze (B3)

- Masakra w Kijowie i innych miastach: liczba ofiar jest nie do przyjęcia dla zwykłych Rosjan.
- Będzie to prawdopodobnie wiązało się z jakąś formą bezpośredniej konfrontacji wojskowej z Zachodem (ale nie z eskalacją nuklearną).

Rynki finansowe (B3)

- Kapitulacja rynków i paniczna wyprzedaż.

Ukraina – raport specjalny Anatomia kryzysu

B4] Rosja przegrywa: znaczący sprzeciw zagraża reżimowi Putina.

- Krajowe, autorytarne represje zaostrzają się, co prowadzi do niepokojów społecznych i/lub wojny domowej w Rosji.

Skutki ekonomiczne (B4)

- Rosja popadnie w recesję gospodarczą i kryzys finansowy o ograniczonych skutkach globalnych, jeśli nowa rosyjska struktura będzie postrzegana jako „zachodni satelita”.

Rynki finansowe (B4)

- Wyprzedaż na rynkach, po której świat może stać się rozdrobnioną układanką, w której faworyzowane będą aktywa amerykańskie i azjatyckie, a być może także europejskie, jeśli uda się uniknąć głębokiej recesji.

B5] Deeskalacja nuklearna wspierana przez Chiny: Wojenne manewry błyskawiczne.

- UE/Stany Zjednoczone wprowadzają nowe sankcje – przytłaczająca siła w cywilizowanej formie.
- Chiny przyłączają się do Zachodu w potępianiu przemocy.
 - > Rosja wstrzymuje operacje militarne. Gospodarka jest zamrożona, ale reżim polityczny przetrwał.

Skutki gospodarcze (B5)

- Opóźnienia w łańcuchach dostaw surowców (w tym ropy naftowej, gazu ziemnego, węgla, niklu, aluminium, palladu, tytanu, rudy żelaza) – zakłócenia lub wstrzymanie handlu.
- Czynniki hamujące globalny wzrost gospodarczy.
- Rosja wpada w systemowy kryzys finansowy i recesję gospodarczą (której głębokość zależy od długości wojny).
- Coraz śmielsze wysiłki fiskalne i monetarne. EBC wycofuje się z normalizacji.
- Kryzys migracyjny uderza w Europę.
- Europa wdraża nową doktrynę wojskową.

Rynki finansowe (B5)

- Utrzymująca się presja na rynki energii.
- Rynki finansowe na nieznanym wodniu (ze względu na ryzyko systemowe na rynkach rosyjskich).
- Ucieczka do jakości (klasyczne bezpieczne przystanie).
- Odcięcie niektórych banków rosyjskich od systemu SWIFT zachęca do korzystania z alternatywnych kanałów, w tym kryptoaktywów (np. Ethereum).

[C] Rozwiązanie konfliktu trwa dłużej.

Militarny impas – Ukraina stawia opór, a rosyjska ofensywa trwa przez wiele miesięcy.

C1] Długotrwała walka zbrojna, ale konflikt o niskiej intensywności.

Skutki gospodarcze (C1)

- Ofiary cywilne i wojskowe.
- Ograniczone zakłócenia globalnego łańcucha dostaw.
- Rosnące niezadowolenie i gniew społeczeństwa w Rosji.
- Eskalacja nałożonych na Rosję sankcji.
- Rozszerzenie NATO, do którego prawdopodobnie dołączą kraje nordyckie, ale bez bezpośredniej konfrontacji wojskowej.
- Stagflacja w Europie.
- EBC traci de facto swoją niezależność. Będzie musiał ponownie rozważyć bezpośredni bądź pośredni skup aktywów (w celu wsparcia wydatków na obronność i transformację energetyczną).



Ukraina – raport specjalny Anatomia kryzysu

Rynki finansowe (C1)

- Walka z globalną stagflacją: Banki centralne ponownie w centrum zainteresowania w następstwie wątpliwego ruchu na długim końcu krzywej rentowności oraz globalnych warunków finansowych.
- Stopy realne pozostają ujemne: po korekcie inwestorzy zaangażują się w akcje i obligacje korporacyjne, szukając źródeł realnego zwrotu na rynkach wschodzących.
- Poszukiwanie bezpiecznych aktywów płynnych (gotówka, papiery skarbowe, akcje o wysokiej jakości oraz akcje z segmentu „wartości”).

C2] Długotrwała walka zbrojna i duże oddziaływanie: spodziewajcie się najgorszego

- Możliwość użycia broni jądrowej.
- Globalne ryzyko systemowe, globalna stagflacja, krach na rynkach finansowych i ich wysoka niestabilność.

Okres wojny może usprawiedliwiać silną represję finansową. Stopy realne pozostaną głęboko ujemne.

Sfinalizowano 1 marca 2022 r.

Ukraina – raport specjalny Pytania i odpowiedzi

Wy pytacie, my odpowiadamy

Nasze odpowiedzi na najważniejsze pytania dotyczące kryzysu ukraińskiego

1] Czy gospodarka światowa wejdzie w stan stagflacji, czy nie?



Pierre BLANCHET,
Szef ds. analiz inwestycyjnych

Im dłużej będzie trwał konflikt, tym bardziej pogorszy się zaufanie konsumentów i przedsiębiorców.

Wojna na Ukrainie toczy się w kontekście spowalniającego globalnego wzrostu gospodarczego i wysokiej inflacji. Ożywienie po Covid-19 jest już za nami – oczekiwano, że gospodarki będą zmierzać w kierunku poziomu potencjalnego, ponieważ uwolnienie wąskich gardeł i ograniczeń w łańcuchu dostaw złagodziło presję inflacyjną. Inwazja Rosji spowodowała jednak, że ceny energii osiągnęły rekordowy poziom, a krótkoterminowa widoczność zmniejszyła się.

W szczególności w przypadku Europy oczekujemy słabszej dynamiki popytu wewnętrznego, na którą negatywnie wpływa **wyższa inflacja (rosnące ceny energii i surowców), wyższych cen produkcji wpływających na marżę zysku przedsiębiorstw, wyższych stóp procentowych wpływających na inwestycje oraz osłabionej przez wyższe koszty „siły ognia” NGEU**. Jest to szok niepewności, który w krótkim okresie może wpłynąć na dynamikę inwestycji przedsiębiorstw i konsumpcji gospodarstw domowych. Sankcje wobec Rosji mogłyby ograniczyć eksport ważnych surowców i zbóż, oprócz ropy naftowej i gazu. Braki w zaopatrzeniu mogą ostatecznie wyrzucić negatywny wpływ na produkcję przemysłową, a konsumenci mogą odczuć skutki wyższych cen żywności.

Im dłużej będzie trwał konflikt, tym bardziej pogorszy się zaufanie konsumentów i przedsiębiorców i tym bardziej prawdopodobne będzie, że inflacja pozostanie wysoka, a aktywność gospodarcza spowolni. Ze względu na bliskość geograficzną i zależność energetyczną, szok zaufania byłby silniejszy w Europie kontynentalnej niż w Stanach Zjednoczonych. Wiąże się to głównie z tym, że obecny kryzys może połączyć się z kryzysem migracyjnym (w krajach sąsiadujących z Ukrainą jest już prawie 400 tysięcy uchodźców).

Oczekujemy, że w krótkim okresie zarówno EBC, jak i Fed zachowają ostrożność. Obydwie instytucje będą prawdopodobnie chciały zasignalizować chęć normalizacji polityki monetarnej w tym roku, aby zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne, co może wyrzucić dalszą presję na spadek popytu. Fed i EBC nie będą jednak podchodzić do polityki monetarnej w ten sam sposób. Fed może łatwiej niż EBC uzasadnić podwyżkę stóp i wstrzymanie skupu aktywów. Ryzyko wyraźnego spowolnienia gospodarczego jest znacznie większe w Europie niż w Stanach Zjednoczonych. Kilka gospodarek europejskich może wejść w stan stagflacji do końca 2022 r. lub w 2023 r.

Z powodu spowolnienia wzrostu gospodarczego i wysokiej inflacji można powiedzieć, że w ostatecznym rozrachunku siły stagflacyjne już działają. **Stagflacja w prawdziwym znaczeniu tego słowa (gwałtowne spowolnienie lub nawet recesja z utrzymującą się presją inflacyjną) wystąpi jednak tylko wtedy, gdy konflikt na Ukrainie przycichnie i wprowadzonych zostanie kilka warstw sankcji.**

Sfinalizowano dn. 27 lutego 2022.

Ukraina – raport specjalny Pytania i odpowiedzi

2] Polityka banków centralnych: zacieśnianie czy nie?



Valentine AINOUCZ,
Zastępca szefa Działu Badań nad
Rynkami Rozwiniętymi

*Konflikt rosyjsko-ukraiński
spowoduje wzrost inflacji.*

Kryzys na Ukrainie może opóźnić normalizację polityki pieniężnej w strefie euro, ale nie może jej wyhamować, a ponadto powinien mieć bardzo ograniczony wpływ na decyzje Fedu.

W lutym uczestnicy rynku dokonali radykalnego przewartościowania oczekiwań inflacyjnych i działań w zakresie polityki pieniężnej. Sądzymy, że pomimo dramatycznej eskalacji działań wojennych banki centralne podejmą działania i ograniczą akomodację.

Inflacja w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro pozostaje na rekordowym poziomie, a konflikt rosyjsko-ukraiński dodatkowo zwiększy jej odczyty — zwłaszcza w Europie, gdzie kluczowe znaczenie będą mieć ceny energii (a konkretnie gazu ziemnego). Minie trochę czasu, zanim efekty drugiej rundy wpłyną na wzrost gospodarczy poprzez spadek dochody rozporządzalnego, ale jednocześnie najnowsze dane gospodarcze potwierdzają silne ożywienie w gospodarkach rozwiniętych.

Rynek pracy w Stanach Zjednoczonych przeżywa rozkwit dzięki bardzo wyraźnemu wzrostowi płac. Ożywienie na rynku pracy jest również imponujące we wszystkich krajach strefy euro, chociaż wzrost płac pozostaje jak dotąd stłumiony.

W strefie euro nowe marcowe prognozy gospodarcze mogą otworzyć drzwi do podwyżki stóp w 2022 r. i, pośrednio, do zakończenia programu skupu aktywów w III kwartale. Oczekujemy jednak, że EBC będzie bardziej ostrożny. Członek Rady Prezesów Francois Villeroy de Galhau stwierdził, że EBC „oczywiście uważnie monitoruje rozwój sytuacji geopolitycznej oraz jej możliwe implikacje gospodarcze i finansowe”. „Fakultatywność — w kwestii właściwego nastawienia monetarnego — oraz elastyczność — w celu zagwarantowania właściwej transmisji monetarnej — to dwa kluczowe aspekty naszej polityki”.

Fed podniesie stopy w marcu (o 25 p.b.), a w II kwartale rozpocznie „umiarkowane” zacieśnienie ilościowe, aby nie osłabić potencjału rynków akcji. **Dostrzegamy niespójność końcowej stopy Fedu, która powinna wzrosnąć, jeśli instytucja ta zamierza przywrócić inflację do poziomu 2%.**

Sfinalizowano dn. 27 lutego 2022.

Ukraina – raport specjalny Pytania i odpowiedzi

3] Jak w tym nowym kontekście rozgrywać rotację w kierunku segmentu „wartości” w Europie?



Éric MIJOT,
Szef Działu Badań nad Strategią
Rynków Rozwiniętych

Orientacja na segment „wartości” może ułatwić przetrwanie zawirowań.

Od jesieni 2020 r. czynnik „wartości”, mierzony indeksem MSCI Europe, rozpoczął fazę odbicia w porównaniu z orientacją na segment „wzrostu”. Historyczna luka w wycenie pomiędzy tymi dwoma czynnikami oraz odbicie w zakresie długoterminowych stóp procentowych i oczekiwań inflacyjnych istotnie przyczyniły się do tego zwrotu. W okresie od końca października 2021 r. do 10 lutego 2022 r., kiedy Stany Zjednoczone ostrzegły przed inwazją na Ukrainę na pełną skalę, MSCI Europe Value wyprzedził MSCI Europe Growth o 15%. Od tego momentu MSCI Europe spadł (-7% do 24 lutego) – ruch ten został wzmocniony przez sektor bankowy (-14%), często kojarzony z orientacją na segment „wartości”, choć sam MSCI Europe Value spadł tylko nieznacznie bardziej niż rynek (-8%).

W istocie, inne przeważone sektory z segmentu „wartości” zrównoważyły słabe wyniki banków. Indeks ten ma ekspozycję na trzy kategorie sektorów: 1) sektor finansowy (przeważone o 10%, w tym 6% w przypadku banków); 2) sektory energetyczny i materiałowy (przeważone o 7%); oraz 3) sektory defensywne, takie jak usługi komunalne i komunikacyjne, podczas gdy tradycyjne sektory cykliczne (przemysł, konsumenckie dobra luksusowe oraz IT) są niedoważone o 16%.

Na froncie gospodarczym kryzys rosyjsko-ukraiński może ostatecznie doprowadzić do mniejszego wzrostu i większej inflacji w Europie, napędzanej w szczególności przez ceny energii. **Ponadto, wraz ze wzrostem ryzyka, koszt ryzyka może wzrosnąć także na poziomie bankowym.** Jeżeli sytuacja geopolityczna skomplikuje się, indeks MSCI Value Europe może jeszcze bardziej ucierpieć w pierwszej grupie sektorów (finanse), ale ekspozycja na surowce i akcje defensywne powinna pozwolić mu na zaabsorbowanie szoku w kategoriach względnych, tak jak miało to miejsce w ostatnich tygodniach. Wreszcie, nie zapominajmy, że dodatkowym argumentem jest zysk oferowany przez segment „wartości” (około 3,5%, w porównaniu do około 1,5% dla akcji z segmentu „wzrostu”).

Podsumowując, segment „wartości” ma potencjał, aby przetrwać zawirowania. Połączenie go z orientacją na jakość, w ramach której preferowane są spółki bez dźwigni finansowej, również ma sens. Wreszcie, nie zapominajmy, że kryzysy wynikające z geopolityki są często przejściowe i generują możliwości, które w średnim okresie mogą przynieść korzyści orientacji na segment „wartości” – zwłaszcza, że w najbliższych latach poziom inflacji będzie prawdopodobnie trwale wyższy.

Sfinalizowano dn. 27 lutego 2022.

Ukraina – raport specjalny Pytania i odpowiedzi

4] Jaki może być wpływ wojny na Ukrainie na rynki wschodzące?



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

Większość negatywnych skutków będzie koncentrować się na obszarach położonych w pobliżu strefy konfliktu.

Jeśli chodzi o rynki wschodzące, **większość negatywnych skutków będzie koncentrować się na obszarach położonych w pobliżu strefy konfliktu oraz na importerach netto ropy naftowej/gazu.**

Europa Wschodnia ucierpi z powodu bezpośredniej ekspozycji handlowej na Rosję, a także pośrednio z powodu osłabienia, jakie obecny kryzys powoduje w najważniejszych krajach europejskich, takich jak Niemcy, będące jednym z najważniejszych partnerów handlowych regionu.

Przedłużający się konflikt może spowodować napływ **uchodźców, co obciąży budżety państw, które nie odzyskały jeszcze dobrej kondycji po pandemii.** Pod tym względem najbardziej zagrożone kraje to Węgry i Rumunia. W przypadku **Polski**, która już teraz boryka się z problemami związanymi z przestrzeganiem zasad dostępu do Funduszu Europejskiego, napływ uchodźców może spowodować przesunięcie środków z bardziej produktywnych pozycji. Podczas gdy **importerzy netto ropy i gazu** ucierpią z powodu pogorszenia sytuacji zewnętrznej i fiskalnej (wysoki rachunek za import i wysokie koszty subsydiów energetycznych) – w szczególności ci z podwójnym deficytem, jak Indie – **eksporterzy surowców** w ujęciu względnym skorzystają na ostatnich wydarzeniach. W istocie, **Ameryka Łacińska** jest nie tylko fizycznie oddalona i najmniej powiązana handlowo ze strefą konfliktu, ale nawet najbardziej pozytywnie skorelowana z cyklem surowcowym, czy to poprzez ropę naftową, czy poprzez metale (wyjątkiem jest jedynie Meksyk, w przypadku którego korelacja ta jest mniej dodatnia). Tymczasem zmiana stanowiska Chin na bardziej neutralne pod względem strategicznym jest ważnym elementem, który należy rozważyć w kontekście skuteczniejszych rozmów pokojowych w najbliższej przyszłości. Jeśli chodzi o rynek akcji, to mimo iż nadal przeważa ostrożna postawa, a selektywność ma kluczowe znaczenie, trendy występujące przed kryzysem powinny się umacniać: **brazylijski indeks akcji**, na który już wcześniej wpływała rotacja w kierunku segmentu „wartości”, okazał się dość odporny na ostatnie wydarzenia. W obszarze instrumentów stałodochodowych w związku z wysokimi cenami ropy naftowej oraz bardziej niepewnymi perspektywami wzrostu gospodarczego i inflacji preferowany jest **dług denominowany w twardej walucie**, co ma negatywny wpływ na **dług denominowany w walutach lokalnych**. Obligacje denominowane w walutach lokalnych mogą okazać się mniej atrakcyjne w czasach kryzysu, ponieważ zbliżanie się do stagflacji oznacza bardziej długotrwałą, wysoką inflację, a także możliwość, że opóźnione łagodzenie polityki pieniężnej zmniejszy zainteresowanie obligacjami o długim terminie wykupu oraz walutami rynków wschodzących.

Sfinalizowano dn. 2 marca 2022.

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

Aktualizacja miesięczna

Zmieniamy narrację naszego scenariusza, aby uwzględnić konsekwencje wojny na Ukrainie. Zwiększamy prawdopodobieństwo realizacji naszego scenariusza negatywnego do 30% (z 15%), aby odzwierciedlić rosnące ryzyko stagflacji. Prawdopodobieństwo realizacji naszego scenariusza centralnego spada do 60% (z 70%), a prawdopodobieństwo realizacji scenariusza pozytywnego spada do 10% (z 15%). W tym nowym kontekście geopolitycznym i gospodarczym spodziewamy się ponownej wyceny premii za ryzyko we wszystkich klasach aktywów.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY
30%

Ponowne załamanie w kierunku stagflacji

Analiza

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

Implikacje rynkowe

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

SCENARIUSZ GŁÓWNY
60%

Wyboista droga, regionalne rozbieżności

Analiza

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

Implikacje rynkowe

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

SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY
10%

Zrównoważony wzrost gospodarczy sprzyjający włączeniu społecznemu

Analiza

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

Implikacje rynkowe

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

Geopolityka Tematy związane z Covid-19 Plany ożywienia lub warunki finansowe System gospodarczy lub finansowy Oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji Wyplacalność emitentów prywatnych i publicznych Polityka monetarna i fiskalna Tematy społeczne lub związane z klimatem

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Zwiększamy prawdopodobieństwo wystąpienia czynników ryzyka gospodarczego i geopolitycznego z 20% do 30%, aby uwzględnić wojnę na Ukrainie i jej potencjalny wpływ na ryzyko gospodarcze i finansowe. Czynniki ryzyka związane z Covid-19 zaliczamy do ekonomicznych.

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

RYZIKO EKONOMICZNE
30%

- **Globalna recesja** wywołana szokiem naftowym i gazowym oraz pogorszeniem nastrojów w związku z impasem na Ukrainie.
- **Kryzys gospodarczy w Europie Wschodniej** w wyniku załamania się rosyjskiej gospodarki, wzrostu cen energii, niekontrolowanej inflacji oraz kryzysu migracyjnego.
- **Pandemia 3.0**
 - Po omikronie (pandemii 2.0) bardziej niebezpieczny i odporny na szczepionki wariant rozpoczyna nową falę.
 - Nowe blokady lub ograniczenia mobilności mogą jeszcze bardziej osłabić globalne ożywienie gospodarcze.
- **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.
- **Błędna polityka monetarna**
 - Błędna komunikacja banków centralnych w kontekście wysokiej niepewności geopolitycznej.
 - Banki centralne nie doceniają siły inflacji napędzanej podażą i tracą nad nią kontrolę.
- **Katastrofy naturalne związane ze zmianami klimatycznymi** szkodzą widoczności wzrostu gospodarczego i równowadze społecznej.

RYZIKO FINANSOWE
20%

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

RYZIKO (GEO)POLITYCZNE
30%

- **Wojna na Ukrainie***
 - Krótkoterminowe rozwiązanie po sukcesie militarnym Rosji: rynki pozostają niestabilne, ponieważ inwestorzy zaczynają wyceniać przekraczanie przez Putina nowych „czerwonych linii”.
 - Przedłużające się walki zbrojne prowadzące do konfliktu o dużej intensywności, który będzie skutkować konfrontacją militarną z Zachodem i potencjalną kapitulacją rynku.
- **Fragmentacja polityczna UE** i głosy populistów powodują brak porozumienia co do sposobu zarządzania stosunkami z Rosją
- **Stany Zjednoczone zajmują twarde stanowisko wobec Chin**, aby zablokować wszelkie próby inwazji na Tajwan. Przypadkowe konfrontacje na Morzu Południowochińskim lub w Cieśninie Tajwańskiej.
- **Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących spowodowana:**
 - chaotycznym zarządzaniem kryzysem epidemicznym;
 - wzrostem cen żywności i energii, prowadzącym do fali 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).

* **Więcej szczegółów na temat potencjalnych wyników można znaleźć w specjalnej tabeli dotyczącej Ukrainy na stronie 12.**

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

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

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

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

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

- Obligacje korporacyjne i akcje, EMBI

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Po- gląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=		Ostatnie tygodnie charakteryzowały się większą zmiennością na rynkach, do czego przyczyniły się bardziej jastrzębi ton Fedu i rosnące ryzyko geopolityczne. W warunkach rosnących realnych stóp zwrotu i ryzyka inflacji warto rozważyć inwestycje w akcje, ale kluczowa jest ich selekcja.
	Segment „wartości”, USA	+	▼	Rotacja w kierunku segmentu „wartości” jest trendem średnioterminowym, wspieranym przez rosnące stopy realne, i naszym zdaniem będzie ona kontynuowana, ponieważ wzrost gospodarczy pozostaje solidny, a dyskonto wycen jest nadal atrakcyjne. Analizujemy spółki o wysokiej wartości.
	Segment „wzrostu”, USA	-	▲	Ogólnie rzecz biorąc, wzrost gospodarczy pozostaje przeszacowany, a jeśli realne stopy procentowe wzrosną, może on ulec dalszemu osłabieniu. Przyznajemy jednak, że po ostatnich wahaniach atrakcyjne staną się wybrane spółki wzrostowe z branży technologicznej.
	Europa	=	▼	Widoczność europejskich akcji maleje w obliczu zaostrzającego się konfliktu na linii Rosja-Ukraina oraz rosnących cen energii. Mimo że ponowne ożywienie gospodarcze nadal dobrze wróży temu regionowi, przyjmujemy neutralne stanowisko, aby ponownie ocenić rozwój konfliktu i jego gospodarcze implikacje dla tego obszaru.
	Japonia	=		Dostosowawcza polityka monetarna i fiskalna, wraz z poprawiającymi się wynikami finansowymi, powinny sprzyjać japońskim ryнком. Obserwujemy rozwój pandemii oraz ewentualnie wynikające z niego źródła presji.
	Chiny	=/+		Lepsza widoczność polityki wynikająca z jej wyraźnego złagodzenia, w połączeniu z bardziej zrównoważonym podejściem do wzrostu gospodarczego, które powinno pomóc w eliminacji ryzyka systemowego, stanowi wsparcie dla chińskich akcji. W najbliższym czasie występować będzie jednak niepewność związana z polityką zerowej tolerancji dla Covid-19. Wszystko to wymaga czujnego i selektywnego podejścia do chińskich akcji.
	Rynki wschodzące	=		Rynki wschodzące stanowią zróżnicowane uniwersum, w ramach którego inwestorzy powinni skupić się na istotnych czynnikach, aby uniknąć stosowania jednolitego podejścia – można tu wymienić eksport surowców, silny popyt wewnętrzny (kraje „samodzielne”), kraje zorientowane na segment „wartości” oraz kraje o ograniczonej podatności na zagrożenia zewnętrzne. Ogólnie rzecz biorąc, nadal ważne są czynniki specyficzne dla poszczególnych krajów oraz selekcja oddolna.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	-		Chociaż uważamy, że Fed podniesie stopy procentowe w tym roku kilka razy (a konkretnie cztery), zachowujemy ostrożność i elastyczność w zakresie duracji i jesteśmy przekonani, że Fed nie zaostry warunków finansowych do tego stopnia, by spowolnić ożywienie gospodarcze. W warunkach dużej niepewności politycznej i wysokiego ryzyka geopolitycznego najważniejsza jest elastyczność. Obligacje skarbowe indeksowane inflacją wykazują oznaki wysokich wycen.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=		Rynki kredytowe odczuły skutki zaostrzenia polityki przez Fed, mimo że warunki finansowe pozostają dostosowawcze. Uważamy, że obecne wyceny odzwierciedlają pozytywne fundamenty, ale istnieje niepewność co do przyszłej polityki banku centralnego. Dlatego też dążymy do minimalizacji ekspozycji na durację i szukamy dochodów na rynkach instrumentów sekurytyzacyjnych.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Chociaż spready instrumentów wysokodochodowych wzrosły w związku z zacieśnieniem polityki Fedu, sądzymy, że zjawisko to jest w większym stopniu związane z ryzykiem płynności, a mniej z fundamentalnymi obawami o zdolność kredytową. Niemniej jednak monitorujemy wpływ przyszłej polityki pieniężnej na tę klasę aktywów i trzymamy się z dala od firm, które mogłyby niszczyć wartość poprzez zwiększanie dźwigni finansowej.
	Skarbowe Europa	-/=		Względnie jastrzębi EBC wspiera nasze ostrożne stanowisko w kwestii duracji w związku z przekonaniem o wzrostowej trajektorii stóp zwrotu, ale podchodzimy elastycznie do różnych regionów geograficznych i krzywych, aby skorzystać z taktycznych ruchów napędzanych przez nastroje związane z ryzykiem. Ścieżka polityki EBC nie będzie prosta i staje się coraz bardziej niepewna w obliczu rosnącego ryzyka związanego z kryzysem rosyjsko-ukraińskim.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=	▼	Ostatnie komunikaty EBC wskazują na zmienność tej klasy aktywów w najbliższym czasie ze względu na zmniejszające się wsparcie ze strony programu skupu aktywów, wzrost rentowności obligacji bazowych oraz wyższe premie za płynność. Fundamenty przedsiębiorstw (kondycja bilansu, zyski) są jednak dobre. Szukamy możliwości znalezienia względnej wartości w klasie inwestycyjnej i preferujemy aktywa o krótszym terminie zapadalności.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=		Fundusze hedgingowe zapewniają możliwość inwestowania przy umiarkowanym ryzyku, ale zachowujemy czujność w świetle obaw o płynność i presji związanej ze wzrostem rentowności głównych obligacji. Chociaż wskaźniki niewypłacalności pozostają niskie, a my preferujemy okazje stwarzane przez kompresję spreadów obligacji o ratingu BB (wschodzące gwiazdy), staramy się zrównoważyć potencjał dodatkowego zysku z płynnością i jakością, stosując podejście oparte na selekcji oddolnej.
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+		Dostrzegamy względnie stabilny apetyt na chiński dług w warunkach wyraźnego poluzowania polityki pieniężnej, atrakcyjnego carry trade oraz oczekiwań dotyczących napływu kapitału zagranicznego. Utrzymujemy podejście neutralne/pozytywne oraz uważnie obserwujemy otoczenie polityczne.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Obligacje denominowane w twardej walucie zapewniają atrakcyjne zyski, ale inflacja i zacieśnianie polityki w krajach rozwiniętych są dla nas ważnymi czynnikami. Uważamy, że w perspektywie średnioterminowej spready na rynkach wschodzących mogą się zacieśnić w ujęciu zarówno bezwzględnym, jak i względnym w stosunku do rynków rozwiniętych, ale utrzymujemy preferencje dla instrumentów wysokodochodowych w stosunku do klasy inwestycyjnej. Jesteśmy nastawieni defensywnie w kwestii duracji, choć obecnie nieco mniej ze względu na niepewność związaną z działaniami Rosji.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Preferujemy kraje, w których cykle zacieśniania polityki pieniężnej dobiegają końca lub są bliskie szczytu, a stopy realne powracają do dodatniego poziomu, czyli na przykład Chiny (etap łagodzenia polityki pieniężnej w porównaniu z 2021 r.). Podchodzimy jednak ostrożnie do walut rynków wschodzących. Jeśli chodzi o selekcję krajów, w najbliższym czasie przyjmujemy podejście defensywne w stosunku do rosyjskich obligacji i waluty, a ponadto uważnie obserwujemy rozwój sytuacji.
INNE	Surowce			Reżim inflacyjny i wciąż stabilne otoczenie makroekonomiczne pozwalają nam zachować konstruktywne podejście do metali nieślachetnych. Ryzyko geopolityczne może stanowić krótkoterminowe wsparcie dla złota.
	Waluty			Utrzymujemy nasz 12-miesięczny docelowy poziom EUR/USD równy 1,14, ponieważ potencjał wzrostu kursu wspólnej europejskiej waluty jest ograniczony przez relatywnie gotębią postawę EBC (w porównaniu do Fedu). Wydaje się, że oczekiwania dotyczące wyższych stóp procentowych w Europie są już uwzględnione w kursie euro.

LEGENDA



Źródło: Amundi, na dzień 24 lutego 2022 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

IG = obligacje korporacyjne 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 = luzowanie ilościowe.

Ukraina – raport specjalny Prognozy makroekonomiczne i rynkowe

Prognozy makroekonomiczne

(28 lutego 2022)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
USA	5,8	3,2/3,4	2,1/2,3	4,7	6,0/5,7	2,9/2,4
Japonia	1,7	2,1/2,4	0,6/0,9	-0,2	1,3/0,7	0,1/0,6
Strefa euro	5,5	2,0/3,2	1,8/2,3	2,6	5,8/4,5	2,6/2,0
Wlk. Brytania	7,5	3,5/4,2	1,9/2,2	2,6	6,7/5,9	2,8/2,2
Rosja	4,7	-5,6/-3,6	-0,5/-1,5	6,7	13,0/9,0	7,5/5,4
Chiny	8,1	4,2/4,5	4,5/4,9	0,9	2,0/1,4	1,6/1,6
Kraje rozwinięte	5,1	2,8/3,2	1,9/2,2	3,1	5,0/4,3	2,3/1,9
Kraje wschodzące	6,7	3,6/4,1	3,8/4,3	4,4	7,4/6,1	4,7/4,3
Świat	6,0	3,3/3,7	3,0/3,4	3,8	6,1/5,4	3,6/3,2

Kryzys rosyjsko-ukraiński posuwa zmianę reżimu finansowo-gospodarczego o krok dalej, powodując poważniejsze konsekwencje gospodarcze dla niektórych regionów – a zwłaszcza Europy ze względu na jej zależność energetyczną i bliskość geograficzną. Choć ze względu na niepewność co do rozwoju sytuacji i ostatecznego wyniku nadal trudno jest przewidzieć, jaki wpływ na podstawy makroekonomiczne będzie miał obecny kryzys, spodziewamy się, że w ciągu roku inflacja w strefie euro będzie uporczywie utrzymywać się na wysokim poziomie w przypadku energii i żywności, wpływając negatywnie zarówno na popyt, jak i na produkcję. W tym kontekście przejściowa recesja, odpowiadająca dolnym strefom naszych prognoz, nie jest niemożliwa.

Biorąc pod uwagę niepewność związaną z konfliktem Rosja/Ukraina i jego wpływ na globalną dynamikę gospodarczą, zaczęliśmy od wyizolowania kanału ropa/surowce (włączając do naszej 6-miesięcznej analizy przyszłej wartości wyraźniejsze ryzyko geopolityczne), aby ocenić wpływ na prognozy makroekonomiczne dla kluczowych obszarów. Ogólnie rzecz biorąc, sądzymy, że w 2022 r. globalny wzrost gospodarczy zmniejszy się o 0,5% w porównaniu z wcześniejszymi prognozami. Ten spadek wzrostu jest spowodowany głównie przez kraje rozwinięte i wschodzące, które są najbardziej uzależnione od zewnętrznych dostaw ropy i gazu. Globalna inflacja na rynkach wschodzących i rozwiniętych została skorygowana w górę (o około 0,5% w 2022 r.), w zależności od rozkładu wagi kosztów energii w koszykach CPI. W strefie euro inflacja będzie uporczywie utrzymywać się na wysokim poziomie, negatywnie wpływając zarówno na popyt, jak i na produkcję. Dolna granica naszej prognozy wzrostu gospodarczego UE (2,0% w 2022 r.) odpowiada scenariuszowi stagflacji lub przejściowej recesji, w którym jeszcze w 2022 r. wzrost PKB r/r może spowolnić do 0-0,5%.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	25 lutego 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,13	1/1,25	1,21	1,5/1,7	1,85
Strefa euro	-0,5	-0,5	-0,4	0,00	-0,01
Japonia	-0,02	-0,1	-0,02	-0,1	+0,01
Wlk. Brytania	0,50	1,00	1,55	1,25	1,93

Kraje wschodzące

	28 lutego 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Indie	4,00	4,50	4,35	5,00	4,75
Brazylia	10,75	12,25	11,8	10,75	10,90
Rosja	20,00	16,00	b. d.	12,00	b. d.

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich

	25 lutego 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	1,57	1,6/1,8	1,94	1,8/2	2,11
Niemcy	-0,42	-0,2/0	-0,21	-0,1/0,1	-0,05
Japonia	-0,02	-0,10/0	0,00	-0,10/0	0,03
Wlk. Brytania	1,21	1,0/1,20	1,38	1,20/1,40	1,39

Rentowność obl. 10-letnich

	25 lutego 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	1,95	2/2,2	2,06	2,1/2,3	2,13
Niemcy	0,18	0,1/0,3	0,25	0,1/0,3	0,32
Japonia	0,21	0,1/0,3	0,27	0,1/0,3	0,33
Wlk. Brytania	1,43	1,3/1,5	1,54	1,4/1,6	1,58

Prognoza dla walut

	25 lutego 2022	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.		25 lutego 2022	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.
EUR/USD	1,12	1,09	1,13	1,14	1,16	EUR/SEK	10,47	10,61	10,33	10,25	10,11
USD/JPY	115	114	116	118	116	USD/CAD	1,27	1,31	1,26	1,23	1,24
EUR/GBP	0,83	0,84	0,83	0,82	0,84	AUD/USD	0,71	0,70	0,73	0,76	0,75
EUR/CHF	1,04	1,03	1,06	1,10	1,08	NZD/USD	0,67	0,65	0,69	0,68	0,71
EUR/NOK	10,05	10,16	9,86	9,55	9,75	USD/CNY	6,32	6,45	6,40	6,30	6,50

Źródło: Instytut Amundi

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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

METODOLOGIA

— Scenariusze

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

— Ryzyko

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



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

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

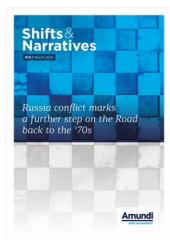
ASSET CLASS VIEWS



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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



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

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

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

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

WORKING PAPERS



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

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

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

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

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

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

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

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Special Ukraine

Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock

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

Special Ukraine

Russia-Ukraine escalation adds to the case for additional protection (23-02-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute

Special Ukraine

European equity market: the great value rotation and the dividend appeal (11-02-2022)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value - IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions

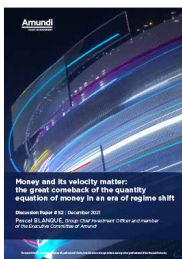
Russia-Ukraine tensions: geopolitical risk adds volatility to risk assets (1-02-2022)

BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - SANDRINI Francesco, Head of Balanced, Income & Real Return - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst, Global Research - FIEJKA Marcin, Head of CEEMEA Equities

25-26 January FOMC review: giving the all clear for March hike (28-01-2022)

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

DISCUSSION PAPERS



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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

THEMATIC PAPERS



The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the "new look" of fashion (20-01-2022)

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

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°4 The Electronics and ICT sector: designing a new matrix (10-01-2022)

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

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



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

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

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 Bottom-up
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Strategies Asset Allocation

OŚWIADCZENIE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty sprzedaży, zaproszenia do złożenia oferty kupna ani rekomendacji jakiegokolwiek papieru wartościowego lub innego produktu czy usługi. Wszelkie papiery wartościowe, produkty lub usługi, o których mowa w niniejszym dokumencie, mogą nie być zarejestrowane do sprzedaży przez odpowiednie władze w Państwie jurysdykcji i mogą nie być regulowane lub nadzorowane przez jakiegokolwiek władze rządowe lub podobne organy w Państwie 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 2 marca 2022 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 2 marca 2021

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

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus

Redaktor naczelny

BLANQUÉ Pascal, Przewodniczący Instytutu Amundi

Redaktor

DEFEND Monica, Szef Instytutu Amundi

Autorzy z Instytutu Amundi

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

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

BERTONCINI Sergio, starszy specjalista ds. strategii badań instrumentów stałodochodowych

BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych

BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych

CESARINI Federico, Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. analiz strategii wieloaktywowych

Zastępcy redaktora

BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych

BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych

DROZDIK Patryk, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

HUANG Claire, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

MIJOT Éric, Szef Działu badań nad strategią rynków rozwiniętych

PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych

USARDI Annalisa, starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

Z udziałem Amundi Investment Insights

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights

CARULLA Pol, Amundi Investment Insights

FIOROT Laura, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia

PONCET Benoît