

Research

Nr 2
2022 luty

CROSS ASSET

Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Szybko i wściekle, czyli zawirowania na rynku

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

Powrót do zerowych stóp realnych

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 2 - luty 2022 r.

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Szybko i wściekle, czyli zawirowania na rynku s. 3

Niedawny gwałtowny wzrost rentowności nominalnych i realnych znalazł odzwierciedlenie w silnych ruchach na rynkach akcji, powodując rotację z segmentu „wzrostu” do segmentu „wartości”. Sądzymy, że niepewność (Covid, geopolityka) będzie się utrzymywać, ponieważ rynki wyceniają ścieżkę inflacji, wzrostu gospodarczego i polityki monetarnej. W tym otoczeniu inwestorzy powinni powstrzymać się przed pokusą zwiększania ryzyka. Zamiast tego powinni trzymać się podstawowych przekonań, takich jak ostrożne, elastyczne podejście do duracji, umiarkowanie pozytywne podejście do obligacji przedsiębiorstw oraz neutralne nastawienie do akcji. Ponadto w przypadku obligacji z rynków wschodzących istnieją możliwości poszukiwania zwrotów, ale występuje też potrzeba większej selektywności w ramach poszczególnych klas aktywów oraz utrzymania należytej dywersyfikacji.

Makroekonomia

Wzrost gospodarczy, inflacja i polityka pieniężna s. 4

Jastrzębi Fed w obliczu spowalniającego tempa wzrostu gospodarczego i utrzymującej się inflacji sygnalizuje wysoką zmienność na rynkach, potwierdzając słuszność naszego ostrożnego podejścia do duracji i potrzebę dużej selekcji aktywów ryzykownych.

Portfele zróżnicowane

Rotacja ryzyka akcji na korzyść Chin i Europy s. 5

Czynniki ryzyka, takie jak inflacja, zniechęcają nas do zmiany neutralnego stanowiska, i to pomimo pozytywnego nastawienia do lewarowanych akcji europejskich oraz bardziej konstruktywnego podejścia do aktywów chińskich.

Instrumenty stałodochodowe

Łatwe warunki finansowe nadal sprzyjają obligacjom korporacyjnym s. 6

Pomimo że rynki dyskontują wiele podwyżek stóp procentowych Fedu w tym roku, warunki finansowe pozostają na razie dostosowawcze i będą kluczowe dla wycen aktywów ryzykownych oraz nastawienia do nich.

Akcje

Rozgrywajcie motyw wartości, uważajcie na ryzyko koncentracji s. 7

Jesteśmy świadkami „chwili prawdy” dla akcji z segmentu „wzrostu”. Rotacja w kierunku segmentu „wartości”, wraz z wyborem spółek odpornych na ryzyko inflacji, pozostaje wieloletnim motywem przewodnim dla inwestorów.

Tematyczne poglądy globalne

Powrót do zerowych stóp realnych s. 8

Realne stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych i Europie osiągnęły ujemne poziomy, co jest niespotykane w najnowszej historii. Ostatnio poziomy takie występowały w latach siedemdziesiątych, a po II Wojnie Światowej pojawiły się zaledwie kilka razy. Uważamy, że powrót do zera mógłby okazać się jednym z kluczowych czynników wpływających na względne stopy zwrotu poszczególnych klas aktywów oraz zmienność. Ruch ten mógłby zaszkodzić rentownościom obligacji skorygowanym o ryzyko oraz obligacjom korporacyjnym klasy inwestycyjnej – powinien wpłynąć na rynek akcji, sprzyjając walorom z segmentu „wartości” względem segmentu „wzrostu” oraz akcjom cyklicznym względem defensywnych, a ponadto powinien też być negatywny dla złota.

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 10
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 11
> Portfele wieloaktywowe Wykrywamy punkty zwrotne rynków	s. 12
> Wnioski z analiz globalnych	s. 13
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 15

Perspektywa makroekonomiczna

> Kraje rozwinięte Perspektywy makroekonomiczne - prognozy rynkowe	s. 16
> Kraje wschodzące Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe	s. 17
> Prognozy makroekonomiczne i rynkowe	s. 18
> Zastrzeżenie dotyczące naszych prognoz/metodologii	s. 19
> Nasze publikacje	s. 20

POGLĄDY CIO

Szybko i wściekle, czyli zawirowania na rynku



Pascal BLANQUÉ,
Szef grupy ds. inwestycji



Vincent MORTIER,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Styczeń przyniósł silne wahania na rynkach, z gwałtownym wzrostem nominalnych i realnych stóp rentowności, co w przypadku akcji spowodowało zdecydowane odejście od segmentu „wzrostu” na rzecz segmentu „wartości”. Przeszacowanie premii inflacyjnej w następstwie wysokich wycen doprowadziło do silnego przeszacowania premii za ryzyko. **W przyszłości będziemy prawdopodobnie świadkami kontynuacji tego bardziej niepewnego i zmiennego otoczenia, ponieważ rynek ocenia obecnie wpływ czterech tematów:** (1) ewolucji wariantu omikron, która może negatywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy i jeszcze bardziej pogłębić wąskie gardła w podaży; (2) niepewności co do reakcji banków centralnych na dane dotyczące wysokiej inflacji (Stany Zjednoczone i Europa), w kontekście pewnego spowolnienia wzrostu gospodarczego i powrotu psychologicznego wymiaru inflacji, z możliwością spirali cenowo-płacowej; (3) powrotu ryzyka geopolitycznego, związanego m.in. z sytuacją w Kazachstanie i na Ukrainie oraz rolą Rosji i Chin w regionie. Sytuacja na rynkach energetycznych i surowcowych jest napięta i zmienna— są one też bardzo narażone na ryzyko polityczne. W Europie kalendarz polityczny zapełnia się coraz bardziej w związku z wyborami we Włoszech i Francji w czasie, gdy opracowywane są nowe zasady fiskalne i wdrażany jest plan Next Generation EU; (4) trwających problemów w chińskim sektorze nieruchomości. Działania decydentów stają się coraz bardziej wspierające, ale inwestorzy powinni zapomnieć o wysokich danych o tempie wzrostu PKB z przeszłości. **W tym kontekście istnieją trzy główne tematy dla inwestorów:**

- **Potwierdzenie ostrożnego podejścia do alokacji ryzyka w krótkim terminie.** Nie jest to czas na zwiększanie ryzyka, ale na utrzymanie się podstawowych przekonań (defensywne podejście do duracji, preferowanie segmentu „wartości”, ochrona przed inflacją). **Jest jeszcze za wcześnie, aby traktować ostatnie przeceny jako punkt wejścia.** Ze strategicznego punktu widzenia w świecie niskich oczekiwanych zwrotów najważniejsze jest, aby inwestorzy zwiększyli dywersyfikację oraz włączyli odpowiednie alokacje — na przykład w rynki azjatyckie, takie jak Chiny i Indie, a także w aktywa realne, które mogłyby skorzystać z otoczenia inflacyjnego. Należy również preferować strategie nisko skorelowane oraz ukierunkowane na zyski bezwzględne lub realne, ponieważ w kontekście rosnących stóp procentowych i inflacji tradycyjna dynamika korelacji akcji i obligacji ma tendencję do zanikania. Płynne strategie alternatywne również mogą pomóc w dywersyfikacji portfeli, podczas gdy efektywne kosztowo rozwiązania staną się jeszcze ważniejsze w świecie niskich stóp zwrotu. Alokacja taktyczna będzie miała również kluczowe znaczenie dla wykorzystania nadarzających się okazji. W drugim półroczu powinniśmy zaobserwować lekkie spowolnienie inflacji i poprawę dynamiki wzrostu gospodarczego (co będzie bardziej pozytywne dla akcji).
- **Zmienność na rynkach akcji rośnie i pozostanie podwyższona, ponieważ rynki przeszacują ścieżkę inflacji i reakcję banków centralnych. Przyzwoity wzrost gospodarczy i rozsądnie dostosowawcze warunki finansowe powinny jednak być w stanie zapobiec poważnemu załamaniu rynku.** Jednocyfrowe stopy zwrotu z akcji w 2022 roku to nasz scenariusz bazowy. W ujęciu regionalnym preferujemy Europę/Japonię i starannie dobrane rynki wschodzące, takie jak Indie i Chiny, gdzie wyceny są bardziej atrakcyjne. **Rynek amerykański może zakończyć rok prawie bez zmian, ale z dużymi dywidendami, które zapewnią okazje do wzrostu wartości względnej.** Strukturalnie wysoka inflacja nie jest jeszcze dyskontowana, a rynek szacuje, że koszt kapitału pozostanie na niskim poziomie przez długi czas. Niewielkie przeszacowanie ryzyka inflacji — i stóp procentowych — może mieć duży wpływ na akcje pod względem wyników i składu (S&P 500 jest zasadniczo rynkiem wzrostu). **Duża rotacja wewnątrz indeksów oraz pomiędzy rynkami „wartości” i „wzrostu” będzie w tym roku głównym tematem dla inwestorów giełdowych. Dlatego inwestorzy powinni przedkładać „wartość” nad „wzrost” na rynku amerykańskim, a tym bardziej na poziomie globalnym. Wyższa inflacja i wyższe stopy procentowe odbiją się na zyskach z akcji i doprowadzą drogie spółki wzrostowe na skraj wytrzymałości.** Segment „wartości” będzie preferowany w stosunku do wzrostowych spółek technologicznych. Jesteśmy również bardziej ostrożni w stosunku do przewartościowanych dużych spółek i preferujemy spółki o wysokiej sile przetargowej w zakresie ustalania cen.
- **W przypadku obligacji zalecana jest elastyczność i przeważanie krótkiej duracji.** Tradycyjne benchmarki obligacji muszą sprostać wyzwaniom związanym z wysokim ryzykiem duracji i niskimi rentownościami. Jeśli stopy wzrosną, indeksy te ucierpią. Inwestorzy powinni zatem preferować elastyczne podejście do instrumentów stałodochoodowych, aby wykorzystać okazje wynikające z braku synchroniczności między działaniami banków centralnych a dynamiką kursów walut. Obligacje są jeszcze w grze, ale konieczna będzie koncentracja na wartości względnej. Możliwości na różnych krzywych i w różnych regionach geograficznych oraz na rynkach aktywów wysokodochoodowych, takich jak obligacje z rynków wschodzących, będą miały kluczowe znaczenie dla wydobycia dodatkowej wartości w warunkach ujemnej rentowności realnej. Inwestorzy mogliby skorzystać na tych zakłóceniach, zwiększając ekspozycję na instrumenty stałodochoodowe, gdy część przeszacowania rentowności będzie już za nami. Na rynkach obligacji korporacyjnych nadal występują możliwości, na przykład w segmencie instrumentów wysokodochoodowych, ale tutaj inwestorzy powinni unikać nadmiernie zadłużonych spółek, które mogą ucierpieć z powodu niższej płynności.

Po całych dekadach tłumienia wielki powrót inflacji będzie oznaczać, że inwestorzy będą musieli zmienić orientację z nominalnych na realne stopy zwrotu. **Rozgrywanie bieżących zawirowań rynkowych będzie miało zasadnicze znaczenie dla generowania zysków, a rzeczywiste stopy zwrotu będą kluczowym motorem działania inwestorów.**

Ogólne nastroje związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka Akceptacja ryzyka



Zachować neutralność i unikać pokusy dodawania słabych fundamentalnie aktywów w czasie gdy warunki finansowe są łatwe, ale wyceny wymagające.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Potwierdzenie rotacji w kierunku segmentu „wartości”.
- ▶ Dostosowanie alokacji akcji w portfelach wieloaktywowych, ogólnie neutralne ryzyko.
- ▶ Bardziej konstruktywne podejście do aktywów chińskich.
- ▶ Dostosowanie kursu walutowego w obliczu ryzyka geopolitycznego.

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

POGLĄDY
ANALITYKÓW

Monica DEFEND,
Globalny szef ds. badań

Jastrzębi Fed w obliczu spowalniającego tempa wzrostu gospodarczego i utrzymującej się inflacji sygnalizuje wysoką zmienność na rynkach, potwierdzając słuszność naszego ostrożnego podejścia do duracji i potrzebę dużej selekcji aktywów.

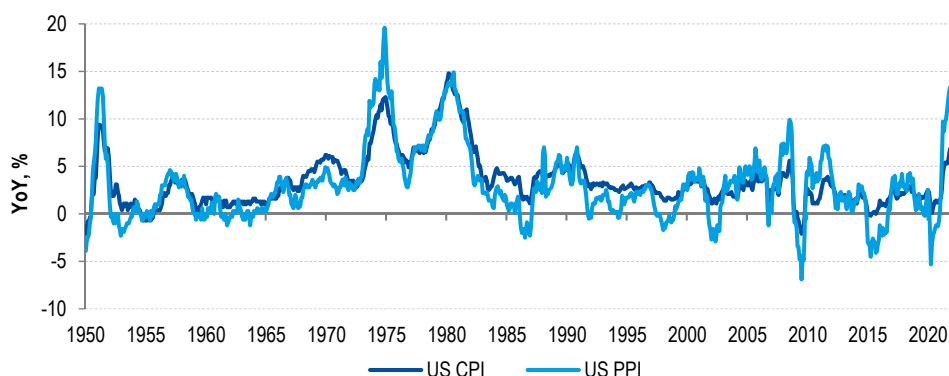
Wzrost gospodarczy, inflacja i polityka pieniężna

Od czasu opublikowania naszych *prognoz* w połowie listopada 2021 r. obserwujemy znaczące zmiany w zakresie głównych tematów związanych z naszymi przekonaniem: **(1) połączenie wzrostu gospodarczego i inflacji oraz (2) sekwencja działań z zakresu polityki pieniężnej. Wzrost gospodarczy i inflacja.** Zauważyliśmy powszechne pogorszenie w zakresie kombinacji wzrost gospodarczy/inflacja. Potwierdzamy spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego i uważamy, że w 2022 r. będzie on stopniowo zwalniał do trendu. W Chinach wybuch epidemii wariantu omikron komplikuje ścieżkę odbudowy w I kwartale. Trzymając się polityki „zero tolerancji” dla Covid, samorządy zaostrzyły zasady dystansu społecznego przed chińskim Nowym Rokiem, co ponownie zaważy na mobilności i konsumpcji usług. **Tymczasem rynek pracy w Stanach Zjednoczonych wykazał powszechną poprawę w zakresie zarówno poziomu, jak i kompozycji zatrudnienia, zaskakując na plus i zachęcając Fed do przyjęcia bardziej jastrzębiego stanowiska.** W tym przypadku kluczowe jest monitorowanie wzrostu płac i nakładów inwestycyjnych. Zakładamy, że wynagrodzenia będą się stabilizować, co zmniejszy ich wkład w inflację oraz presję na marże przedsiębiorstw. Nasze prognozy dla Stanów Zjednoczonych zakładają w szczególności łagodniejszy profil konsumpcji, schłodzenie oszczędności oraz odbudowę zapasów w przyszłości. Jak często wspominaliśmy, spodziewamy się bardziej trwałego globalnego trendu inflacyjnego. Dynamika cen nadal jest uzależniona od czynników pozostających poza kontrolą banków centralnych, co osłabia skuteczność ich interwencji. Od grudnia Fed, Bank Anglii i EBC skorygowały swoje stanowiska, aby kontrolować inflację. Zławsza EBC zaskoczył swoją jastrzębią postawą, choć nadal jest stosunkowo gołębi w stosunku do pozostałych banków centralnych. Przewidujemy, że minie trochę czasu, zanim podwyżki stóp zahamują dynamikę cen, a jednocześnie obawiamy się wpływu zacieśniania ilościowego na warunki finansowania (obecnie dostosowawcze) i gospodarkę realną. Oczekujemy, że wąskie gardła w łańcuchu dostaw rozciągną się na drugą połowę 2022 r., a jednocześnie uważnie obserwujemy różnicę między PPI a CPI, aby dostrzec wczesne oznaki presji na kolejne etapy łańcucha wartości na całym świecie. Jest to ryzyko, które warto rozważyć, ponieważ nie jest ono jeszcze wyceniane przez rynki. Nadchodzący sezon publikacji wyników finansowych powinien rzucić nieco światła na potencjalną kompresję marż, choć jednocześnie

może przynieść rozczarowanie zyskami. Jeśli jednak rozpoczęło się przeniesienie inflacji z producentów na konsumentów, będzie to kolejny czynnik wpływający na wzrost CPI. **Z drugiej strony, dynamika inflacji w Chinach podąża inną ścieżką:** ogólnie rzecz biorąc, odczyty okazały się zaskakująco niskie z powodu nietypowego spadku cen żywności przed inflacją Nowym Rokiem oraz gwałtownego spadku inflacji produkcyjnej, PPI. Oczekujemy, że w 2022 r. inflacja CPI w Chinach pozostanie ograniczona, a inflacja PPI gwałtownie spadnie, co będzie spowodowane wysokimi efektami bazy i wolniejszym wzrostem cen surowców. Globalne surowce wciąż mają pole do wzrostu z powodu nierównowagi popytu i podaży napędzanej przez zieloną transformację. Dynamika ta nabiera wińskiego politycznego: przejście do zerowych emisji netto może zostać opóźnione.

Seqwencja działań z zakresu polityki monetarnej. Pozostajemy przekonani, że Fed, Bank Anglii i EBC będą musiały podjąć działania, aby kontrolować inflację: agresywna postawa Fedu (oraz EBC) przy wysokiej inflacji i spowalniającym wzroście gospodarczym ma negatywny wpływ na aktywa ryzykowne i naraża władze na ryzyko utraty reputacji oraz niestabilność finansową. Podczas gdy profil wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych będzie flirtował z trendem, jesteśmy sceptyczni co do tego, czy wzrost gospodarczy w strefie euro będzie na tyle silny, by uzasadnić zakończenie luzowania ilościowego w 2023 roku. Z kolei Chiński Bank Ludowy nastawił się na większą akomodację, aby kontrolować wahania kursów walutowych i wspierać gospodarkę. Na tym etapie prawdopodobne jest dalsze luzowanie polityki pieniężnej (nie jest to jeszcze nasz scenariusz bazowy), jeśli wzrost gospodarczy będzie nadal rozczarowywał lub jeśli dojdzie do wybuchu nowej epidemii. Wszystko to przekłada się na większą zmienność w przypadku instrumentów stałodochoodowych, wpływając na krótki koniec krzywych rentowności. Będziemy przyglądać się sezonowi publikacji wyników finansowych jako potencjalnemu czynnikowi powodującemu przeszacowanie akcji, które może zaważyć na spreadach obligacji korporacyjnych. Pozostajemy defensywni w zakresie duracji i neutralni w zakresie akcji, kładąc nacisk na akcje z segmentu „wartości”. **Za warunk zmiany pozycjonowania przyjmujemy stabilizację (lub poprawę) kombinacji wzrost gospodarczy/inflacja, która przeloży się na dynamikę realnych stóp procentowych.**

Rozbieżność między PPI a CPI w Stanach Zjednoczonych



Source: Amundi, Bloomberg as on 20 January 2022

PPI - indeks cen producentów, miara inflacji na poziomie przedsiębiorstw. CPI - inflacja cen konsumpcyjnych, miara inflacji, z którą mają do czynienia konsumenci końcowi.

PORTFELE
ZRÓZNICOWANE



Matteo GERMANO,
Szef ds. portfeli zróżnicowanych

Czynniki ryzyka, takie jak inflacja, zniechęcają nas do zmiany neutralnego stanowiska, i to pomimo pozytywnego nastawienia do lewarowanych akcji europejskich oraz bardziej konstruktywnego podejścia do aktywów chińskich.

Rotacja ryzyka akcji na korzyść Chin i Europy

Rozpoczynamy rok z presją inflacyjną, która wydaje się bardziej trwała, a także z gwałtownym wzrostem stóp procentowych i ryzyka geopolitycznego. Z drugiej strony, otoczenie gospodarcze pozostaje konstruktywne, co wynika z mniejszego niż oczekiwano wpływu wariantu omikron. W połączeniu z przyzwoitymi oczekiwaniami co do wyników w kolejnych 12 miesiącach nadal sprzyja to aktywnym ryzykownym. Zmienność i wyceny w niektórych segmentach skłaniają jednak do przyjęcia neutralnej postawy wobec ryzyka. **Uważamy, że inwestorzy powinni unikać pokusy wejścia na rynek bez dokładnej oceny danych fundamentalnych.** Zamiast tego powinni „dostrajać” ekspozycję, równoważąc okazje długoterminowe i taktyczne z wycenami. Ponadto zalecamy utrzymywanie zabezpieczeń oraz eksplorację szerokiego wachlarza globalnych, zdywersyfikowanych aktywów w celu uzyskania realnych zwrotów z wielu źródeł.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

W przypadku akcji przyjmujemy neutralne podejście zarówno do rynków rozwiniętych, jak i do rynków wschodzących. Co istotne, ostatnie ruchy w drożej wycenianych segmentach, które obciążone były obawami o inflację, przekonują nas o słuszności naszego selektywnego podejścia. **Inwestorzy powinni rozważyć rotację ekspozycji, aby skorzystać z ostatnich ruchów bez zwiększania ogólnego poziomu ryzyka.** Pozwala nam to na nieznacznie pozytywną ocenę Europy (ogólnie rzecz biorąc, zachowujemy neutralne nastawienie do akcji), biorąc pod uwagę perspektywę silnego ożywienia gospodarczego i wzrostu zysków, atrakcyjne wyceny względne oraz lepszą pozycję segmentu „wartości” w regionie. Podobnie, w przypadku Chin akcje notowane w Hongkongu wydają się obecnie atrakcyjne, biorąc pod uwagę, że widoczność polityki uległa poprawie, a obecne niskie wyceny uwzględniają już przyszłą niepewność. **Jeśli chodzi o instrumenty wysokodochodowe, to przy zasadniczo ostrożnym podejściu do duracji potwierdzamy nasze defensywne nastawienie do niemieckich 5-letnich obligacji skarbowych.** Pogląd ten jest spójny z globalnym środowiskiem wysokiej inflacji, bardziej jastrzębimi komunikatami banków centralnych (Fed, Bank Anglii) oraz potencjalnym stopniowym ograniczaniem luzowania ilościowego przez EBC, który ostatnio jest mniej gołębi niż oczekiwano, ale raczej nie spieszy się z podwyżką stóp. Monitorujemy jednak sytuację polityczną w krajach peryferyjnych strefy euro, takich jak Włochy. W przypadku Azji jesteśmy bardziej pozytywnie nastawieni do chińskiego długu publicznego ze względu na korzyści związane z dywersyfikacją, korzystne otoczenie w kontekście słabnącego wzrostu gospodarczego oraz ukierunkowane luzowanie polityki pieniężnej. Śledzimy bardziej dostosowawczy

ton polityki Chińskiego Banku Ludowego oraz słabe tempo wzrostu gospodarczego w tym kraju. Jeśli chodzi o szerszą perspektywę obligacji z rynków wschodzących, utrzymujemy podejście neutralne. **Z drugiej strony, w obliczu ciągłego poszukiwania realnych stóp zwrotu jesteśmy optymistycznie nastawieni do klasy inwestycyjnej i instrumentów wysokodochodowych ze strefy euro.** Mimo lekkiego osłabienia dynamika gospodarcza pozostaje czynnikiem wspierającym. Po drugie, czynniki techniczne, dość silny (choć nieco ograniczony) popyt ze strony EBC i niski odsetek niewypłacalności emitentów instrumentów wysokodochodowych wspierają argumenty za europejskimi obligacjami korporacyjnymi. Niemniej nie możemy zapominać o asymetrycznym charakterze czynników ryzyka, negatywnych skutkach wyższych stóp realnych i potencjalnym zaostreniu warunków finansowych (obecnie niestwarzającym zagrożenia). Dlatego też zachowujemy czujność w obliczu zacieśniających się spreadów klasy inwestycyjnej. **Waluty pozostają dla nas poligonem testowym, na którym możemy przekuć nasze poglądy w faktyczne decyzje inwestycyjne przez pryzmat geopolityki i wartości względnej.** W przypadku krajów rozwiniętych jesteśmy konstruktywnie nastawieni do potencjału carry trade funta szterlinga (GBP) w stosunku do franka szwajcarskiego (CHF), jednak pozostajemy ostrożni, jeśli chodzi o pary GBP/EUR i GBP/USD. Choć przyznajemy, że spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego na świecie oraz rosnąca inflacja w mniejszym stopniu przemawiają za negatywnym nastawieniem do bezpiecznej przystani walutowej, jaką jest CHF, uważamy też, że frank szwajcarski należy do najbardziej przewartościowanych walut we wszystkich krajach G10. Ponadto GBP będzie prawdopodobnie wspierany przez mniej dotkliwy (niż wcześniej oczekiwano) wpływ wariantu omikron na wzrost gospodarczy kraju. Tymczasem jeśli chodzi o rynki wschodzące, to nadal uważamy, że ambicje Chin do stania się globalnym supermocarstwem i ich geopolityczne znaczenie w handlu azjatyckim będą wspierać chińskie aktywa, w tym CNH. Obecnie uważamy jednak, że obecne otoczenie międzynarodowe wokół Rosji może szkodzić rublowi, pomimo korzystnego rachunku obrotów bieżących oraz atrakcyjnych wycen tej waluty.

Czynniki ryzyka i hedging

Inflacja i błędy w polityce to jedne z głównych zagrożeń, które mogą mieć ogromny wpływ na rynki. Ogólnie rzecz biorąc, inwestorzy powinni pozostać z instrumentów pochodnych, aby zabezpieczyć ekspozycję na akcje i obligacje korporacyjne (instrumenty wysokodochodowe ze Stanów Zjednoczonych) przed ryzykiem pogorszenia koniunktury i zmiennością.

Amundi Cross Asset – przekonania

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

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

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

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

Łatwe warunki finansowe nadal sprzyjają obligacjom korporacyjnym



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

Choć u progu 2022 r. obserwujemy bardziej jastrzębią postawę Fedu, szerzej rozumiane stanowisko polityczne prawdopodobnie pozostanie łagodne.

Ostatnie ruchy stóp procentowych są podobne do tych obserwowanych na początku ubiegłego roku, ale tempo wzrostu i stanowiska władz monetarnych istotnie się różnią. Teraz Fed wydaje się być zaniepokojony tym, że inflacja może się „utrwalić”, jeśli nie podejmie żadnych działań. Na razie EBC uważa — a rynek się z tym zgadza — że inflacja nie jest tak dużym problemem jak w Stanach Zjednoczonych, i dlatego regulator ten wstrzymuje się z podwyżkami stóp. My sądzymy jednak, że może tu być miejsce na niespodzianki, ponieważ inflacja będzie miała charakter strukturalny również w Europie, pod wpływem cen surowców, wąskich gardeł w podaży i odradzającego się popytu. **Dlatego inwestorzy powinni zachować czujność i ostrożność w zakresie duracji, zwracając uwagę na warunki finansowe.** Możliwości inwestycyjne istnieją na rynkach obligacji korporacyjnych, obligacji z peryferii strefy euro i aktywów z rynków wschodzących, ale należy skupić się na obszarach odpornych na wzrost realnych stóp procentowych.

Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

Obecne ruchy rynkowe mieszczą się w naszym zakresie ostrożnego nastawienia do duracji w Stanach Zjednoczonych i krajach rdzenia strefy euro. Jesteśmy jednak elastyczni i zarządzamy podejściem inwestycyjnym z perspektywy zarówno długo-, jak i krótkoterminowej, aby czerpać korzyści z ruchów krzywej rentowności. Jesteśmy pozytywnie nastawieni do Chin i długu peryferii euro, takich jak Włochy, ale monitorujemy wydarzenia polityczne. Obligacje indeksowane inflacją na progu rentowności (ang. breakevens) stwarzają pewne okazje, ale wyceny stają się tu coraz bardziej napięte. Przy ograniczonych możliwościach zysku w tradycyjnych obszarach szukamy dochodu na rynkach obligacji korporacyjnych, zarówno wysokodochodowych, jak i inwestycyjnych. **W większym stopniu skupiamy się na selekcji i preferujemy krótkie terminy zapadalności oraz instrumenty służące do sekurytyzacji kredytów.** Uważamy również, że istnieje potrzeba selektywnej identyfikacji zwycięzców i przegranych poprzez skupienie się na sile przetargowej spółek w zakresie ustalania cen i trzymanie się z dala od spółek o niezrównoważonych modelach biznesowych oraz tendencjach do zwiększania dźwigni finansowej. Ponadto preferujemy obligacje o ratingu BB, ponieważ ich spready prawdopodobnie będą się zacieśniać w stosunku do papierów o ratingu BBB. Jeśli chodzi o sektory, preferujemy dług podporządkowany, banki i ubezpieczycieli oraz spółki energetyczne, natomiast unikamy spółek konsumenckich i transportowych oraz przedsiębiorstw użyteczności publicznej. W szczególności banki powinny być świadkami konsolidacji w Europie, a my śledzimy wszelkie pojawiające się okazje.

Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Fed może znaleźć się pod presją do działania w sprawie inflacji (nadmiar oszczędności, presja płacowa) pomimo spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Wskazują na to ostatnie podwyżki stóp procentowych, które już spowodowały ruchy rentowności w górę. **Sądzymy jednak, że Fed prawdopodobnie pozostanie w tyle za krzywą, nawet jeśli warunki finansowe pozostaną dostosowawcze.** Podtrzymujemy ostrożne podejście do obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, choć w tym przypadku stawiamy też na aktywne zarządzanie. Zamiast tego szukamy dochodów na rynkach obligacji służących do sekurytyzacji kredytów, takich jak agencyjne obligacje zabezpieczone hipotecznie (MBS), które w przypadku podejścia selektywnego oferują okazje równoważące ryzyko wzrostu spreadów. Analizujemy również rynki konsumenckie, na których popyt, zyski i oszczędności pozostają na wysokim poziomie. Należy jednak monitorować wpływ kończącego się wsparcia fiskalnego i utrzymującej się inflacji. Obligacje korporacyjne to kolejny obszar, do którego pozostajemy umiarkowanie pozytywnie nastawieni, biorąc pod atrakcyjne wyceny. Inwestorzy powinni jednak rozważyć ograniczenie bety i zaangażowania w klasę inwestycyjną o długich terminach zapadalności oraz preferować specyficzne modele ryzyka o znaczeniu lokalnym, a nawet indywidualnym. W miarę wzrostu premii za nowe emisje nadal poszukujemy obligacji korporacyjnych wysokiej jakości, zachowując podejście selektywne.

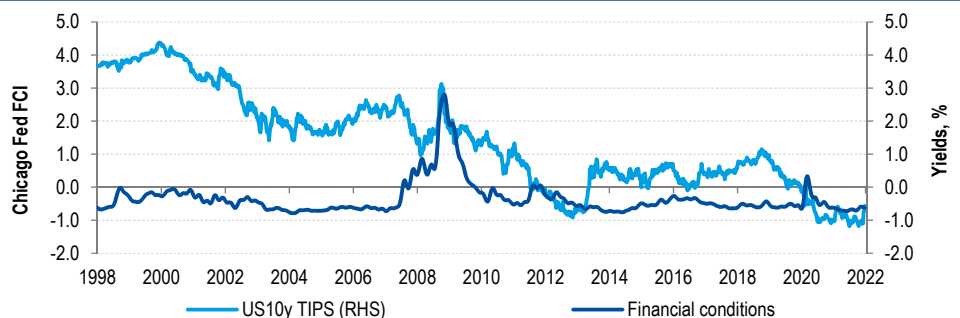
Obligacje z rynków wschodzących

Rynki wschodzące stanowią zróżnicowane uniwersum, w przypadku którego nieuwzględnienie nieodłącznej fragmentacji może doprowadzić do błędów polegającego na ukryciu kluczowych korzyści dla portfela globalnego: niskiej inflacji (w Chinach), popytu wewnętrznego i korzystnych wycen walut (wysokiego wynagrodzenia za ryzyko deprecjacji). Zachowując ogólną czujność, nadal preferujemy instrumenty wysokodochodowe w stosunku do klasy inwestycyjnej. W przypadku długu denominowanego w walutach lokalnych przyjmujemy podejście bardziej selektywne. Nadal preferujemy kraje oparte na surowcach — dlatego też podoba nam się Indonezja, ale jesteśmy ostrożni w stosunku do Kazachstanu, Brazylii i Turcji.

Waluty

Jesteśmy konstruktywnie nastawieni do USD w obliczu perspektywy zacieśnienia polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych i ostrożni w stosunku do walut o niskich rentownościach (JPY i CHF). Przyjmujemy jednak pozytywne nastawienie do walut z rynków wschodzących o wysokich stopach zwrotu, w tym IDR i MXP, a także jesteśmy ostrożni w przypadku RUB w świetle ryzyka geopolitycznego.

Warunki finansowe pozostają dostosowawcze.



Source: Amundi, Bloomberg, 21 January 2022. Financial conditions index = Positive value indicates financial conditions are tighter than on average, whereas value below zero indicates conditions are looser than on average.

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

AKCJE

Rozgrywajcie motyw wartości, uważajcie na ryzyko koncentracji



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Jesteśmy świadkami „chwili prawdy” dla akcji z segmentu „wzrostu”. Rotacja w kierunku segmentu „wartości”, wraz z wyborem spółek odpornych na ryzyko inflacji, pozostaje wieloletnim motywem przewodnim dla inwestorów.

Ocena ogólna

W tym roku gwałtowne ruchy rentowności głównych obligacji powodowały jak dotąd silną rotację, a my uważamy, że będzie ona kontynuowana, ale nie na zasadzie prostej ekstrapolacji. Obecnie pytanie brzmi: w jakim stopniu przyszłe podwyżki stóp i obawy o inflację wpłyną na wzrost gospodarczy? Jeśli chodzi o popyt, uważamy, że nadwyżka oszczędności, spleźnione zapotrzebowanie i łatwe warunki finansowe są wystarczające do wsparcia ożywienia gospodarczego. Można jednak stwierdzić, że wraz ze wzrostem stóp procentowych mnożniki wycen będą maleć — zwłaszcza w przypadku spółek nierentownych i drogich akcji z segmentu „wzrostu”, które stwarzają również ryzyko koncentracji. **Dlatego inwestorzy powinni zachować podejście selektywne oraz uważnie obserwować poprawę wyników finansowych i wyceny.** Ogólnie rzecz biorąc, siła modeli biznesowych i bilansów pozostaje dla nas ważna.

Akcje europejskie

Choć staramy się dążyć do normalizacji, skupiamy się też na tym, jak inflacja może wpłynąć na zyski, ponieważ na razie firmy wygodnie przerzucają rosnące koszty na konsumentów. Oceniamy jednak, w jaki sposób może to wpłynąć na wolumen produkcji, i jest to ważne kryterium w naszym procesie selekcji. Przedsiębiorstwa, które potrafią utrzymać wzrost zysków, powinny być w stanie zaoferować atrakcyjne dywidendy w czasach niedoboru realnych zwrotów. Jeśli chodzi o sektory, uważamy, że zyski będą rosły w sektorach wrażliwych na zmiany stóp procentowych, np. w sektorze finansowym oraz w segmencie „wartości” i innych związanych z ożywieniem gospodarczym. Pod tym względem pozostajemy pozytywnie nastawieni — kolejno — do sektora przemysłowego i bankowego ze względu na wyceny i utrzymujący się potencjał zapewnienia wysokich zwrotów z kapitału. Z drugiej strony, pozostajemy sceptyczni wobec sektora IT i dóbr luksusowych, choć do tego ostatniego zaczęliśmy ostatnio podchodzić nieco mniej ostrożnie. Na drugim końcu spektrum konstruktywnie podchodzimy do atrakcyjnych spółek defensywnych w sektorach takich jak opieka zdrowotna. Ogólnie rzecz biorąc, poszukujemy spółek wysokiej jakości z potencjałem do poprawy profilu w zakresie ESG, czyli ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego.

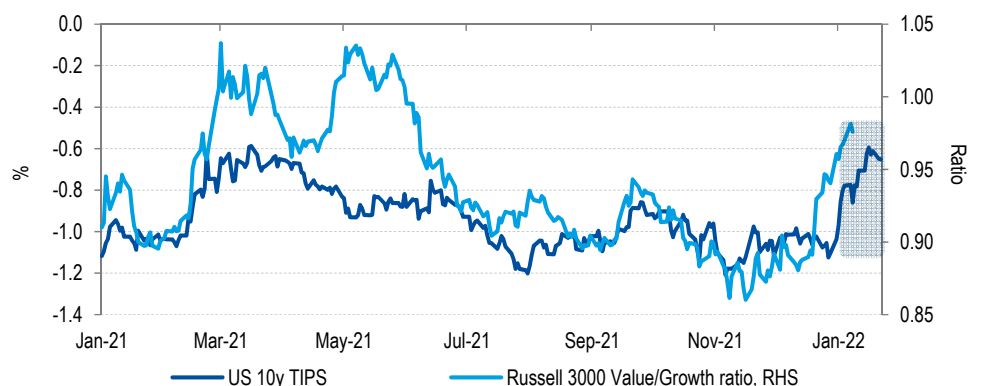
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Jesteśmy świadkami wysokich wycen niektórych akcji z segmentu „wzrostu” oraz ryzyka koncentracji w przypadku indeksów rynkowych. Sytuację pogarszają niedobory siły roboczej (wynikające z rozwoju pandemii) oraz rosnące płace, które mogą przyczynić się do powstania spirali płacowo-cenowej. Uważamy, że inwestorzy powinni być świadomi tego ryzyka i przyjąć wysoce selektywne podejście. W związku z tym analizujemy wysokiej jakości akcje cykliczne — walory spółek, które posiadają kluczowe kompetencje, trwałą pozycję przetargową w zakresie ustalania cen oraz potencjał długoterminowego wzrostu zysków. Czynniki związane z poszczególnymi spółkami pozostają ważniejsze niż kierunkowość, a my szukamy atrakcyjnych okazji związanych z wartością względną. Z drugiej strony, akcje spółek wzrostowych, które w ubiegłym roku były wspierane przez niskie stopy i przepływy z luzowania ilościowego, mogą zostać osłabione. Zachowujemy ostrożność w stosunku do spółek wzrostowych o wysokim tempie wzrostu oraz spółek wymagających przyjęcia długiego horyzontu inwestycyjnego. Na poziomie sektorowym preferujemy cykliczne spółki finansowe (głównie banki), materiałowe i energetyczne. Zwracamy również uwagę, że niektóre segmenty w sektorach defensywnych — np. opieka zdrowotna, dobra podstawowe i telekomunikacja — stają się atrakcyjne z punktu widzenia wycen. Ogólnie rzecz biorąc, pozostajemy aktywni na rynkach, na których występują drogie segmenty w połączeniu z atrakcyjnymi długoterminowymi modelami wzrostu strukturalnego.

Akcje z rynków wschodzących

Chociaż dostrzegamy pewne utrudnienia dla rynków wschodzących, w średnim terminie utrzymujemy nastawienie konstruktywne ze względu na atrakcyjne wyceny. Uważamy również, że obawy o sytuację w Chinach — kluczowym elemencie uniwersum rynków wschodzących — są przesadzone. Sądymy, że w przyszłości czynniki cykliczne (luzowanie polityki pieniężnej) i strukturalne (źródło dywersyfikacji i dodatnich realnych stóp zwrotu) będą prawdopodobnie działać na korzyść tego kraju, nawet jeśli utrzymają się pewne czynniki ryzyka. Ponadto preferujemy kraje korzystające na konsumpcji oraz energii i surowcach, takie jak Indie, Rosja i Węgry. W tym zakresie monitorujemy ryzyko geopolityczne.

Rotacja do segmentu „wartości” wzmocniona wzrostem rentowności w tym roku



Source: Amundi, Bloomberg, as on 20 January 2022.

TEMATYCZNE
POGLĄDY GLOBALNE



Pierre BLANCHET,
Szef ds. analiz inwestycyjnych



Didier BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych



Jean Baptiste BERTHON,
Specjalista ds. strategii

Powrót do zerowych stóp realnych

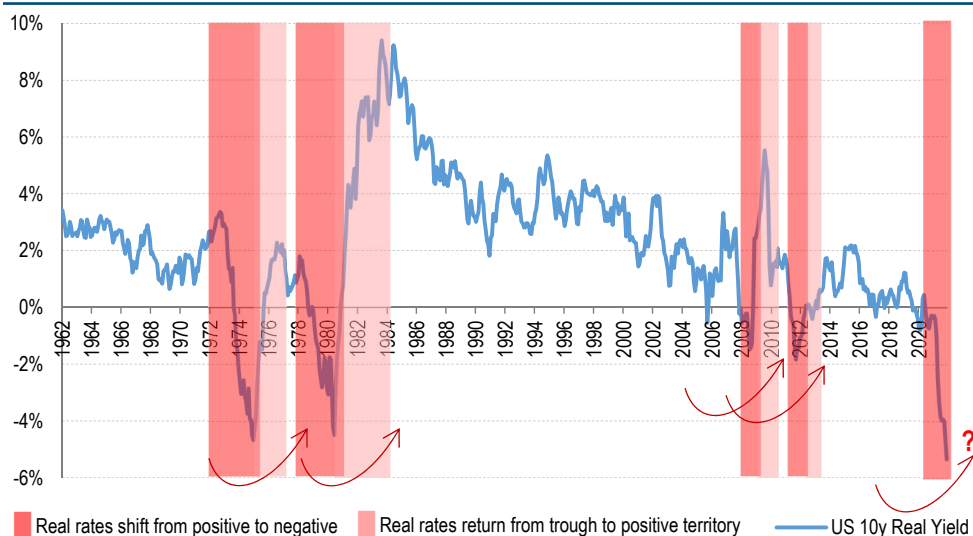
Realne stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych i Europie osiągnęły ujemne poziomy, co jest niespotykane w najnowszej historii. Ostatnio poziomy takie występowały w latach siedemdziesiątych, a po II Wojnie Światowej pojawiły się zaledwie kilka razy. Uważamy, że powrót do zera mógłby okazać się jednym z kluczowych czynników wpływających na względne stopy zwrotu poszczególnych klas aktywów oraz zmienność. Ruch ten mógłby zaszkodzić rentowności obligacji skorygowanym o ryzyko oraz obligacjom korporacyjnym klasy inwestycyjnej – powinien wpłynąć na rynek akcji, sprzyjając walorom z segmentu „wartości” względem segmentu „wzrostu” oraz akcjom cyklicznym względem defensywnych, a ponadto powinien też być negatywny dla złota.

Inflacja szaleje na całym świecie, a Stanach Zjednoczonych i Europie osiągnęła rekordowe poziomy. Niskie stopy procentowe i programy skupu aktywów banków centralnych utrzymują nominalne stopy procentowe na niskim poziomie, podczas gdy główne wskaźniki inflacji stale rosną. W rezultacie realne stopy procentowe najpierw spadły poniżej zera, a obecnie są głęboko ujemne, osiągając poziomy niewidziane od lat 70.

Według scenariusza Amundi w Stanach Zjednoczonych i w Europie realne rentowności obligacji powinny osiągnąć minima w I kwartale 2022 roku. Rezerwa Federalna może dokonać większej liczby podwyżek niż

oczekiwano i wdrożyć zacieśnianie ilościowe szybciej – lub bardziej agresywnie – niż się spodziewano. Europejski Bank Centralny również może znaleźć się pod presją na rezygnację z polityki ujemnych stóp procentowych i szybsze zakończenie programu skupu aktywów. Zakładając, że inflacja nie wzrośnie znacznie bardziej niż obecnie, realne stopy zwrotu mogą zbliżyć się do zera nawet szybciej niż oczekuje tego rynek. Znaczące zmiany realnych stóp procentowych mają konsekwencje makroekonomiczne, w szczególności w zakresie oceny trendów nakładów kapitałowych, realnego oprocentowania z oszczędności oraz zdolności do obsługi długu publicznego, by wymienić tylko kilka istotnych czynników.

Podstawowa miara realnych stóp proc. w USA od 1962: rentowność 10-letnich obl. skarb. - CPI (miesięcznie)



Source: Refinitiv, Amundi Research - Data as of 15 January 2022

Ocena wpływu zmian realnych stóp procentowych na poszczególne klasy aktywów

Powrót do zera będzie mieć znaczący wpływ na względne stopy zwrotu z różnych aktywów oraz rotację stylów inwestycyjnych. Choć jedna zmienna nie jest w stanie całościowo wyjaśnić wszystkich wahań zwrotów z aktywów i współzmienności, analiza zachowania poszczególnych klas aktywów w warunkach rosnących zwrotów realnych powinna okazać się pomocna przy wdrażaniu właściwych strategii inwestycyjnych w 2022 r.

- Pierwszym wnioskiem jest to, że wzrost realnych stóp zwrotu w stosunku do lokalnego, ujemnego minimum nie jest trendem, lecz raczej **gwałtownym ruchem w górę w kierunku zera**. W rzeczywistości realne stopy zwrotu są znacznie bardziej zmienne, gdy są ujemne. Gwałtowny powrót do zera następuje, ponieważ oba parametry poruszają się w tym samym czasie w przeciwnych kierunkach, tzn. stopy nominalne idą w górę, a inflacja w dół. Tempo to jest funkcją początkowego poziomu inflacji i premii

cenowej wbudowanej w obligacje indeksowane inflacją na progu rentowności (break-evens).

- Drugim ważnym skutkiem wzrostu realnych stóp procentowych jest to, że **zmienność obligacji powinna wzrosnąć** zarówno na krótkim, jak i na długim końcu krzywej. Obligacje skarbowe indeksowane inflacją (TIPS) również są bardziej zmienne w tych fazach. Wyższa zmienność rentowności obligacji w połączeniu z zacieśnieniem warunków monetarnych w kontekście rosnących rentowności realnych mogą stanowić przeszkodę dla rynków obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych i innych krajach.
- Po trzecie, **wpływ na akcje jest bardziej złożony i niejasny niż się to zazwyczaj opisuje**. Rzeczywiście, korelacja między zwrotami z indeksów akcji a zmianami realnych rentowności obligacji nie jest stabilna, a w długim okresie bliska zera. Wynik jest

TEMATYCZNE
POGLĄDY GLOBALNE

funkcją dodatniej lub ujemnej tendencji wzrostu. Zmiany realnych stóp zwrotu są **kluczowym czynnikiem napędzającym rotację sektorów i stylów inwestycyjnych**. W skrócie, powrót realnych stóp do zera powinien doprowadzić do przewagi akcji „wartościowych” nad „wzrostowymi”, a także do przewagi akcji finansowych i niektórych sektorów cyklicznych. Ze względu na względną wagę sektorów Europa powinna odnieść korzyści w kategoriach względnych.

- Wreszcie, rosnące realne stopy procentowe **powinny sprzyjać USD** – w szczególności w stosunku do EUR – tak długo jak EBC będzie utrzymywał dotychczasową politykę. Zmiany cen **złota** są silnie skorelowane z poziomem realnych stóp procentowych¹. Cena złota wyrażona w USD rosla, gdy realne stopy procentowe wchodziły na terytorium ujemne, i miała tendencję do spadania, gdy realne stopy procentowe wracały do zera.

Wyznaczanie czasu powrotu do zerowych stóp realnych

Realne stopy procentowe stanowią różnicę między stopami nominalnymi a inflacją (zrealizowaną lub oczekiwaną) – mogą one rosnąć z powodu wzrostu stóp nominalnych lub spadku inflacji (i oczekiwań) bądź kombinacji obu tych czynników. Patrząc na poprzednie okresy, w których realne stopy procentowe

były (znacząco) ujemne, a także wykorzystując nasz scenariusz makroekonomiczny i założenia dotyczące stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, uważamy, że zmiana ta będzie wynikać głównie z niższej inflacji i potrwa od 12 do 18 miesięcy.

Dokąd mogą zmierzać realne stopy procentowe?

Długoterminowymi czynnikami kształtującymi realne stopy procentowe są polityka pieniężna, bilans oszczędności i inwestycji, względny popyt na aktywa bezpieczne oraz produkcja w stosunku do potencjału. Zgodnie z badaniami MFW², polityka monetarna była główną siłą napędową stóp realnych w latach 80-tych i 90-tych, poprzez gwałtowny wzrost oszczędności na rynkach wschodzących, podczas gdy w pierwszej dekadzie XXI wieku globalne inwestycje spadły, a od czasu globalnego kryzysu finansowego popyt na

aktywa bezpieczne wzrósł ze względu na niestabilność akcji. Czynniki utrzymujące realną stopę procentową na niskim poziomie nadal występują po pandemii – w szczególności względna ryzykowność akcji w stosunku do obligacji oraz nadwyżka oszczędności. W związku z tym powinniśmy oczekiwać, że realne stopy procentowe powrócą do przedziału z ostatniej dekady, ale jest mało prawdopodobne, aby jeszcze bardziej wzrosły, przynajmniej w perspektywie średnioterminowej.

Rozbieżność realnych stóp procentowych jako źródło dywersyfikacji

W poprzedniej dekadzie realne stopy procentowe w coraz większym stopniu zbliżały się do siebie, do tego stopnia, że uczestnicy rynku i ekonomiści prognozowali „globalną stopę procentową”. Po pandemii desynchronizacja cykli koniunkturalnych oraz polityki monetarnej i fiskalnej między regionami jest tak duża, że bardziej prawdopodobne jest, iż będziemy obserwować **zróżnicowanie realnych stóp procentowych**, co wywrze odmienny wpływ na ceny aktywów i wyceny. Najbardziej oczywistym przypadkiem jest dziś porównanie Europy ze Stanami Zjednoczonymi. W związku z tym powinniśmy spodziewać się przejściowej rozbieżności realnych stóp procentowych po obu stronach Atlantyku. Z drugiej strony, Chiński Bank Ludowy zakończył

etap zacieśniania polityki monetarnej i zaczął obniżać zarówno nominalną stopę procentową, jak i stopy realne. W rezultacie realne stopy procentowe mogą stać się źródłem dywersyfikacji portfela.

Przekroczenia granicy terytorium ujemnego stanowią dla rynków istotne kroki, czy nawet strefy krytyczne, ale równie istotny jest proces docierania do minimum i odchodzenia od niego. Wpływ na rynki wynika raczej z tempa zmian niż z rzeczywistego poziomu stóp, chociaż rozpoczęcie od bardzo niskiej ujemnej realnej stopy procentowej powinno sprawić, że dostosowanie będzie gwałtowne, co jeszcze bardziej zwiększy zmienność na rynkach.

Sfinalizowano dn. 28 stycznia 2022.

Definiowanie realnych stóp procentowych

Istnieje wiele sposobów definiowania realnych stóp procentowych, z wykorzystaniem rzeczywistej inflacji (zasadniczej lub bazowej) lub oczekiwań inflacyjnych uczestników rynku (kontrakty forward na inflację lub oprocentowanie obligacji skarbowych indeksowanych inflacją) bądź obligacji o krótkim lub długim terminie wykupu. Aby zwrócić uwagę na niektóre z kluczowych ruchów na rynku, używamy prostej miary, jaką jest różnica między rentownością 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych a rzeczywistą inflacją CPI w ujęciu miesięcznym. W bardziej szczegółowym opracowaniu, które wkrótce zostanie opublikowane, przedstawiamy bardziej precyzyjną miarę, dostosowującą się do premii za płynność w celu oszacowania „czystej” realnej stopy procentowej. Zauważyliśmy, że w ekstremalnych okolicznościach, z którymi mamy obecnie do czynienia, obie miary dają podobne wyniki.

¹ 12-miesięczna korelacja krocząca ceny złota w USD i różnicy między oprocentowaniem 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych a inflacją CPI na przestrzeni 30 lat jest bliska 0,6.

² Perspective on global real interest rates, MFW, kwiecień 2014

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

Aktualizacja miesięczna

Nieznacznie korygujemy narrację, aby uwzględnić ostatnie informacje z gospodarki i wpływ wariantu omikron, ale utrzymujemy prawdopodobieństwa scenariuszy na niezmiennym poziomie. Scenariusz centralny zakłada, że Covid-19 zacznie mieć charakter endemiczny, z licznymi możliwymi do opanowania falami, nadal będą występować znaczące dźwignie fiskalne powiązane z polityką monetarną, inflacja pozostanie wysoka przez cały rok 2022 r., a wzrost gospodarczy powróci do potencjału w 2023 r.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY 15%	SCENARIUSZ CENTRALNY 70%	SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY 15%
<p>Ponowne załamanie w kierunku stagflacji</p>	<p>Wyboista droga, regionalne rozbieżności</p>	<p>Zrównoważony wzrost gospodarczy sprzyjający włączeniu społecznemu</p>
<p>Analiza</p>	<p>Analiza</p>	<p>Analiza</p>
<ul style="list-style-type: none"> ● Kilka czynników ryzyka może spowodować spowolnienie gospodarcze, którego głębokość zależy od charakteru i intensywności szoku. ✦ Presja na wzrost cen słabnie w miarę spadku popytu globalnego i pogarszania się sytuacji na rynkach pracy. ⊙ Wznowienie dostosowawczej polityki monetarnej i fiskalnej, ewentualnie dalszy etap represji finansowej. ⊙ Inflacja powróci później w kontekście wolniejszego wzrostu gospodarczego, zmuszając banki centralne do odejścia od swoich wytycznych i utraty wiarygodności. — Możliwe przyczyny to „twarde lądowanie” w Chinach, zjadliwy wariant koronawirusa, wstrząsy finansowe, uwolnienie oczekiwań inflacyjnych, klęski żywiołowe związane ze zmianami klimatu oraz błędy w polityce. 	<ul style="list-style-type: none"> ✦ 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 gardła po stronie podaży oraz rosnącej presji płacowej/żywnościowej/energetycznej; ustępująca w 2023 roku. Inflacja jest kwestią psychologiczną i polityczną. ⊙ Desynchronizacja polityki pieniężnej: Fed w trybie szybkiego taperingu do zacieśniania ilościowego i podwyżki cztery razy w tym roku; Bank Anglii w cyklu łagodnych podwyżek, ECB pod presją na rekalkibrację luzowania ilościowego; a ponadto ChBL nastawiony na łagodzenie polityki pieniężnej. Stopy wzrosną, ale pozostaną niskie przez dłuższy czas. ⊙ Polityka fiskalna: wsparcie zostanie częściowo wycofane, ale konieczne będą finansowanie transformacji energetycznej ze środków publicznych oraz dotacje w celu złagodzenia skutków dla gospodarstw domowych w perspektywie krótkoterminowej. ✦ Zmiany klimatyczne uderzają we wzrost gospodarczy i podnoszą ceny towarów i energii, potęgując tendencje stagflacyjne. 	<ul style="list-style-type: none"> ✦ 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 zmianom transformacji cyfrowej i energetycznej oraz reformom strukturalnym. ✦ Wzrost sprzyjający włączeniu społecznemu i skuteczne zwalczanie nierówności. ✦ 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. — Możliwe czynniki wyzwalające obejmują reformy strukturalne, skuteczne kampanie szczepień oraz zdecentralizowane finansowanie sprzyjające włączeniu społecznemu.
<p>Implikacje rynkowe</p>	<p>Implikacje rynkowe</p>	<p>Implikacje rynkowe</p>
<ul style="list-style-type: none"> — Preferować gotówkę, USD i obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych. — Rozgrywać strategie oparte na minimalnej zmienności. — Złoto. 	<ul style="list-style-type: none"> — Niższe oczekiwane zwroty z inwestycji skorygowane o ryzyko w związku z wysokimi wycenami i spowalniającym wzrostem gospodarczym. — Ograniczony wzrost nachylenia krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych oddziałuje na strefę euro i rynki wschodzące. — Zabezpieczać się przed inflacją poprzez złoto, obligacje indeksowane inflacją oraz akcje. — RW: utrzymujemy narrację dotyczącą krótkoterminowej ostrożności, długoterminowego dochodu oraz wzrostu. 	<ul style="list-style-type: none"> — Nachylenie krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych rośnie. — Preferować aktywa ryzykowne z ekspozycją na spółki cykliczne i segment „wartości”. — Preferować obligacje indeksowane inflacją jako zabezpieczenie przed inflacją.

✦ Tematy związane z Covid-19

✦ Oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji

⊙ Polityka monetarna i fiskalna

▲ Plany żywienia lub warunki finansowe

● Wypłacalność emitentów prywatnych i publicznych

● System gospodarczy lub finansowy

✦ Tematy społeczne lub związane z klimatem

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

W tym miesiącu nie wprowadzamy żadnych zmian do głównych czynników ryzyka dla naszego scenariusza centralnego na rok 2022, ponieważ fala wariantu omikron była już częścią Pandemii 2.0.

Czynniki ryzyka związane z Covid-19 zaliczamy do ekonomicznych. Czynniki ryzyka zostały podzielone na klastry w celu ułatwienia wykrywania strategii hedgingowych, ale są one oczywiście powiązane.

RYZIKO EKONOMICZNE
20%

- **Pandemia 3.0**
 - Po omikronie (pandemii 2.0) bardziej niebezpieczny i odporny na szczepionki wariant rozpoczyna nową falę.
 - Nowe lockdowny i ograniczenia mobilności znów osłabiają wzrost gospodarczy i nastroje inwestorów.
- **Zakłócenia łańcuchów dostaw** utrzymują się, a presja na koszty produkcji prowadzi do spadku zysków przedsiębiorstw.
- **Chiński rynek nieruchomości załamuje się**, co prowadzi do obniżenia perspektyw wzrostu gospodarczego.
- **Szok na rynku ropy naftowej i gazu** spowodowany rosnącym popytem i cięciami nakładów inwestycyjnych napędza inflację.
- **Błędna polityka monetarna**
 - W kontekście rosnących oczekiwań inflacyjnych Fed i banki centralne dużych krajów rozwiniętych zbyt wcześnie zaostrzają warunki finansowania, co szkodzi ożywieniu gospodarczemu, a inflacja w końcu spada.
 - Błędne komunikaty banków centralnych prowadzą do wzrostu niepewności.
- **Katastrofy naturalne** związane ze zmianami klimatu szkodzą widoczności wzrostu gospodarczego i równowadze społecznej.

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

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

RYZIKO FINANSOWE
20%

- **Zaniżanie oczekiwań inflacyjnych** prowadzi do zakłóceń na rynku obligacji i ostrzejszego zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Presja na **marże przedsiębiorstw** z powodu wysokich kosztów produkcji i problemów z zapasami prowadzi do ostrzeżeń o zyskach.
- **Ryzyko wypłacalności przedsiębiorstw** wzrasta pomimo poprawiających się fundamentów po wycofaniu zastrzyków płynności z banków centralnego i wsparcia rządowego.
- **Kryzys związany z długiem państwowym**
 - Ponieważ dług publiczny jako odsetek PKB osiąga historyczne rekordy z czasów pokoju, większość krajów jest narażona na obniżenie ratingów i rosnące stopy procentowe.
 - Wrażliwe rynki wschodzące również mogą stać się w obliczu kryzysu bilansu płatniczego, zbliżając się do niewypłacalności.
- 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.

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

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

RYZIKO (GEO)POLITYCZNE
20%

- **Stany Zjednoczone i Europa kontra Chin i Rosja**
 - Działania wojskowe na granicy z Ukrainą.
 - Utrata wpływów Stanów Zjednoczonych po wycofaniu się z Afganistanu i brak zaufania ze strony sojuszników z NATO.
 - Stany Zjednoczone przyjmują twarde stanowisko wobec Chin i Rosji.
 - Pomimo swoich interesów gospodarczych UE mogłaby pójść w ślady Stanów Zjednoczonych.
 - Przypadkowe konfrontacje na Morzu Południowochińskim lub w Cieśninie Tajwańskiej.
- Większa **fragmentacja UE** w związku z rosnącymi napięciami w relacjach z Rosją oraz umacnianiem się populistów.
- **Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących spowodowana:**
 - Chaotycznym zarządzaniem kryzysem epidemicznym.
 - Wzrostem cen żywności i energii, prowadzącym do fali niepokojów podobnych do „Arabskiej Wiosny”.
- **Stany Zjednoczone i Chin 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).

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

- Ropa, obligacje korporacyjne i akcje, EMBI

PORTFELE WIELOAKTYWOWE – STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

Aktualizacja miesięczna: Światło drogowe dla danych fundamentalnych i wycen zmieniło się z czerwonego na żółte.

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

KONTEKST EKONOMICZNY

- Fala wariantu omikron, która szybko rozprzestrzeniła się na całym świecie, wprowadziła nowy element niepewności i słabości, występujący od połowy IV kwartału i w nowym roku. Dane i ankiety o wysokiej częstotliwości potwierdzają spowolnienie mobilności i aktywności, w niektórych przypadkach dość gwałtowne, zwłaszcza w połączeniu z zaostrzonymi restrykcjami.
- Jednocześnie pojawiają się sygnały, że fala ta może być mniej zabójcza niż poprzednie, jak również że obecnie ustępuje, dając nadzieję na krótkotrwały charakter uderzenia w aktywność gospodarczą. W istocie, niektóre kraje zaczynają znosić ograniczenia.
- W tym kwartale globalny konsensus w dalszym ciągu się obniżał, a obecnie powrócił na lekko negatywne terytorium, podczas gdy globalne niespodzianki gospodarcze stały się ostatnio pozytywne.
- Dynamika niespodzianek gospodarczych jest rozbieżna. W bloku krajów rozwiniętych jest co prawda dodatnia, ale różnie w strefie euro i Japonii, a pogarsza się w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii. W przypadku rynków wschodzących niespodzianki wracają na pozytywne terytorium, z pozytywną dynamiką w Chinach.

FUNDAMENTY I WYCENA

- Oczekiwania dotyczące mnożników i zysku na akcję (EPS) zaczynają powracać do bardziej normalnych poziomów, świadczących o ograniczeniu samozadowolenia inwestorów, biorąc pod uwagę spowolnienie gospodarcze i mniej gołębią postawę Fedu, nawet jeśli weźmie się pod uwagę, że stopy procentowe w najbliższej przyszłości pozostaną niskie.
- Płynność była najważniejszą siłą napędową aktywów ryzykownych. Wsparcie to powinno w jakiś sposób zaniknąć teraz, gdy presja inflacyjna zmusza banki centralne do rozpoczęcia normalizacji prowadzonej polityki.



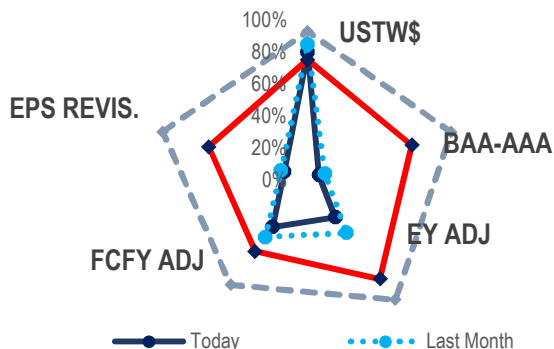
ASPEKTY TECHNICZNE

- Ostatnia wyprzedaż rynkowa zaczęła wykazywać oznaki fragmentacji trendu w przypadku aktywów ryzykownych, a krótkoterminowe wskaźniki dynamiki zaczęły sygnalizować liczne załamania.
- Z drugiej strony (i pomimo nadchodzącej normalizacji w skali globalnej), nadal mamy do czynienia z rynkami napędzanymi płynnością, gdzie nadmiernie wyprzedane aktywa są szybko wykupywane, co zapobiega strukturalnym wyprzedzom.
- Z bardzo nielicznymi wyjątkami, wskaźniki RSI osiągnęły poziomy wyprzedzenia w całym uniwersum wieloaktywowym. Ale czy to wystarczy? Przy braku wyraźnego kierunku wskaźników technicznych (wsparcie kontrariańskie, ale brak dynamiki średnioterminowej) spodziewamy się braku apetytu na ryzyko w krótkim terminie.

NASTROJE

- Akcje, obligacje korporacyjne i carry trade przypominają nam, że autopilot jest na wyczerpaniu, a darmowe obiady będą coraz częściej wycofywane z menu. Inwestorzy stali się nerwowi w kwestii inflacji i tego, co oznacza ona dla Fedu i jego interwencji monetarnych. Napięcia geopolityczne komplikują ogólne otoczenie makroekonomiczne, a aktywa ryzykowne są wyprzedawane w sytuacji szoku zmienności.
- To jednak nie do końca przekłada się jeszcze na gwałtowne pogorszenie parametrów naszego zestawu narzędzi związanych z nastawieniem do ryzyka. Spreads, korekty po stronie sprzedających, łagodna aprecjacja USD i argumenty dotyczące względnych wycen pozostają dalekie od stanów alarmowych, pomimo powszechnie narastających obaw.
- Sytuacja makroekonomiczna sugeruje, że rok 2022 będzie pełen wyzwań, ale z perspektywy nastrojów nadal brakuje nam dowodów na strukturalne odejście od ryzyka.

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



Source: Amundi Research, Data as of 24 January 2022

Wskaźnik percepcji ryzyka CAST nie wykazał strukturalnego wzrostu, pomimo ostatniego szoku zmienności. Pogorszenie korekt prognoz wskaźników zysku na akcję (EPS) pozostaje ograniczone, a premie za ryzyko kredytowe (które mierzymy za pomocą spreadu Baa-Aaa agencji Moody's) wydają się ignorować ostatni skok zmienności. Sytuacja USD wyraźnie jednak przemawia za odejściem od ryzyka, a jej wpływ na pozostałe wymiary wymaga ścisłego monitorowania.

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

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

1 Omikron wpływa na wzrost gospodarczy

- Chociaż globalna aktywność ucierpiała, to jednak utrzymała się na wyższym poziomie niż w poprzednich falach, a łańcuchy dostaw prawdopodobnie nadal będą odczuwać negatywne skutki pandemii (→inflacja).
- Podczas gdy wpływ wariantu omikron na mobilność wygląda podobnie we wszystkich krajach, reakcje związane z polityką fiskalną i monetarną nie były jednolite, co doprowadziło do rozbieżności między regionami.
- Dane dotyczące dotkliwości lockdownów i mobilności wskazują na słabszy wzrost w strefie euro, gdzie PKB ucierpi najbardziej (w IV kwartale 2021 r. i I kwartale 2022 r.) z powodu wariantu omikron i rosnących cen energii.
- W Stanach Zjednoczonych okazało się, że początkowa fala omikronu wywarła jedynie niewielki negatywny wpływ na gospodarkę. Bardzo słabe grudniowe dane o sprzedaży detalicznej zwiększają jednak ryzyko dla naszych prognoz wzrostu gospodarczego zarówno na IV kwartał 2021 r., jak i – co ważniejsze – na I kwartał 2022 r., ze względu na niższą konsumpcję.
- W Chinach, pomimo pewnych oznak normalizacji łańcucha dostaw, polityka „zero tolerancji” wobec Covid może potencjalnie wydłużyć okres zakłóceń. Rosnące koszty nakładów nie przełożyły się jeszcze na ceny, co stwarza ryzyko spadku marż przedsiębiorstw.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Wyższa zmienność wzrostu gospodarczego potwierdza słuszność neutralnej ekspozycji na akcje i ostrożnego podejścia do obligacji korporacyjnych.

2 Banki centralne z rynków rozwiniętych bardziej jastrzębie niż oczekiwano, co zwiększa zmienność.

- Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) obawia się presji inflacyjnej przy i tak już napiętej sytuacji na rynku pracy. Ten cykl zacieśniania będzie bardzo skompresowany i nietypowy.
- Ścieżka podwyżek stóp procentowych Amundi jest zgodna z prognozami Fedu, ale przewidujemy nieco niższą stopę końcową (2,25–2,5% wobec 2,5% Fedu).
- Oczekujemy czterech podwyżek stóp w 2022 roku i stopy końcowej na poziomie 2,25%.
- Oczekuje się, że zacieśnianie ilościowe rozpocznie się w drugim półroczu, a redukcja bilansu w tym roku wyniesie 250–300 mld USD w skarbowych papierach wartościowych i 200 mld USD w papierach wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Fed mógłby zacząć stopniowo, a następnie zwiększać limity wykupu do tempa 100 mld USD miesięcznie: 60 mld USD na obligacje skarbowe i 40 mld USD na obligacje zabezpieczone hipoteką. W tym roku bilans może zostać zredukowany o 250–300 mld USD w przypadku obligacji skarbowych i 200 mld USD w przypadku obligacji zabezpieczonych hipoteką.
- Rynek europejski odzwierciedlał tendencje w Stanach Zjednoczonych. Jesteśmy nastawieni bardziej gołębio niż rynek, który spodziewa się nadmiernej korekty ze strony EBC. Podejścia różnych banków centralnych pozostaną niesynchronizowane.
- Podwyższamy nasz cel rentowności 10-letnich obligacji Stanów Zjednoczonych na koniec roku do 2/2,2% (z 1,8/2%).
- Podwyższamy nasz cel rentowności niemieckich obligacji 10-letnich na koniec roku do -0,1/0,1% (z -0,3/-0,1%).

Konsekwencje dla inwestorów:

- Krótka duracja (5, 10 lat), długa pozycja na swapach inflacyjnych US 5Y5Y, długa pozycja na peryferiach UE.

3 Sytuacja na globalnym rynku surowców

- Potwierdzamy nasze preferencje dla metali nieszlachetnych ze względu na poziom zapasów i wyceny. Wzrostom cen metali nieszlachetnych sprzyjają wąskie gardła i niskie zapasy metali związanych z zieloną transformacją, w przeciwieństwie do kwestii związanych z tempem wzrostu gospodarczego czy odzyskiem.
- W przypadku „zielonych surowców” supercykl może trwać przy założeniu silnego popytu na globalną elektryfikację, gdyż niskie wyceny skorygowane o zapasy kompensują normalizację cyklu koniunkturalnego. W takim scenariuszu prawdopodobny jest blisko dwucyfrowy wzrost.
- Uważamy, że ceny amerykańskiego płynnego gazu ziemnego (LNG) i ropy naftowej są uczciwe.
 - * LNG: sektor energetyczny napędzany jest przez czynniki heterogeniczne – strukturalne, taktyczne, fundamentalne i geopolityczne. Wszystkie cztery kategorie przyczyniły się do wzrostu cen LNG w UE.
 - * Ropa naftowa: OPEC powinien podtrzymać obietnicę stopniowego zwiększania wydobycia, podczas gdy popyt w drugiej połowie 2022 r. powinien wyhamować, generując potencjalną nadwyżkę ropy. W rezultacie nasz krótkoterminowy cel dla WTI to 80 USD, a do końca 2022 roku spodziewamy się przedziału 65–75 USD.
- Złoto jest niedowartościowane, ale prawdopodobnie pozostanie pod presją w związku z podwyżką stóp procentowych w pierwszej połowie 2022 roku.

Konsekwencje dla inwestorów:

- pozycja długa na metalach nieszlachetnych przez cały 2022 r. w połączeniu z preferencją dla LNG w pierwszym półroczu, a następnie rotacją do złota w drugim półroczu.

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

4 Chiny: rewizja naszej prognozy wzrostu PKB na 2022 r.

- Chińska polityka „zero tolerancji dla Covid” i równoważenie sektora nieruchomości nadal wpływają na PKB tego kraju.
- Wariant omikron wprowadził nowe czynniki ryzyka do naszych prognoz wzrostu gospodarczego Chin w 2022 roku.
- Jeśli więcej miast zaostrzy restrykcje przed Księżycowym Nowym Rokiem, zmniejszając mobilność do poziomu z zeszłego roku, obniży to całoroczny wzrost PKB z naszych obecnych szacunków na poziomie 4,7% do około 4%.
- Dane z krajowego sektora nieruchomości są nadal słabe.
- Chiński Bank Ludowy prowadzi bardziej dostosowawczą politykę, aby łagodzić aprecjację RMB oraz pomóc małym i średnim przedsiębiorstwom.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Preferujemy chińskie obligacje skarbowe i czekamy na punkt wejścia na rynek akcji.

Najnowsze informacje o Covid-19

Pierre BLANCHET, Szef ds. analiz inwestycyjnych

Liczba zarejestrowanych przypadków Covid-19 szybko rośnie, ponieważ wariant omikron rozprzestrzenił się na całym świecie. W Europie i Stanach Zjednoczonych odnotowuje się największą liczbę zachorowań na półkuli północnej, a liczba przypadków jest od trzech do pięciu razy wyższa niż w tym samym okresie ubiegłego roku, przy czym w połowie stycznia oficjalnie rejestrowano ponad 20 milionów zakażeń tygodniowo. Obecnie liczba zachorowań rośnie jednak szybciej we wschodnim regionie Morza Śródziemnego i w Azji Południowo-Wschodniej. Podobnie jak Japonia w zeszłym roku, Chiny wdrożyły surowe zasady przed Zimowymi Igrzyskami Olimpijskimi, wprowadzając rygorystyczne środki w celu uniknięcia rozprzestrzeniania się wirusa podczas imprezy.

Pierwszą „dobrą” wiadomością jest to, że wskaźnik umieralności wciąż spada. Łączna ilość ofiar śmiertelnych rośnie jednak z powodu dużej liczby przypadków. Po drugie, fala ta jest bardzo stroma, ale wydaje się opadać bardzo szybko, co można było zaobserwować m.in. w Wielkiej Brytanii, a to oznacza, że jej wpływ na gospodarkę powinien być krótkotrwały. Po trzecie, w regionach takich jak Europa 60% ludności zachoruje na tę chorobę do końca marca, co według WHO może wywołać odporność populacyjną.

Do tej pory dziewięć szczepionek uzyskało wpis na listę WHO do użytku w sytuacjach kryzysowych. W kilku badaniach wykazano, że istniejące szczepionki mRNA zapewniają wysoki poziom ochrony przed ciężkim przebiegiem i hospitalizacją. Firmy Pfizer i BioNTech zgłosiły jednak pierwszych uczestników do badania klinicznego szczepionki dostosowanej do wariantu omikron, aby ocenić korzyści z nowych kampanii szczepień ukierunkowanych na tę odmianę koronawirusa.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=		Czynniki specyficzne dla spółek będą w coraz większym stopniu decydować o alokacji, ponieważ presja inflacyjna będzie miała różnicowany wpływ na poszczególne firmy, w zależności od ich zdolności do przeniesienia rosnących kosztów na konsumentów. Z drugiej strony, nadal istnieją wyzwania operacyjne, takie jak braki w łańcuchu dostaw i problemy z zatrudnieniem. Dlatego też przyjmujemy podejście selektywne i poszukujemy możliwości rozgrywania wartości względnej oraz rotacji.
	Segment „wartości”, USA	+		Rok rozpoczął się od zdecydowanej rotacji na korzyść akcji z segmentu „wartości” oraz wzrostu rentowności głównych obligacji. Sądzymy, że rotacja ta będzie kontynuowana, choć w sposób nieliniowy. Dlatego też w celu utrzymania długoterminowych stóp zwrotu kluczowe będzie posiadanie akcji z segmentu „wartości”, których emitenci korzystają ze strukturalnych czynników wzrostu i wykazują trwały potencjał zwiększania zysków w obliczu wysokiej inflacji.
	Segment „wzrostu”, USA	--		Obserwowane w zeszłym roku przepływy napędzane przez luzowanie ilościowe będą prawdopodobnie słabnąć, co wywrze negatywny wpływ na drogie akcje wzrostowe, których notowania oderwane są od fundamentów. Podchodzimy defensywnie do spółek hiperwzrostowych, których wyceny nie odpowiadają ich danym fundamentalnym.
	Europa	=/+		W obliczu oczekiwań dotyczących łagodniejszych skutków gospodarczych najnowszego wariantu Covid-19 inwestorzy powinni skupić się na wzroście zysków, aby skorzystać z trwającej rotacji na korzyść segmentu „wartości” oraz cyklicznych komponentów rynku. W tym przypadku kluczowymi aspektami są selekcja oraz pozycja przetargowa w zakresie ustalania cen. Aspekty te oceniamy na podstawie portfela marek poszczególnych firm oraz kondycji ich bilansów.
	Japonia	=		Japonia powinna skorzystać na poprawiającej się dynamice zysków, atrakcyjnych wycenach w stosunku do pozostałych krajów rozwiniętych oraz słabnącym jenie. Poprawa popytu zewnętrznego również jest korzystna dla eksportu japońskiej gospodarki.
	Chiny	=/+		Dostrzegamy krótkoterminowe czynniki ryzyka związane z polityką „zero Covid” i wynikającymi z niej lockdownami, jak również z niesprzyjającym konsumpcji otoczeniem oraz niezbyt korzystną sytuacją w sektorze nieruchomości. Zwracamy jednak uwagę na wymagające przyjęcia selektywnego podejścia okazje związane z bardziej przychylną polityką monetarną i fiskalną oraz długoterminową realizacją modelu zrównoważonego wzrostu i „powszechnego dobrobytu”.
	Rynki wschodzące	=		Podczas gdy wyceny akcji z rynków wschodzących są atrakcyjne z perspektywy globalnej, ze względu na ryzyko geopolityczne zarządzamy tym blokiem w sposób aktywny. Co ciekawe, fragmentacja uniwersum rynków wschodzących (stopy realne, wycena walut, geopolityka, profil wzrostu) niekiedy przesłania korzyści dla portfeli globalnych płynące z dywersyfikacji geograficznej i tematycznej. Dlatego też, choć inwestorzy powinni skupić się na poziomach ryzyka i zwrotów z inwestycji w poszczególnych krajach, nie należy mylić tego zalecenia ze stwierdzeniem braku okazji inwestycyjnych.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	-		Środoterminowe czynniki ryzyka związane z inflacją skłaniają Fed do formułowania zapowiedzi dotyczących planów zacieśnienia ilościowego, których kształt będzie naszym zdaniem zależeć od intensywności ożywienia gospodarczego. Fed będzie jednak balansować między koniecznością podwyżki stóp a wysokim długiem publicznym i niepewnym wzrostem gospodarczym. Zachowujemy ostrożność i elastyczność w zakresie duracji. Jeśli chodzi o obligacje skarbowe indeksowane inflacją (TIPS), jesteśmy jedynie umiarkowanie pozytywnie nastawieni.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=		W środowisku rosnących rentowności głównych obligacji unikamy obligacji klasy inwestycyjnej o długiej duracji, a ponadto uważamy, że inwestorzy powinni ograniczać betę portfela. Zamiast tego powinni oni selektywnie poszukiwać spółek, które są w stanie wytrzymać presję na wzrost rentowności i charakteryzują się dobrymi wycenami/fundamentami. Ponadto istnieją możliwości na rynkach obligacji sekurytyzacyjnych, ponieważ dochody konsumentów są wysokie.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Zyski i dane fundamentalne emitentów instrumentów wysokodochodowych poprawiają się, ale obserwujemy wpływ rosnących płac (na marże) oraz pozycję przetargową firm w zakresie ustalania cen. Trzymamy się z dala od spółek, które mają tendencję do zwiększania dźwigni finansowej w celu finansowania nieproduktywnych fuzji i przejęć.
	Skarbowe Europa	-/=		Presja inflacyjna wynikająca z odradzającego się popytu (m.in. ceny energii) spowodowała wzrost rentowności głównych obligacji i skłoniła EBC do zasygnalizowania planów taperingu, choć stanowisko banku centralnego było dotychczas raczej gołębie. Dlatego też pozostajemy ostrożni w kwestii duracji i aktywni na krzywych rentowności. Obserwujemy również wybory we Francji i Włoszech oraz plan Next Gen EU.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=/+		Szukamy dochodu w klasie inwestycyjnej (dług podporządkowany) poprzez zwiększony nacisk na selekcję oddolną, ograniczając jednocześnie rolę alokacji sektorowej. Uważamy, że wzrost gospodarczy pozostaje solidny, a popyt ze strony EBC jest również stabilny, mimo że regulator ten planuje ograniczenie skupu aktywów. Ważne jest jednak, aby zidentyfikować spółki, które są odporne na wzrost stóp zwrotu.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=		Choć wiarygodność kredytowa ulega poprawie, ignorujemy spółki o zbyt wysokich wycenach w stosunku do ich poziomów zadłużenia. Obligacje o ratingu BB stanowią atrakcyjną okazję do rozgrywania motywu „wschodzących gwiazd”, choć w obliczu rosnących głównych stóp selekcja jest kluczowa.
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+		Chiński dług zapewnia atrakcyjne okazje związane z carry trade i może być wspierany przez czynniki ryzyka związane z nową sytuacją pandemiczną i napływem środków strukturalnych. Presja krótkoterminowa na CNY utrzymuje się. Tym samym utrzymujemy podejście neutralne/pozytywne w obliczu gołębiego stanowiska Chińskiego Banku Ludowego.
	Obligacje z rynków wsch. twardej waluty	=/+		W świecie niskich rentowności obligacje z rynków wschodzących powinny przynosić dodatnie stopy zwrotu. Dla nas kluczowe są jednak pewne kwestie: zacieśnienie polityki przez Fed, wariant omikron, inflacja i Chiny. Preferujemy dług denominowany w twardej walucie oraz utrzymujemy przeważenie instrumentów wysokodochodowych w stosunku do klasy inwestycyjnej.
Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Dług denominowany w walutach lokalnych oferuje selektywne obszary wartości, ale jesteśmy ostrożni w stosunku do walut rynków wschodzących. W przypadku przedsiębiorstw z rynków wschodzących spready wydają się atrakcyjne w porównaniu z alternatywnymi opcjami. W Brazylii w związku ze zbliżającymi się wyborami może wystąpić zmienność. W rezultacie utrzymujemy podejście selektywne. Ostrożnie podchodzimy do Kazachstanu i uważnie obserwujemy napięcia wokół relacji Rosji i Ukrainy.	
INNE	Surowce			Jesteśmy konstruktywnie nastawieni do globalnych surowców (wzrost o 6% do końca 2022 r.), a zwłaszcza do metali nieszlachetnych ze względu na wąskie gardła podażowe i niskie zapasy metali związanych z zieloną transformacją. W sektorze energetycznym potwierdzamy nasz cel dla ropy WTI w przedziale 65-75 USD za baryłkę do końca roku – ostatnie ruchy są bardziej związane z napięciami geopolitycznymi. W pierwszym półroczu złoto może znajdować się pod wpływem presji na stopy procentowe.
	Waluty			Choć rynek wydaje się już wyceniać interwencje Fedu w 2022 roku, widzimy bardzo mało informacji wycenianych na lata 2023 i 2024, zwłaszcza jeśli weźmie się pod uwagę wzrost produktywności w Stanach Zjednoczonych. To powinno nadal wspierać USD, z kilkoma wyjątkami.

LEGENDA

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
Negatywna		Neutralna		Pozytywna	Pogorszenie w stosunku do popr. mies.	Poprawa w stosunku do popr. mies.		

Źródło: Amundi, na dzień 24 stycznia 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

KRAJE ROZWIŃNIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Średnie roczne (%)	Dane z dnia 2022-01-21					
	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Świat	6,0	3,9	3,4	3,8	5,1	3,5
Kraje rozwinięte	5,0	3,4	2,1	3,0	3,7	2,0
USA	5,7	3,4	2,0	4,7	5,0	2,6
Japonia	1,7	2,0	0,9	-0,4	0,6	0,6
Wlk. Brytania	7,1	4,1	2,1	2,6	5,3	2,4
Strefa euro	5,3	3,8	2,4	2,6	3,3	1,6
Niemcy	2,7	3,5	2,1	3,3	3,2	1,9
Francja	6,7	3,7	2,0	2,1	2,5	1,7
Włochy	6,3	4,3	2,0	2,0	2,9	1,5
Hiszpania	4,4	5,4	3,1	3,2	3,6	0,9

Źródło: Amundi Research

- **Stany Zjednoczone:** w 2022 r. gospodarka amerykańska stanie w obliczu stopniowego spowolnienia aktywności gospodarczej, utrzymując się najpierw powyżej trendu, a ostatecznie zbliżając się do potencjału w 2023 r. Wskaźniki aktywności wskazują na wyraźne spowolnienie na przełomie IV i I kwartału (częściowo związane z Covid), które naszym zdaniem będzie krótkotrwałe. Normalizacja, której oczekujemy, będzie wynikać ze stopniowego ograniczania dostosowawczego charakteru polityki fiskalnej i monetarnej. Inflacja będzie stopniowo obniżać się w stosunku do ostatnich maksimów, przez większą część roku utrzymując się jednak powyżej 3%, ponieważ czynniki przejściowe zanikają, co oznacza, że rośnie udział zwiększających presję inflacyjną czynników strukturalnych.
- **Strefa euro:** szczyt tempa wzrostu gospodarczego mamy już za sobą, a wpływ wariantu omikron i niektórych nowych ograniczeń przełożył się na spowolnienie aktywności między końcem 2021 r. a początkiem 2022 r., opóźniając ożywienie w sektorach gospodarki dotkniętych ograniczeniami związanymi z dystansem społecznym i już narażonych na napięcia z powodu wyższych cen energii oraz wąskich gardeł w dostawach. Przewidujemy, że w przypadku gdy takie czynniki się utrzymają, inflacja w strefie euro spadnie w stosunku do ostatnich szczytów, ale pozostanie powyżej celu EBC przez większą część roku.
- **Wielka Brytania:** po odbiciu w 2021 r., w 2022 r. tempo wzrostu gospodarczego spadnie w ujęciu sekwencyjnym ze względu na czynniki negatywne związane z inflacją, zacieśnieniem polityki monetarnej, dostosowaniami związanymi z Brexitem oraz ryzykiem politycznym, choć wzrost PKB pozostanie powyżej trendu. Wariant omikron wywarł dość negatywny wpływ na przełomie roku. Chociaż rok rozpoczął się słabiej, nadal oczekujemy wzrostu gospodarczego wspartego przez popyt wewnętrzny, przy czym konsumpcja będzie wspierana przez silny rynek pracy, a inwestycje przez ulgi podatkowe. Inflacja będzie powoli spadać w stosunku do szczytów z 2021 r., ponieważ surowce i wąskie gardła będą jedynie stopniowo zmniejszać presję na wzrost cen.
- **Japonia:** Popyt wewnętrzny odnotował w IV kwartale przyzwoite odbicie, ponieważ zmniejszył się niedobór chipów i zniesiono zasady dystansu społecznego. Wzrost liczby przypadków wariantu omikron w nowym roku oraz powrót do łagodnych zasad dystansu społecznego wprowadzają jednak niepewność co do perspektyw ożywienia gospodarczego Japonii, co prawdopodobnie jeszcze bardziej opóźni „nadrobienie zaległości” w konsumpcji. Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB poniżej konsensusu, na poziomie 2,4% w 2022 r., co oznaczałoby wzmocnienie dynamiki wzrostu w stosunku do szacowanych 1,7% w 2021 r. Stopa inflacji będzie przyspieszać, ale osiągnie szczyt w II kwartale na poziomie około 1% r/r.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	1.02 2022	Amundi + 6 m.	Konsensus + 6 m.	Amundi + 12m.	Konsensus + 12 m.
USA	0,13	0,5/0,75	0,9	1/1,25	1,38
Strefa euro	-0,5	-0,5	-0,43	-0,5	-0,19
Japonia	-0,02	-0,1	-0,02	-0,1	-0,01
Wlk. Brytania	0,25	0,75	1,16	1,0	1,51

Źródło: Amundi Research

- **Fed:** Fed nie ma wyboru i musi działać szybko: sytuacja na rynku pracy jest wyjątkowo napięta, a inflacja znacznie przekracza cel. Rezerwa Federalna ma trochę do nadrobienia. Jest jednak zdeterminowana, by szybko i systematycznie odchodzić od swojej wysoce dostosowawczej polityki monetarnej. Priorytetem jest przeciwdziałanie ryzyku bardziej trwałej inflacji przy silnym wzroście płac. Fed będzie szybko podnosił stopy, dopóki nie będzie zadowolony z perspektywy inflacyjnych. Ten cykl jest zupełnie inny. Spodziewamy się czterech podwyżek stóp w tym roku i zmniejszenia bilansu Fedu od czerwca lub lipca.
- **EBC:** Choć EBC okazał się bardziej jastrzębi niż oczekiwano, potwierdził też swoje dotychczasowe stanowisko — znacznie bardziej gołębie niż w przypadku Fedu i Banku Anglii — utrzymując otwarte luzowanie ilościowe przez cały 2022 r. i kalibrując jego wielkość tak, by pokryć większość przyszłorocznej emisji długu netto, z dodatkowym wsparciem w postaci elastycznych reinwestycji w ramach Pandemicznego Programu Zakupów Awaryjnych (PEPP), przedłużonego do końca 2024 r. i pełniącego rolę dodatkowego zabezpieczenia. Potwierdzono stabilną perspektywę dla stóp, zgodną z prognozą inflacji EBC poniżej celu długoterminowego — nie podjęto natomiast decyzji w sprawie TLTRO, choć EBC będzie „monitorował warunki finansowania banków”.
- **Bank Japonii:** Na styczniowym posiedzeniu polityka monetarna została pozostawiona bez zmian. W odpowiedzi na doniesienie Reutersa z 14 stycznia dotyczące tego, że Bank Japonii dyskutuje nad potencjalną podwyżką stóp, prezes Kuroda stanowczo odrzucił możliwość wcześniejszej normalizacji polityki monetarnej, wskazując na jej wstrzymanie w 2022 roku. W swojej ostatniej prognozie Bank Japonii podniósł swoje prognozy inflacyjne na lata 2022/2023, oczekując umocnienia się bazowej inflacji CPI na poziomie nieco powyżej 1%. Naszym zdaniem wzrost CPI w tym roku będzie przejściowy, co wynika głównie z jednorazowych pozytywnych efektów bazy. Dla Banku Japonii będzie to niewystarczające jako uzasadnienie dla podwyżki stóp.
- **Bank Anglii:** Na ostatnim posiedzeniu Bank Anglii ponownie zaskoczył konsensus nieoczekiwaną podwyżką stóp o 15 p.b., podnosząc podstawową stopę procentową do 25 p.b. Niemal jednogłośnie (8:1) głosowanie pokazało, że członkowie Komitetu Polityki Monetarnej byli w dużej mierze zgodni, a poprawiające się odczyty danych z rynku pracy i wysoka inflacja przeważały nad niepewnością związaną z napływem informacji o pandemii. Oczekujemy, że do końca 2022 r. Bank Anglii podniesie stopy do 75 p.b., a następnie wstrzyma się z cyklem podwyżek, zgodnie z potrzebą zachowania elastyczności w zarządzaniu zacieśnianiem ilościowym (QT), które ma się rozpocząć po osiągnięciu przez stopę bazową poziomu 1%.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
Bank Anglii (MPC)	3 lutego
EBC (Rada Prezesów)	3 lutego
Rezerwa Federalna (FOMC)	16 marca
Bank Japonii (MPM)	18 marca

Źródło: Amundi Research

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-01-21						
Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Świat	6,0	3,9	3,4	3,8	5,1	3,5
Kraje wschodzące	6,6	4,3	4,3	4,4	6,1	4,5
Chiny	8,1	4,5	4,9	0,9	1,7	1,9
Brazylia	4,5	0,0	1,6	8,3	8,0	3,8
Meksyk	5,6	1,7	2,2	5,7	5,5	4,1
Rosja	4,5	2,6	2,5	6,7	6,8	5,2
Indie	8,4	6,9	5,7	5,1	5,9	6,1
Indonezja	3,2	4,8	5,1	1,6	3,3	3,4
RPA	4,9	2,3	2,5	4,5	5,5	4,6
Turcja	10,5	3,8	4,0	19,4	49,7	19,7

Źródło: Amundi Research

- Chiny:** PKB okazał się w IV kwartale lepszy od oczekiwań, całkowicie odrobiając spadek z III kwartału. Eksport nadal rozwijał się w solidnym tempie, ale popyt wewnętrzny osłabł. Ponowny wybuch epidemii koronawirusa skomplikował ścieżkę ożywienia gospodarczego w Chinach. Trzymając się polityki „zero tolerancji”, tuż przed chińskim Nowym Rokiem władze lokalne zaczęły zaostrzać przepisy dotyczące dystansu społecznego, wywierając presję na spadek tempa wzrostu gospodarczego w I kwartale. Obniżamy naszą prognozę całorocznego wzrostu do 4,5% z 4,7%. Dane dotyczące inflacji zaskakiwały ostatnio negatywnie z powodu nietypowych spadków cen żywności.
- Indonezja:** Nowa fala epidemii okazuje się jak dotąd znacznie bardziej umiarkowana niż w innych krajach regionu, a Indonezja pozostaje na ścieżce stopniowego ożywienia. Pomimo wzrostu obecny poziom inflacji raczej nie stanowi poważnego zagrożenia dla celu inflacyjnego i nie skłania decydentów do podwyżki stóp procentowych. Po raz pierwszy jednak zmiana stanowiska Fedu znalazła się w oświadczeniu z ostatniego posiedzenia władz monetarnych. Choć stopy procentowe pozostały niezmiennione, bank centralny rozpoczął normalizację polityki płynnościowej, ogłaszając stopniowy wzrost rezerw ustawowych krajowej waluty dla banków. W świetle wcześniejszej podwyżki stóp procentowych Fedu (marzec) przesunęliśmy termin pierwszej podwyżki stóp procentowych indonezyjskiego banku centralnego na II kwartał 2022 roku.
- Meksyk:** W drugiej połowie 2021 r. wzrost gospodarczy znalazł się w przedłużającym się okresie dekonunktury (kolejna fala Covid, zakłócenia w łańcuchu dostaw, wzrost inflacji i stóp) i choć oczekujemy, że w tym roku ożywienie powróci, to jednocześnie widzimy, że PKB będzie rósł w tempie poniżej 2% i poniżej konsensusu dotyczącego oczekiwań. Nakłady inwestycyjne pozostaną na niskim poziomie w warunkach słabego otoczenia biznesowego pod rządami AMLO, podczas gdy konsumenci będą nadal borykać się z inflacją powyżej celu i rosnącymi stopami procentowymi. Bank centralny podniesie stopy procentowe najpierw ze względu na inflację bazową, która wciąż przyspiesza i wyraźnie przekracza docelową inflację zasadniczą, a później ze względu na to, że również Fed zamierza w tym roku kilkakrotnie podnieść stopy procentowe.
- Brazylia:** Ożywienie zatrzymało się w drugiej połowie ubiegłego roku, kiedy to potrójny problem – rosnąca inflacja, stopy procentowe i niepewność – uderzył w aktywność gospodarczą. Słabe wyniki będą się utrzymywać przez cały rok 2022 – spodziewamy się rocznej dynamiki PKB na poziomie 0%, ponieważ ustąpienie wysokiej inflacji musi trochę potrwać (nastąpi to raczej w drugim niż w pierwszym półroczu), dwucyfrowe stopy procentowe zostaną obniżone dopiero pod koniec roku (o ile w ogóle, ponieważ przed rozpoczęciem luzowania bank centralny będzie musiał przekonać się, że oczekiwania inflacyjne zbiegają się z celem), a wysoki poziom niepewności związany z październikowymi wyborami prawdopodobnie się utrzyma, co będzie niekorzystne dla nakładów inwestycyjnych. Jeśli chodzi o wybory, to w tym momencie Lula ma przegrać wyścig, a jego stanowisku politycznemu w wielu kluczowych kwestiach, w tym związanych z limitem wydatków i reformą rynku pracy uchwalonej przez obecną administrację, towarzyszą znaki zapytania.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	25.01 2022	Amundi Konsensus + 6 m.	Amundi 6 m.	Amundi +12 m.	Amundi +12 m.
Chiny	3,70	3,60	3,65	3,60	3,65
Indie	4,00	4,25	4,20	4,75	4,60
Brazylia	9,15	11,5	11,75	11,00	11,40
Rosja	8,50	9,50	8,35	8,50	7,65

Źródło: Amundi Research

- ChBL:** W odpowiedzi na nasilającą się presję na tempo wzrostu gospodarczego Chiński Bank Ludowy wyraźnie zasygnalizował dodatkowe rozluźnienie polityki pieniężnej. Aby dopasować działania do zapowiedzi, 17 stycznia po raz pierwszy od marca 2020 r. obniżył o 10 p.b. 7-dniową stopę repo oraz stopę rocznego kredytu średnioterminowego. 20 stycznia o obniżono również ponownie roczną główną stopę kredytową, tym razem o 10 p.b. po obniżce o 5 p.b. w grudniu, podczas gdy jej pięcioletni odpowiednik, związany z oprocentowaniem hipotek, obniżono o 5 p.b. Oczekujemy dodatkowych cięć o 5–10 p.b., jeśli dane o wzroście gospodarczym będą nadal rozczarowywać lub jeśli wariant omikron wystąpi w większej liczbie regionów.
- RBI (Indie):** Zgodnie z oczekiwaniami, inflacja CPI w grudniu zbliżyła się do górnej granicy celu banku centralnego (5,6% r/r w stosunku do 6,0% r/r, w porównaniu z 4,9% r/r w listopadzie) i oczekujemy, że inflacja wzrośnie (nawet powyżej 6%) na początku 2022 roku. W grudniu bank centralny utrzymał gołębie nastawienie, twierdząc, że pojawienie się nowej fali wariantu omikron w kraju zwiększa ryzyko dla gospodarki. Inflacja rynku hurtowego WPI stabilizuje się na wysokim poziomie (13,6% r/r), a bazowa inflacja CPI pozostaje uparcie w okolicach 6% r/r. Podtrzymujemy nasze oczekiwania dotyczące zmiany polityki pieniężnej i pierwszej podwyżki stóp procentowych w kwietniu 2022 roku.
- BCB (Brazylia):** Najbardziej stromy cykl podwyżek stóp procentowych w bloku rynków wschodzących był kontynuowany w grudniu dzięki determinacji brazylijskiego banku centralnego. Bank centralny ponownie podniósł stopę procentową o 150 p.b. (do 9,25%) i zapowiedział kolejną podwyżkę o tej samej skali na następnym posiedzeniu w lutym, co wyniosłoby SELIC na poziom dwucyfrowy. Komitet przesuwając stopy w kierunku wysoce restrykcyjnego terytorium w odpowiedzi na gwałtownie rosnącą inflację i średnioterminowe oczekiwania inflacyjne, które mogą świadczyć o pewnym odejściu od celu. Ponieważ jednak gospodarka spowalnia (co trwa już od pewnego czasu) i rozpoczyna się proces dezinflacji (inflacja osiągnęła szczyt w listopadzie, jak się wydaje), uważamy, że bank centralny zatrzyma się poniżej oczekiwań rynku i w marcu ustali końcową stopę na poziomie 11,50%.
- CBR (Rosja):** 17 grudnia Centralny Bank Rosji podniósł stopę procentową o 100 p.b., do 8,5%. Głównym powodem podwyżki była utrzymująca się presja popytowa i podaży w kontekście możliwego dalszego wzrostu inflacji i oczekiwań inflacyjnych. CBR pozostawił otwartą furtkę dla dalszych podwyżek na zbliżających się posiedzeniach. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych osiągnęły w grudniu nowe pięcioletnie maksimum. Inflacja przyspieszyła bardzo nieznacznie, do 8,39% r/r w grudniu w stosunku 8,35% w listopadzie, co jednak znacznie przekraczało cel na poziomie 4%. Jastrzębie stanowisko CBR, w połączeniu z utrzymującą się presją inflacyjną i geopolityczną, sprawia, że prawdopodobna jest kolejna podwyżka stóp procentowych na lutym posiedzeniu.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
BCB, Brazylia	2 lutego
BRI	9 lutego
CBR	11 lutego
ChBL	21 lutego

Źródło: Amundi Research

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy makroekonomiczne

(21 stycznia 2022)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
USA	5,7	3,4	2,0	4,7	5,0	2,6
Japonia	1,7	2,0	0,9	-0,4	0,6	0,6
Strefa euro	5,3	3,8	2,4	2,6	3,3	1,6
Niemcy	2,7	3,5	2,1	3,3	3,2	1,9
Francja	6,7	3,7	2,0	2,1	2,5	1,7
Włochy	6,3	4,3	2,0	2,0	2,9	1,5
Hiszpania	4,4	5,4	3,1	3,2	3,6	0,9
Wlk. Brytania	7,1	4,1	2,1	2,6	5,3	2,4
Chiny	8,1	4,5	4,9	0,9	1,7	1,9
Brazylia	4,5	0,0	1,6	8,3	8,0	3,8
Meksyk	5,6	1,7	2,2	5,7	5,5	4,1
Rosja	4,5	2,6	2,5	6,7	6,8	5,2
Indie	8,4	6,9	5,7	5,1	5,9	6,1
Indonezja	3,2	4,8	5,1	1,6	3,3	3,4
RPA	4,9	2,3	2,5	4,5	5,5	4,6
Turcja	10,5	3,8	4,0	19,4	49,7	19,7
Kraje rozwinięte	5,0	3,4	2,1	3,0	3,7	2,0
Kraje wschodzące	6,6	4,3	4,3	4,4	6,1	4,5
Świat	6,0	3,9	3,4	3,8	5,1	3,5

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	2022-02-01	Amundi + 6 m.	Konsensus + 6 m.	Amundi +12 m.	Amundi +12 m.
USA	0,13	0,5/0,75	0,9	1/1,25	1,38
Strefa euro	-0,5	-0,5	-0,43	-0,5	-0,19
Japonia	-0,02	-0,1	-0,02	-0,1	-0,01
Wlk. Brytania	0,25	0,75	1,16	1,0	1,51

Kraje wschodzące

	2022-01-25	Amundi + 6 m.	Konsensus + 6 m.	Amundi +12 m.	Amundi +12 m.
Chiny	3,70	3,60	3,65	3,60	3,65
Indie	4,00	4,25	4,20	4,75	4,60
Brazylia	9,15	11,5	11,75	11,00	11,40
Rosja	8,50	9,50	8,35	8,50	7,65

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich

	2022-02-01	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	1,16	1,3/1,5	1,50	1,5/1,7	1,68
Niemcy	-0,50	-0,6/-0,4	-0,40	-0,5/-0,3	-0,31
Japonia	-0,05	-0,10/0	-0,03	-0,10/0	-0,02
Wlk. Brytania	1,03	0,8/1,0	1,21	1/1,2	1,14

Rentowność obl. 10-letnich

	1.02.2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	1,75	1,8/2,0	1,91	2/2,2	1,99
Niemcy	-0,01	-0,1/0,1	0,07	-0,1/0,1	0,13
Japonia	0,18	0,1/0,3	0,23	0,1/0,3	0,28
Wlk. Brytania	1,27	1,2/1,4	1,40	1,3/1,5	1,42

Prognoza dla walut

	2022-01-26	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.		2022-01-26	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.
EUR/USD	1,12	1,09	1,13	1,14	1,16	EUR/SEK	10,47	10,55	9,99	10,25	9,90
USD/JPY	115	114	115	118	115	USD/CAD	1,27	1,31	1,24	1,23	1,23
EUR/GBP	0,83	0,84	0,84	0,82	0,84	AUD/USD	0,71	0,70	0,74	0,76	0,75
EUR/CHF	1,04	1,04	1,07	1,10	1,09	NZD/USD	0,67	0,64	0,72	0,68	0,72
EUR/NOK	10,05	10,16	9,83	9,55	9,70	USD/CNY	6,32	6,55	6,42	6,40	6,44

Źródło: Amundi Research

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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

METODOLOGIA

— Scenariusze

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

— Ryzyko

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



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

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

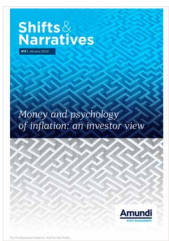
ASSET CLASS VIEWS



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

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

SHIFTS & NARRATIVES



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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

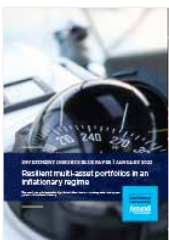
Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

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

INSIGHTS PAPERS



Resilient multi-asset portfolios in an inflationary regime (13-01-2022)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - Monica DEFEND, Global Head of Research - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research - Deputy Head of Global Research - Silvia DI SILVIO, Cross Asset Research Macro Strategist - Global Research - Francesco SANDRINI, Head of Balanced, Income & Real Return

From recovery to resiliency: the promise of EM sustainable bonds (26-11-2021)

HESENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VYDRINE Maxim, Co-Head of Emerging Markets Corporate and HY

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

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

WORKING PAPERS



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

Portfolio Construction with Climate Risk Measures (03-01-2022)

Theo Le GUENEDAL, Thierry RONCALLI - Quantitative Research

Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 4. A Step-by-step Practical Guide (9-12-2021)

RONCALLI Thierry, CHERIEF Amina - Quantitative Research

The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (9-12-2021)

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



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

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

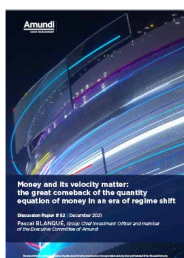
Kazakhstan: low impact for asset prices, but a wakeup call for geopolitical risk (13-01-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - MAHER Deirdre, Head of Frontier Markets Equity - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst, Global Research

Private markets: focus on ESG and transformation (22-12-2021)

CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate

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)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, 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)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

ESG Thema #6 - Carbon-efficient technologies in the race to Net Zero (20-12-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Shagun TALWAR, ESG Analyst

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°3

The construction sectors: road work ahead (16-12-2021)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



A new dawn for Europe? Strategies for investing in European assets (12-11-2021)

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 Quant Investment High Yield Real Estate
Strategies Allocation

OŚWIADCZENIE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

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

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

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

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 1 lutego 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 lutego 2021.

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

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

Redaktor naczelny

BLANQUÉ Pascal, Szef Grupy ds. Inwestycji

Redaktor

DEFEND Monica, Globalny szef ds. badań

Z jednostki Global Research

AINOUZ Valentine, Zastępca szefa Działu Badań nad Strategią Rynków

Rozwiniętych, CFA

BELLAÏCHE Mickael, Specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych i analiz rynku obligacji korporacyjnych

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

BERTHON Jean Baptiste, Specjalista ds. strategii

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

Z udziałem jednostki Amundi Insights

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights

CARULLA Pol, Jednostka Amundi Investment Insights

FIOROT Laura, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia, Dział Badań

PONCET Benoit, Dział Badań

Zastępcy redaktora

BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych

BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych

DROZDZIK Patryk, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

GEORGES Delphine, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałodochodowych

HERVÉ Karine, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

HUANG Claire, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych

USARDI Annalisa, starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

DHINGRA Ujjwal, Jednostka Amundi Investment Insights

PANELLI Francesca, Jednostka Amundi Investment Insights