

Research

Nr 1
2022
stycznia

CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Niepewne jak omikron, pewne jak inflacja

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

Wy pytacie, my odpowiadamy

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 1 – styczeń 2022

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Niepewne jak omikron, pewne jak inflacja s. 3

Powrót obaw związanych z Covid-19, działania z zakresu polityki fiskalnej i monetarnej oraz słabość Chin wywołały pewną zmienność na rynkach, ale pozostajemy neutralni wobec ryzyka i koncentrujemy się bardziej na generowaniu alfy, a mniej na kierunkowości rynku – zwłaszcza w przypadku obligacji skarbowych. Sądzymy również, że banki centralne zasadniczo utrzymają podejście dostosowawcze, pomimo przyspieszenia swoich planów taperingu w celu kontroli inflacji. Inwestorzy powinni poszukiwać akcji o wysokiej wartości i jakości, ale kluczowe będzie zidentyfikowanie spółek o silnej pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen, ponieważ firmy będą starały się przenieść wyższe koszty produkcji na konsumentów. Ponadto ekspozycja na aktywa realne może zapewnić ochronę przed inflacją inwestorom, którzy są w stanie znieść ryzyko płynności.

Makroekonomia

Przełożenie PPI na CPI: ujęcie ogórne i oddolne s. 4

W obliczu presji na marże wynikającej z rosnących kosztów produkcji pozycja przetargowa firm w zakresie ustalania cen będzie dla nas kluczowym aspektem do monitorowania, a także wyznacznikiem naszych decyzji inwestycyjnych w 2022 roku.

Portfele zróżnicowane

Szukajcie punktów wejścia na rynkach wysokiej jakości obligacji korporacyjnych i akcji s. 5

Biorąc pod uwagę nasze ogólne neutralne nastawienie, preferujemy rotację ryzyka (w przeciwieństwie do jego zwiększania), aby skorzystać z ostatnich ruchów na rynku – na przykład w przypadku obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej.

Instrumenty stałodochodowe

Fed, problem inflacji i obawy związane z omikronem s. 6

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

Akcje

Rozgrywanie wielkiego podziału s. 7

Rynki maskują wielkie podziały: segment wartości kontra segment wzrostu/ technologii; koncentracja kapitału na dużych, przewartościowanych spółkach kontra reszta rynku; spółki z siłą przetargową w zakresie ustalania cen kontra reszta. Jest to podatny grunt dla selekcji oddolnej.

Tematyczne poglądy globalne

Wy pytacie, my odpowiadamy s. 8

Nasz zespół Global Views próbuje odpowiedzieć na niektóre z pytań często zadawanych przez naszych klientów.

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 11
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 12
> Portfele wieloaktywowe – stan obecny: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	s. 13
> Wnioski z analiz globalnych	s. 14
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 16

Perspektywa makroekonomiczna

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

POGLĄDY CIO

Niepewne jak omikron, pewne jak inflacja



Pascal BLANQUÉ,
Szef grupy ds. inwestycji



Vincent MORTIER,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Nawrót pandemii, reakcje banków centralnych na wysokie odczyty inflacji oraz nieunikniona niewypłacalność Evergrande wywołały pewną zmienność na rynku, ale nie spowodowały też żadnych poważniejszych zakłóceń. W kontekście możliwej realizacji scenariuszy wzrostu gospodarczego i inflacji inwestorzy nadal zakładają, że „złe wiadomości to dobre wiadomości dla rynków”. **Na tym etapie jest oczywiście zbyt wcześnie, by komentować wariant omikron i jego konsekwencje.** Inwestorzy powinni jednak pamiętać, że nawrót epidemii ponownie znajdzie się w centrum uwagi. Nowy wariant może mieć wpływ na wrażliwe części łańcuchów dostaw, zwiększając presję inflacyjną. Co istotne, kontekst inflacyjny ma obecnie komponent psychologiczny związany z występowaniem samospełniającego się scenariusza. Z pewnością jest to czynnik ryzyka, którego nie należy pomijać u progę 2022 roku.

Poziom obaw nie osiągnął jeszcze co prawda stanu alarmowego, ale Fed zaostrzył swój ton, a prezes Jerome Powell przyspieszył tempo redukcji skupu aktywów. Pomimo zmierzających do ograniczenia akomodacji działań Fedu w 2022 roku polityka tej instytucji zachowa charakter dostosowawczy, ze stopą Fed Funds znacznie poniżej stopy „neutralnej”, czyli poziomu, przy którym polityka pieniężna ani nie stymuluje, ani nie hamuje wzrostu gospodarczego. W istocie reakcja rynków akcji ilustruje wiarę rynku w to, że Fed będzie trzymał inflację w ryzach bez szkody dla wzrostu gospodarczego i że ta faza będzie mieć charakter wyłącznie przejściowy. Naszym zdaniem jednak sytuacja nie będzie aż tak jednoznaczna.

W kontekście napięć na rynkach pracy (presja płacowa) i silnego popytu konsumpcyjnego możemy mieć do czynienia z presją popytową na inflację. Fed stąpa więc po cienkim lodzie: z jednej strony inflacja jest trudna do utrzymania z punktu widzenia polityki, a z drugiej strony nadmierne zaostrożenie warunków finansowych, prowadzące do zawirowań na rynku, byłoby równie niemożliwe od utrzymania w dłuższej perspektywie. Fed będzie działał, ale prawdopodobnie będzie „spóźniał się” z taperingiem i podwyżkami stóp w 2022 r, a tym samym utrzyma stopy na bardzo niskich poziomach.

Trzecim z bohaterów najnowszych wiadomości są Chiny: grupy Evergrande i Kaisa oficjalnie nie wywiązały się ze swoich zobowiązań. Nie widzimy obecnie żadnych oznak negatywnego efektu domina. W ostatnich tygodniach chiński rząd również aktywnie wspierał sektor nieruchomości, odgrywając wiodącą rolę w restrukturyzacji Evergrande. Stanowisko polityczne chińskich władz w 2022 roku wygląda znacznie bardziej konstruktywnie niż w roku 2021, co naszym zdaniem będzie istotnym czynnikiem. W tym kontekście istnieje kilka tematów, które naszym zdaniem są ważne dla inwestorów:

- **Rosnąca niepewność i ryzyko błędów politycznych przemawiają za neutralnym nastawieniem do aktywów ryzykownych.** Dopóki realne stopy procentowe pozostaną na bardzo niskim poziomie, a oczekiwania inflacyjne będą dobrze zakotwiczone, akcje będą korzystać zgodnie z zasadą „TINA” (czyli „nie ma żadnej innej alternatywy”). Ostatnia faza „kupowania na dotku” wskazuje, że rynki nadal są optymistycznie nastawione, pomimo drogich wycen i spadających realnych stóp zwrotu. Dlatego też, po raz kolejny, inwestorzy powinni selektywnie skupić się na sektorach i spółkach, które mogą być bardziej odporne na otoczenie inflacyjne, i preferować akcje oferowane z „rabatem” związanym z ich dużą luką w wycenie w stosunku do akcji z segmentu „wzrostu”.
- **Jeśli chodzi o instrumenty stałodochodowe,** to w przeciwieństwie do rentowności obligacji średnio- i długoterminowych po ruchu Fedu rentowności 2-letnich obligacji skarbowych w pełni odzwierciedliły tempo podwyżek stóp przewidziane przez Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku (FOMC). Spodziewamy się ryzyka wzrostu nachylenia krzywej dochodowości. Wzmocnia to nasze negatywne podejście do duracji. Na rynkach obligacji korporacyjnych ostatni wzrost spreadów — zwłaszcza w klasie inwestycyjnej — może stwarzać okazje do zwiększenia ekspozycji, ale pod warunkiem zachowania podwyższonej ostrożności i na krótsze okresy. Środowisko przyzwoitego wzrostu gospodarczego, luźnej polityki fiskalnej, banków centralnych reagujących z opóźnieniem na wzrost inflacji i globalnego poszukiwania rentowności nadal sprzyja obligacjom korporacyjnym, zwłaszcza w segmentach, które mogą wytrzymać presję inflacyjną i nie są przelewarowane.
- **Na rynkach wschodzących** inwestorzy powinni szukać okazji do wykorzystania desynchronizacji reakcji władz monetarnych. Rynki wschodzące dzielą się na kraje i banki centralne, które poważnie traktują inflację, i te, które tego nie robią. Obserwujemy w dużej mierze wiarygodną reakcję banków centralnych z rynków wschodzących na wyższą presję inflacyjną (Brazylia, Meksyk, Rosja, RPA). Rozbieżność między ich polityką monetarną a polityką Fedu będzie miała istotne implikacje dla inwestycji w roku 2022, co będzie korzystne dla długu krajów wschodzących, które już podjęły wiarygodne działania w celu ograniczenia ryzyka inflacyjnego, takich jak Brazylia i Rosja. Jeśli chodzi o akcje, Chiny mogą okazać się w nadchodzącym roku pozytywną niespodzianką.
- **Wreszcie, ponownie podkreślamy, że inwestorzy, którzy są w stanie ponieść ryzyko płynności, powinni selektywnie zwiększać ekspozycję na aktywa realne,** ponieważ oferują one potencjał ochrony przed inflacją i wyższe dochody realne.

Rok 2022 to trzeci rok pandemii — na rynkach finansowych, które w kontekście podejmowanych na masową skalę działań akomodacyjnych banków centralnych przyzwyczyli się do dość szybkiego przyswajania nowych wieści, jest ona już traktowana jako nowa normalność. **Ten rok będzie rokiem zmian i prawdziwym sprawdzianem dla tej nowej fazy, gdy banki centralne zaczną ponownie dostosowywać podejmowane działania, inflacja okaże się bardziej trwała niż oczekiwano, a długoterminowe oczekiwania zaczną być kwestionowane.**

Ogólne nastroje związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka ◀ Akceptacja ryzyka



W ramach neutralnego paradygmatu dla aktywów ryzykownych rozpoczynamy rok ostrożnie, nieznacznie zmniejszając wrażliwość kredytową instrumentów stałodochodowych.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Ograniczanie ekspozycji kredytowej z perspektywy oddolnej.
- ▶ Ograniczanie obl. indeks. inflacją na progu rentowności, nadal umiarkowanie pozytywne podejście.
- ▶ Ograniczanie chińskich obl. skarbowych.
- ▶ Eksploracja okazji w segmencie „wartości”.

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

POGLĄDY
ANALITYKÓW



Monica DEFEND,
Globalny szef ds. badań

Przełożenie PPI na CPI: ujęcie odgórne i oddolne

Zmiany systemowe w zakresie wzrostu gospodarczego i inflacji oraz etapy polityki monetarnej to dwa kluczowe czynniki uwzględnione w naszej [Prognozie inwestycyjnej 2022 - inwestowanie w wielką transformację](#). Przyglądamy się w niej przełożeniu transmisji PPI na CPI, wpływowi na marże przedsiębiorstw oraz znaczeniu pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen jako kryterium inwestycji.

Uczestnicy rynku i banki centralne nie znajdują się już pod wpływem iluzji tymczasowego bądź strukturalnego charakteru inflacji, a my nadal przewidujemy „reżim inflacyjny” do trzeciego kwartału 2022 r. ze względu na jednoczesny wzrost: 1) indeksu kosztów zatrudnienia, 2) jednostkowych kosztów pracy, 3) cen importu oraz 4) inflacji produkcyjnej PPI. Są to osie, wokół których będą się kształtować taksonomia naszego reżimu inflacyjnego i związane z nim konsekwencje inwestycyjne. Różnica PPI-CPI zasługuje na szczególną uwagę w 2022 r., ponieważ będzie miała wpływ na marże. Różnica między kosztami nakładów na poszczególnych etapach przemysłowych łańcuchów wartości a rzeczywistą siłą przetargową w zakresie ustalania cen w poszczególnych sektorach lub przedsiębiorstwach w 2022 r. prawdopodobnie wysunie się na pierwszy plan.

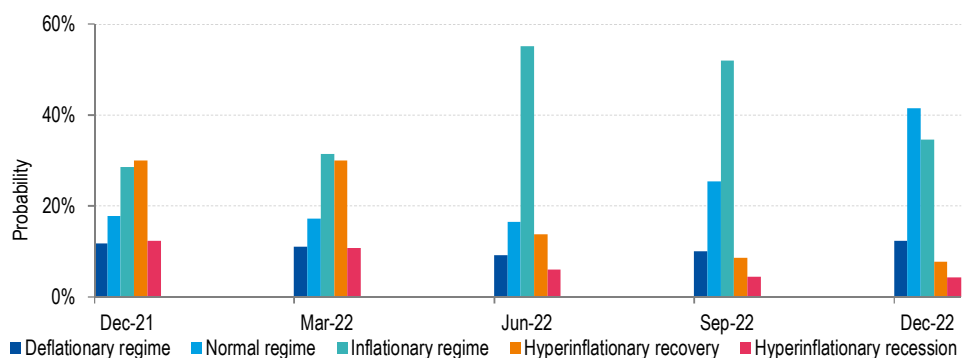
Z perspektywy odgórnej przełożenie PPI na CPI nie było widoczne w danych liczbowych przedstawionych w ostatnim sezonie sprawozdawczym choćby w niewielkim zakresie. Zazwyczaj przełożenie takie odbywa się poprzez spadek dochodów, aprecjację dolara amerykańskiego, niższe stopy procentowe oraz spadek marż, a co za tym idzie niższe oczekiwania co do zysków i wyników przedsiębiorstw. Podczas gdy w przeszłości przełożenie PPI na CPI było tłumione przez wzrost wydajności związany z postępem technologicznym, globalizacją i offshoringiem oraz ważoną wymianą handlową deprecjacją dolara amerykańskiego¹, jest mało prawdopodobne, aby miało to miejsce w 2022 r. Asynchroniczność działań banków centralnych doprowadzi do umocnienia dolara amerykańskiego, a my oczekujemy, że wzrost wskaźnika zysku na akcję (EPS)² nie przekroczy 10%, przy założeniu, że warunki finansowe pozostaną korzystne w kontekście ograniczonej aprecjacji dolara amerykańskiego³ i ujemnych realnych stóp procentowych. Jeśli chodzi o wyniki finansowe przedsiębiorstw, dostrzegamy pewną presję ze strony nieco wyższych jednostkowych kosztów pracy i wyższych cen producentów (PPI). Wariant omikron oprócz opóźnienia rozwiązania problemu wąskich gardeł w łańcuchu dostaw może

również utrudnić decyzje strukturalne (relokacje), biorąc pod uwagę wciąż niepewne perspektywy. Spowolnienie sprzedaży, niższe marże i mniej korzystne warunki płynnościowe stanowią czynniki ryzyka dla naszego scenariusza „umiarkowanego zaniebdywania inflacji” w pierwszej połowie 2022 roku⁴. Ponadto w porównaniu z innymi krajami Stany Zjednoczone wykazują większą elastyczność w przenoszeniu wyższych kosztów produkcji na konsumentów. W szczególności jeśli wykorzystamy wskaźniki CPI/PPI jako zastępcze mierniki produktywności (używając ram Balassy-Samuelsona), możemy wyjaśnić część siły USD obserwowanej w 2021 roku.

Uważamy, że w perspektywie oddolnej istnieje rozbieżność między akceptacją inflacji przez uczestników rynku (którzy szybko się dostosowują i wierzą, że produkcja niemal natychmiast dopasowuje się do nowych cen czynników produkcji) a faktycznymi dostosowaniami w rzeczywistym łańcuchu wartości w przemyśle. W tym drugim przypadku potrzeba więcej czasu na adaptację i ewentualne zintegrowanie nowej dynamiki. Po 15 latach działania sił deflacyjnych prezesi i dyrektorzy finansowi muszą obecnie dostosować się do otoczenia, w którym w ramach procesów budżetowania negocjuje się i renegotjuje podwyżki cen na rok 2022 (co wymaga zmiany sposobu myślenia). Jak dotąd nasze anegdotyczne dowody wskazują na to, że reshoring i krótkoterminowe dostosowania łańcuchów dostaw (np. przeniesienie produkcji trampki z Wietnamu do Indonezji) mają charakter raczej ulotny. Zauważyliśmy, że na poziomie sektorowym w Europie przełożenie było bardzo słabe w sektorach konsumenckim, materiałowym i przemysłowym (zwłaszcza w transporcie). Detalistom (spożywczym i pozostałym) grozi zaniżanie marż. Z drugiej strony, sektor konsumencki, media luksusowe, opakowania i niektóre obszary sektora technologicznego wykazują silną pozycję przetargową w zakresie ustalania cen. Sektor farmaceutyczny ma inną sytuację: ze względu na wysoki stopień regulowania ceny ma on słabą pozycję przetargową w zakresie ich ustalania, ale jeszcze nie boryka się z problemem wyższych cen czynników produkcji. **Podsumowując**, inflacja będzie dominować przez większość 2022 roku. Przełożenie PPI na CPI będzie prawdopodobnie tłumić zyski przedsiębiorstw, a zatem pozycja przetargowa w zakresie ustalania cen będzie mieć kluczowe znaczenie. Dostrzegamy konkretne ryzyko bessy dla aktywów ryzykownych w pierwszej połowie 2022 roku, co uzasadnia naszą decyzję o zmniejszeniu ekspozycji na akcje do neutralnej.

W obliczu presji na marże wynikającej z rosnących kosztów produkcji pozycja przetargowa firm w zakresie ustalania cen będzie dla nas kluczowym aspektem do monitorowania, a także wyznacznikiem naszych decyzji inwestycyjnych w 2022 roku.

Podwyższona inflacja prognozowana na większą część 2022 r.



Source: Amundi Research, 20 December 2021. PPI - Producer Price Index, a measure of inflation at company level. CPI - Consumer Price Inflation, a measure of inflation faced by end-consumers. ¹Including in the basket, a larger exposure to EM currencies than DXY; ²We forecast operating EPS for S&P500 growth at 7%, 12M forward earnings; ³3% appreciation over the next 6M; ⁴When we recommend staying cautious.

PORTFELE
ZRÓŻNICOWANE



Matteo GERMANO,
Szef ds. portfeli zróżnicowanych

Biorąc pod uwagę nasze ogólne neutralne nastawienie, preferujemy rotację ryzyka (w przeciwieństwie do jego zwiększania), aby skorzystać z ostatnich ruchów na rynku — na przykład w przypadku obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej.

Szukajcie punktów wejścia w wysokiej jakości obligacjach korporacyjnych i akcjach

Globalna ekspansja trwa nadal pośród wyzwań dla wzrostu gospodarczego, jakie stwarza nowy wariant, jastrzębia postawa Fedu i presja inflacyjna, co potwierdza nasze poglądy o stagflacji. W połączeniu z pewnym taktycznym osłabieniem dynamiki akcji, powstrzymuje nas to przed przyjęciem bardziej ofensywnego stanowiska w zakresie nastawienia do ryzyka. Jednak to, że banki centralne wykazują pewien stopień opóźnienia w stosunku do postępów inflacji, również nie uzasadnia strukturalnego ograniczania ryzyka. Dlatego też inwestorzy powinni wycofywać się z obszarów, które mogą być dotknięte pogorszeniem nastawienia do ryzyka, i szukać zarówno taktycznych, jak i długoterminowych okazji, które mogą pojawić się w wyniku zawirowań rynkowych (np. na rynku obligacji skarbowych). **Należy tego dokonać w sposób zasadniczo neutralny pod względem ryzyka oraz stosując aktywne i dobrze zdwersyfikowane podejście.** Inwestorzy muszą utrzymywać wystarczające zabezpieczenia w celu ochrony ekspozycji na akcje/obligacje korporacyjne.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

W odniesieniu do akcji z rynków rozwiniętych i wschodzących utrzymujemy nasze neutralne nastawienie, ale też nadal „kupujemy na dołku”, bez zwiększania poziomu ryzyka. Zastanawiamy się również i analizujemy, jakie poziomy będą dobrymi punktami wejścia, aby selektywnie wykorzystać niedawną korektę na wybranych rynkach (takich jak Japonia), które nie nadążają za ożywieniem i są atrakcyjnie wyceniane. Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, gdzie dążymy do minimalizacji ryzyka asymetrycznego, uważamy, że instrumenty pochodne mogą stanowić skuteczne rozwiązanie pozwalające czerpać korzyści z ruchów wzrostowych akcji. Poza tym pozostajemy świadomi krótkoterminowej słabości Chin i innych rynków wschodzących, na które może wpłynąć zacieśnianie polityki przez Fed. Zamiast tego koncentrujemy się na obszarach, które oferują solidne możliwości w długim terminie.

W segmencie instrumentów stałodochodowych utrzymujemy krótką durację w Stanach Zjednoczonych i Europie, ale pozostajemy elastyczni. Jesteśmy obecnie ostrożni, zwłaszcza w przypadku 5-letnich niemieckich obligacji skarbowych. Ostatni spadek rentowności spowodowany obawami związanymi z wariantem omikron był nadmierny i szczególnie ekstremalny dla krzywej rentowności instrumentów z rdzenia strefy euro. W rezultacie nagle przecena rentowności najbardziej dotknęła papiery 5-letnie i krzywe o wyższym segmencie krótkoterminowym, ponieważ wcześniej uwzględniały one szybszą normalizację polityki pieniężnej banku centralnego. **Po drugie, chociaż uważamy, że długoterminowe podstawy włoskiego wzrostu gospodarczego są silne,** istnieją

pewne źródła krótkoterminowej niepewności związane z możliwym wpływem nowego wariantu koronawirusa. Dlatego też staliśmy się nieco bardziej ostrożni w stosunku do BTP. Zamiast nich inwestorzy mogą preferować taktyczne możliwości w zakresie obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej w euro, aby utrzymać ogólny budżet ryzyka w równowadze. Wsparcie EBC i korzystne czynniki techniczne (ograniczona podaż w pierwszej połowie 2022 r.) nadal wspierają obligacje korporacyjne (zarówno klasę inwestycyjną, jak i instrumenty wysokodochodowe), które pozostają źródłem dochodu, ale utrzymujemy podejście selektywne. Ponadto niedawne pogorszenie nastawienia do ryzyka na rynku obligacji klasy inwestycyjnej ze strefy euro nie jest uzasadnione. **Po trzecie, podchodzimy mniej konstruktywnie do chińskiego długu publicznego** ze względu na czynniki ryzyka dla lokalnej waluty (głównie w stosunku do dolara) oraz zawirowania na rynkach krajowych obligacji korporacyjnych. Nadal jednak uważamy, że chiński dług oferuje długoterminowe korzyści dywersyfikacyjne dla portfeli międzynarodowych. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do obligacji z rynków wschodzących. W przypadku walut rozwój sytuacji gospodarczej na świecie nadal wspiera podejście oparte na wartości względnej. W Wielkiej Brytanii monitorujemy rozwój sytuacji w związku z kryzysem zdrowotnym, ale pozostajemy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do pary GBP/CHF, ponieważ frank jest najbardziej przewartościowaną walutą G10. Nasze przekonanie nie jest silne ze względu na pogarszające się otoczenie gospodarcze Wielkiej Brytanii, utrzymujące się niedobory i kwestie związane z Brexitem. Czynniki te, w połączeniu z wysokimi cenami energii i inflacją, pozwalają nam utrzymać pozycję defensywną na GBP w stosunku do EUR i USD.

W przypadku rynków wschodzących podtrzymujemy nasze konstruktywne nastawienie do pary RUB/EUR, ponieważ rosyjska waluta jest odporna na wahania, biorąc pod uwagę atrakcyjne wyceny, niską wrażliwość na czynniki zewnętrzne i jastrzębi ton rosyjskiego banku centralnego, choć pozostajemy czujni, jeśli chodzi o napięcia geopolityczne w stosunkach z Europą i Stanami Zjednoczonymi. W Azji podtrzymujemy konstruktywne nastawienie do pary CNH/EUR, biorąc pod uwagę rosnące znaczenie Chin w handlu azjatyckim i ich coraz większą rolę w gospodarce światowej.

Czynniki ryzyka i hedging

Prawdopodobieństwo wyższej inflacji i ryzyko błędnej polityki pozostają wysokie. Zalecamy, aby inwestorzy utrzymywali zabezpieczenia na akcjach z krajów rozwiniętych i amerykańskich funduszach hedgingowych w celu ochrony przed ekstremalnym ryzykiem.

Amundi Cross Asset – przekonania

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

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

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

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

Fed, problem inflacji i obawy związane z omikronem



Amaury D'ORSAY,
Szeft ds. instrumentów
stałodochochodowych



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

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

Ewolucja cyklu pandemicznego, spowolnienie wzrostu gospodarczego i inflacja (popyt/koszty) będą determinować reakcje banków centralnych. Ten ostatni czynnik był kluczowy dla Fedu, biorąc pod uwagę presję polityczną i „dominację fiskalną”, która popchnęła go do przyspieszenia programu taperingu i podniesienia prognozy podwyżek stóp w 2022 roku. Nadal jednak uważamy, że Fed postrzega inflację jako przejściową — nawet jeśli już tego nie komunikuje — ponieważ jego długoterminowe prognozy stóp procentowych nie uległy zmianie. Działania Fedu będą więc wpisywały się w scenariusz „umiarkowanego zaniedbywania” w odniesieniu do inflacji. **Dla inwestorów oznacza to, że będą musieli szukać dochodów na rynku obligacji korporacyjnych, ale bez zwiększania bety swojego portfela** — skupiając się na segmentach, w których spready wzrosły. Należy skoncentrować się na generowaniu alfy poprzez podejście oddolne i dobór korzystnie wycenionych obligacji z rynków wschodzących i z peryferii strefy euro.

Światowe i europejskie instrumenty stałodochochodowe

Utrzymujemy ostrożne, ale elastyczne nastawienie do duracji w Stanach Zjednoczonych oraz krajach spoza peryferii strefy euro, ale pozostajemy konstruktywni w stosunku do obligacji z peryferii strefy euro w średnim terminie — dotyczy to również Włoch (z ostrożnym podejściem do krótkoterminowej niepewności). Jeśli chodzi o obligacje indeksowane inflacją na progu rentowności, monitorujemy wyceny w Stanach Zjednoczonych (obecnie mniej konstruktywne) i w Europie, do której nie jesteśmy już pozytywnie nastawieni. **Poza tym szukamy możliwości przeniesienia ryzyka na rynku obligacji korporacyjnych, przyjmując umiarkowanie konstruktywne podejście, choć** uważamy, że inwestorzy powinni bardziej skupić się na wynikającej ze specyficznych czynników o charakterze lokalnym bądź indywidualnym ekspozycji na instrumenty średnioterminowe, w oparciu o przekonania takie jak dług podporządkowany (zarówno inwestycyjny, jak i wysokodochochodowy) oraz spółki finansowe, przemysłowe i działające w sektorach cyklicznych. Instrumenty wysokodochochodowe oferują możliwości selektywnego rozgrywania motywu kompresji spreadów, ale należy monitorować płynność (lepsza płynność w styczniu). Unikamy jednak instrumentów o długim terminie do wykupu oraz spółek, które będą prawdopodobnie angażować się w relewarowanie lub wykupy lewarowane. Unikamy również sektorów konsumenckiego, transportowego i chemicznego. Ogólnie rzecz biorąc, szukamy zwycięzców w środowisku rosnących stóp bazowych, wynagrodzeń i cen surowców.

Instrumenty stałodochochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Uważamy, że ryzyko istotnego spowolnienia gospodarki jest niskie, ponieważ dostrzegamy wiele pozytywnych bodźców i dobrą dynamikę. Ryzyko inflacji i ryzyko związane z Covid utrzymują się jednak w kontekście napiętej sytuacji na rynkach pracy, wąskich gardeł w łańcuchach dostaw i silnego popytu konsumpcyjnego. W połączeniu z polityczną presją na Fed i uznaniem, że inflacja nie ma charakteru przejściowego, zachęciło to bank centralny do przyspieszenia taperingu. Oczekujemy umiarkowanego wzrostu stóp procentowych, co pozwala nam utrzymać defensywne podejście do duracji. Z drugiej strony, utrzymujemy minimalną ekspozycję na obligacje skarbowe indeksowane inflacją. **Zamiast tego staramy się generować alfę na rynkach obligacji korporacyjnych, gdy wyceny i fundamenty poszczególnych emitentów są atrakcyjne — kluczowe znaczenie ma jednak płynność.** Uważamy również, że instrumenty pochodne oferują selektywne możliwości zarządzania ekspozycją na klasę inwestycyjną oraz instrumenty wysokodochochodowe. Ponadto silny wzrost dochodów i wysokie stopy oszczędności powinny nadal wspierać rynki mieszkaniowe, co potwierdza naszą pozytywną opinię na temat instrumentów sekurytyzacyjnych.

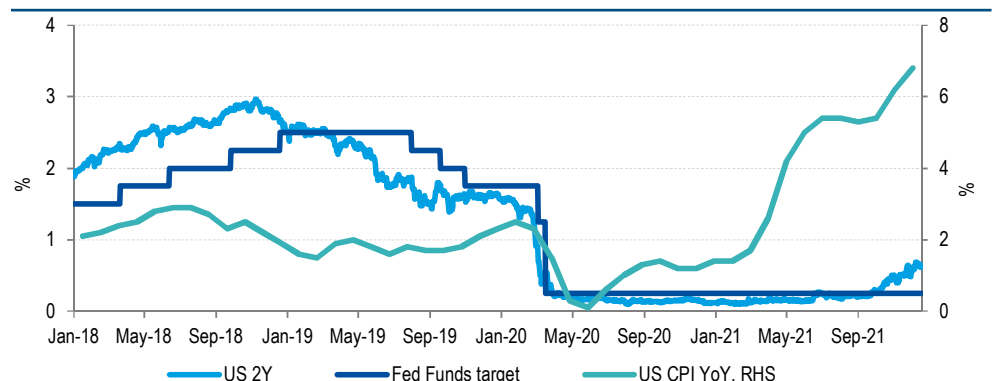
Obligacje z rynków wschodzących

Obligacje z rynków wschodzących pozostają obszarem zainteresowania, ponieważ względne wyceny niektórych z nich są atrakcyjne. Dług i waluty rynków wschodzących stoją jednak w obliczu wyzwań, takich jak rosnące stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych lub sytuacja w Chinach (restrukturyzacja przedsiębiorstw) i jej potencjalne oddziaływanie na rynki międzynarodowe. Podtrzymujemy przeważenie instrumentów wysokodochochodowych w stosunku do klasy inwestycyjnej, z preferencją dla długu w twardej walucie i wysoce selektywnym podejściem do długu w walucie lokalnej. Pozostajemy jednak ostrożni w przypadku Brazylii i Turcji (ze względu na specyficzne czynniki ryzyka o charakterze lokalnym).

Waluty

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do USD, ale obniżamy rekomendację dla GBP pomimo ostatniej podwyżki stóp Banku Anglii, biorąc pod uwagę niepewność wokół sytuacji związanej z Covid i potencjalne komplikacje związane z Brexitem. Na rynkach wschodzących Chiński Bank Ludowy zasignalizował swój zamiar wstrzymania się z aprecjacją RMB. Poza tym jesteśmy konstruktywnie nastawieni do IDR, INR i RUB, jednocześnie uważnie obserwując napięcia geopolityczne.

Rozbieżność pomiędzy wskaźnikami inflacji, pomimo jastrzębiego tonu Fedu



Source: Amundi, Bloomberg, as of 17 December 2021. CPI data is monthly.

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

AKCJE

Rozgrywanie wielkiego podziału



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Rynki maskują wielkie podziały: segment wartości kontra segment wzrostu/technologii; koncentracja kapitału na dużych, przewartościowanych spółkach kontra reszta rynku; spółki z siłą przetargową w zakresie ustalania cen kontra reszta. Jest to podatny grunt dla selekcji oddolnej.

Ocena ogólna

Uważamy, że u progu nowego roku popyt nadal ma się dobrze — ze względu na wysoki poziom zatrudnienia, wzrost płac i skumulowane oszczędności — i jest wspierany przez pozytywne impulsy fiskalne w Europie (Zielony Ład) oraz Stanach Zjednoczonych. Z drugiej strony, sytuacja w zakresie Covid nadal się rozwija, ponieważ wariant omikron doprowadził do realizacji zysków w segmentach, w których wyceny są zbyt wysokie. Biorąc pod uwagę, że koncentracja rynku jest również wysoka, niewielka część rynku w coraz większym stopniu odpowiada za ogromne zyski. Dlatego też selektywność jest kluczem do identyfikacji zwycięzców w czasie, gdy rozproszenie wycen jest duże. Mimo to należy przyznać, że przenoszenie rosnących kosztów produkcji na konsumentów nie może trwać wiecznie. Szukamy więc firm z dużą siłą przetargową w zakresie ustalania cen uzyskaną dzięki pozycjonowaniu na rynku, własności intelektualnej itp., a ponadto zachowujemy równowagę.

Akcje europejskie

Utrzymujemy równowagę na rynkach oferujących możliwości selektywnego doboru akcji w segmentach wartościowych i defensywnych, takich jak opieka zdrowotna. Na drugim biegunie pozostają spółki cykliczne (przemysłowe z ekspozycją na supercykl budowlany) oraz finansowe (banki). Pozytywnie podchodzimy również do spółek związanych z ponownym otwarciem gospodarczym, które mają obecnie atrakcyjne wyceny i oferują wysoką stopę dywidendy. Zachowujemy jednak ostrożność w stosunku do akcji wymagających przyjęcia podejścia długoterminowego, sektora technologicznego (nieco mniej defensywny) i sektora dóbr luksusowych, choć zwracamy też uwagę na okazje związane z zaniżonymi wycenami rynkowymi. Nasze ogólne stanowisko skłania się ku normalizacji, ale stale oceniamy wpływ inflacji i zmieniającej się sytuacji w zakresie Covid na marże przedsiębiorstw w dłuższym okresie. W tym celu kładziemy szczególny nacisk na siłę bilansu, potencjał poprawy w zakresie istotnych z finansowego punktu widzenia wskaźników ESG (ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego) oraz możliwość inwestowania w spółki zanim pojawi się premia z tytułu ESG.

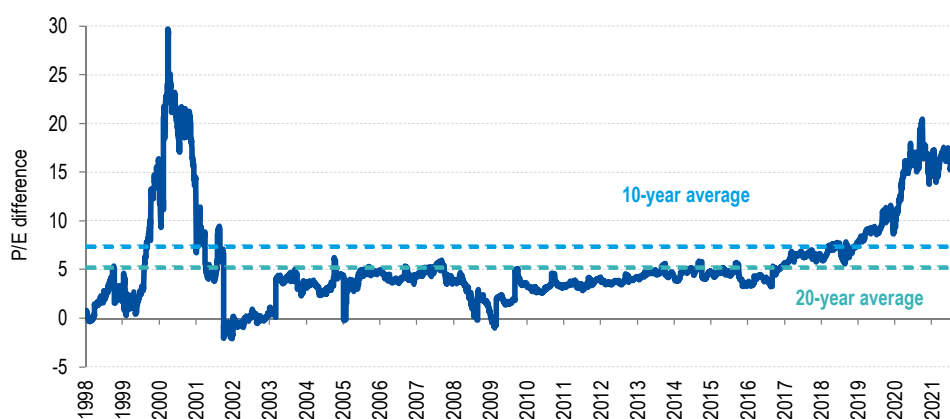
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Fed przyspiesza ograniczanie luzowania ilościowego, ale w niektórych segmentach rynku panują euforyczne nastroje — na przykład w sektorze technologicznym, gdzie względne wyniki sektora w stosunku do szerszego indeksu S&P osiągnęły szczyt z czasów bańki internetowej. Jest to jeden z kluczowych czynników ryzyka (ryzyko koncentracji), ponieważ wyniki niektórych spółek o dużej kapitalizacji przyciemniają rynki. Z drugiej strony, podczas gdy spółki osiągają rekordowe marże, my skupiamy się bardziej na trwałości tych narzutów — a ta zależy od pozycji przetargowej firm w zakresie ustalania cen. Po usunięciu wąskich gardeł w dostawach firmy z ograniczoną pozycją przetargową w zakresie ustalania cen mogą odczuć erozję marż. Utrzymujemy podejście selektywne, ponieważ sądzimy, że należy preferować wartość, jako że względne wyceny tego segmentu w stosunku do segmentu wzrostu są obecnie ekstremalne. Ponadto inwestorzy powinni zmienić alokację portfeli w kierunku obszarów mniej narażonych na ryzyko inflacji, obecnie ignorowane przez rynki. Dlatego też przedkładamy dobór akcji nad kierunek rynku i koncentrujemy się na czynnikach wpływających na poszczególne spółki. Na poziomie sektorowym preferujemy wysokiej jakości cykliczne akcje z segmentu „wartości”, ale podchodzimy ostrożnie do spółek o wysokiej dynamice/wzroście oraz do akcji wymagających przyjęcia perspektywy długoterminowej. Jesteśmy również nastawieni defensywnie do tradycyjnych sektorów o obniżonym ryzyku (branża odzieżowa, przedsiębiorstwa użyteczności publicznej), ponieważ potencjalnie wyższe realne stopy procentowe mogą wpłynąć na nastroje.

Akcje z rynków wschodzących

Atrakcyjne wyceny względne w zróżnicowanym bloku rynków wschodzących stwarzają możliwości z perspektywy oddolnej. Choć krótkoterminowe perspektywy Chin nie są jasne ze względu na wątpliwości co do skali spowolnienia, stanowisko rządu w 2022 r. wygląda na bardziej wspierające niż w 2021 r. Najbardziej preferowane przez nas rynki to Rosja (strukturalny popyt na energię i surowce), Indie (korzystające na spowolnieniu w Chinach, ale coraz droższe) i Węgry. Na poziomie sektorowym preferujemy spółki z sektorów dóbr luksusowych i energii, a ponadto utrzymujemy preferencje dla segmentu „wartości” w stosunku do segmentu „wzrostu”.

Różnica między „wzrostem” i „wartością” osiąga wartości ekstremalne.



Source: Amundi, Bloomberg, as on 17 December 2021. 12 month forward price/earnings ratio of MSCI World Growth

TEMATYCZNE
POGLĄDY GLOBALNE

Wy pytacie, my odpowiadamy

Nasz zespół Global Views próbuje odpowiedzieć na niektóre z pytań często zadawanych przez naszych klientów.

Jakie będą kluczowe wydarzenia polityczne w UE w 2022 r.?

Szereg zaplanowanych wyborów na szczęblu krajowym będzie wiązał się z umiarkowaną niepewnością. Choć mogą one wprowadzić na scenę polityczną nowe twarze, to raczej nie spowodują gwałtownych zmian w stosunku do obecnego, generalnie proeuropejskiego i przyjaznego rynkowi stanowiska rządów dużych państw UE.

Ważne zmiany w tym kierunku miały już miejsce w 2021 r. – należ tu wymienić przede wszystkim:

1. Utworzenie w lutym we Włoszech gabinetu Mario Draghiego (byłego prezesa Europejskiego Banku Centralnego (EBC)), postrzegane jako kluczowy czynnik w przekonaniu rynków i krajów Europy Północnej, że Włochy dobrze wykorzystają fundusz stymulacyjny Next Generation EU (NGEU) i przeprowadzą oczekiwane reformy.

2. Wrześniowe wybory parlamentarne w Niemczech, w wyniku których wyłoniony został trójpartyjny rząd (Socjaldemokraci + Zieloni + wolnorynkowa FDP), uważany za nieco bardziej przychylny dalszej integracji europejskiej niż poprzedni (Angeli Merkel).

Pierwsza połowa 2022 r. upływie w szczególności pod znakiem wyborów we Włoszech i Francji.

Styczeniowe wybory prezydenckie we Włoszech (w drodze głosowania parlamentarnego) mogą wywołać pewne zakłócenia, ale prawdopodobnie nie spowodują radykalnych zmian. Na tym etapie nie jest jasne, czy w drodze wcześniejszego porozumienia między partiami politycznymi uda się znaleźć większość, która z łatwością zatwierdziłaby następcę obecnego prezydenta Sergio Mattarelli. Chociaż sam Draghi mógłby najprawdopodobniej uzyskać głosy niezbędne do objęcia stanowiska nowego prezydenta (w istocie niedawno zasugerował, że mógłby zaakceptować tę nową rolę), zmiana na stanowisku premiera oznaczałaby konieczność utworzenia nowego rządu, co wiązałoby się z ryzykiem, że byłby on słaby i doprowadziłby do przedterminowych wyborów parlamentarnych, przed zaplanowanym na czerwiec 2023 r. głosowaniem. Jest jednak prawdopodobne, że w obecnym krytycznym okresie dla odbudowy kraju i jego wizerunku w Europie większość włoskich sił politycznych będzie opowiadać się za kontynuacją. W rezultacie najbardziej prawdopodobne są następujące scenariusze: 1/ Draghi obejmuje stanowisko prezydenta, jednocześnie uzgadniając z większością partii następcę na stanowisko premiera, który utrzyma obecną politykę do następnych wyborów. 2/ Partie generalnie zgadzają się na nowego prezydenta (lub reelekcję Mattarelli, gdyby ten zmienił decyzję o rezygnacji z ubiegania się o kolejną kadencję), co oznacza, że Draghi powinien pozostać na dotychczasowym stanowisku. Oba scenariusze mogą być postrzegane przez rynki jako pozytywne.

Cykl wyborczy we Francji (wybory prezydenckie w dniach 10 i 24 kwietnia oraz wybory parlamentarne w dniach 12 i 19 czerwca) również nie powinien doprowadzić do radykalnej zmiany. Dwa najbardziej prawdopodobne wyniki to reelekcja Emmanuela Macrona lub jego przegrana z reprezentującą tradycyjną prawicę Valérie Pécresse. W obu przypadkach w wyniku wyborów parlamentarnych wyłoniona zostałaby centroprawicowa lub umiarkowana prawicowa większość lub koalicja. O ile szczegóły polityki Emmanuela Macrona i Valérie Pécresse mogą mieć różne implikacje dla francuskiej gospodarki w dłuższej perspektywie, to oba projekty są postrzegane jako proeuropejskie (choć w przypadku Macrona nieco bardziej) i zgodne z oczekiwaniami rynku. Faktem jest, że sam proces wyborczy może wywołać pewne napięcia na rynkach – zwłaszcza że partie skrajnie prawicowe są silne w sondażach, a jedna z nich prawdopodobnie przejdzie do drugiej tury wyborów prezydenckich, podczas gdy partie lewicowe są bardzo słabe i podzielone. Jest jednak bardzo mało prawdopodobne, aby jedna z dwóch skrajnie prawicowych partii wygrała drugą turę. Ponadto, biorąc pod uwagę, że skrajna prawica usunęła Frexit ze swojego programu, rynki będą prawdopodobnie mniej zaniepokojone niż w przypadku wyborów w 2017 roku.

Kolejnym wydarzeniem, na które warto zwrócić uwagę, będą przedterminowe wybory parlamentarne w Portugalii, które odbędą się 30 stycznia. Wybory te ogłoszono po tym, jak w październiku parlament odrzucił budżet zaproponowany przez mniejszościowy rząd socjalistów, co utrudniło m.in. korzystanie z funduszy NGEU. Najnowsze sondaże wskazują na zwycięstwo Partii Socjalistycznej premiera António Costy, choć bez większości, a także na silną pozycję skrajnej prawicy (do niedawna niestanowiącej znaczącej siły politycznej). Biorąc jednak pod uwagę dobre wyniki kraju w zakresie wdrażania zalecanych przez UE reform (które nie zostały cofnięte pomimo parlamentarnego sojuszu partii socjalistycznej ze skrajną lewicą) oraz ogólnie proeuropejskie stanowisko większości partii, można się spodziewać, że wybory te raczej nie wywołają znaczących napięć na rynku.

Jeśli chodzi o kraje UE spoza strefy euro, to wybory powszechne na Węgrzech (ich data zostanie potwierdzona w kwietniu lub maju) mogą przynieść znaczące zmiany, ponieważ premier Viktor Orbán, którego polityka często była sprzeczna z polityką większości w UE, ma obecnie do czynienia z poważnym wyzwaniem, jakim są dobre wyniki sondażowe proeuropejskiej Zjednoczonej Opozycji pod przewodnictwem umiarkowanego prawnicowca Pétera Márki-Zaya.

Czy europejska Unia Rynków Kapitałowych poczyni postępy w 2022 roku?

W I połowie 2021 r. rynki kapitałowe zwiększyły podaż finansowania dla przedsiębiorstw. Rynki długu ESG w UE rozwijały się w szybkim tempie. Utrzymuje się jednak luka kapitałowa, a rynki instrumentów sekurytyzacyjnych uległy

osłabieniu. Rynki kapitałowe w Europie nadal są zbyt rozdrobnione. Dobrą wiadomością jest rozwój Unii Rynków Kapitałowych. 25 listopada Komisja Europejska ogłosiła pakiet środków mających na celu poprawę zdolności przedsiębiorstw do



Pierre BLANCHET,
Szef ds. analiz inwestycyjnych



Didier BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych



Tristan PERRIER,
Poglądy globalne

TEMATYCZNE
POGLĄDY GLOBALNE

pozyskiwania kapitału w całej UE. W praktyce środki te zapewnią inwestorom lepszy dostęp do danych o spółkach/transakcjach, zachęcą do inwestycji długoterminowych, ułatwią transgraniczną sprzedaż funduszy, poprawią powiązania między spółkami a inwestorami w UE oraz dostęp przedsiębiorstw do finansowania, a także rozszerzą możliwości inwestycyjne dla inwestorów. **Pogłębienie Unii Rynków Kapitałowych jest więc widoczne w perspektywie 2022 roku.** Zgodnie z planem działania z września 2020 r. Komisja ogłosiła, że w 2022 r. podejmie dalsze działania w ramach Unii Rynków Kapitałowych, obejmujące inicjatywę dotyczącą niewypłacalności przedsiębiorstw.

Jest to dobry moment dla UE: połączenie nowego otoczenia polityczno-instytucjonalnego, wdrożenia NGEU, rewizji zasad fiskalnych (patrz [nasza publikacja](#) w październikowym Cross Asset) oraz pogłębienia Unii Rynków Kapitałowych pozwoli na osiągnięcie większej elastyczności w zakresie policy mix, ułatwi rzeczywistą konwergencję gospodarek i wzmocni

integrację finansową. W ostatecznym rozrachunku środki te powinny wspierać odporność strefy euro i poprawiać alokację oszczędności.

Sytuacja polityczna w Europie jest w tym roku wyjątkowa. Po raz pierwszy od narodzin euro przywódcy trzech największych państw strefy euro tak dobrze orientują się w europejskich kwestiach instytucjonalnych (Unia Rynków Kapitałowych, unia bankowa i reguły fiskalne). W związku z objęciem przez Francję rotacyjnego przewodnictwa w UE w pierwszej połowie roku Emmanuel Macron ma wyjątkową okazję, by pchnąć do przodu europejską agendę.

Jeśli mu się powiedzie, NGEU będzie mieć większe szanse stać się w nadchodzących latach trwałym instrumentem, który może ułatwić wielką zieloną i cyfrową transformację. Ponadto rotacyjna prezydencja francuska pozytywnie wpływa na nastroje inwestorów zagranicznych, a zatem powinna pomóc przyciągnąć kapitał do Europy.

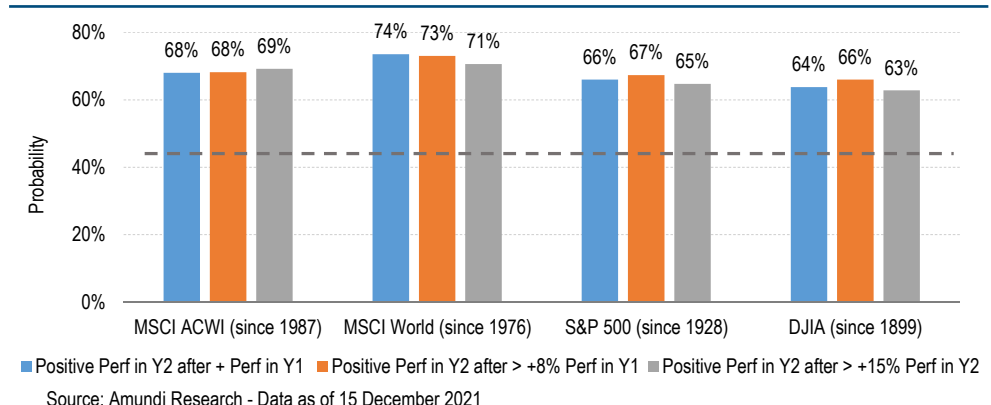
Czy w 2022 roku, po dobrych wynikach w 2021 roku, prawdopodobieństwo spadków na rynku akcji jest większe?

Rok 2021 upłynął pod znakiem dobrych wyników indeksów akcji i wielu inwestorów żywi obawy związane z wycenami rynkowymi oraz ryzykiem gwałtownej korekty w 2022 roku. Czy jednak prawdą jest, że gdy rynki akcji mają za sobą dobry rok, to w kolejnym roku spadają? Krótko mówiąc: nie. Jeśli spojrzymy na roczne stopy zwrotu z głównych indeksów giełdowych (MSCI World, MSCI AC World, S&P500 lub Dow Jones Industrials) od momentu ich opublikowania, prawdopodobieństwo drugiego roku pozytywnych wyników jest średnio bliskie 70%, przy niewielkim rozproszeniu poziomów prawdopodobieństwa pomiędzy indeksami. Dodanie warunku, zgodnie z którym wyniki za pierwszy rok przekraczały 8%, obniża nieco to prawdopodobieństwo do około 66%, a dla wszystkich indeksów przekracza ono 60%, gdy

stopa zwrotu za poprzedni rok przekraczała 15%¹. Dlatego właśnie obawa o to, że rynki akcji są bardziej skłonne do spadków, gdy mają za sobą dobry rok, jest statystycznie nieuzasadniona. W rzeczywistości istnieje znacznie większa szansa na to, że pozytywna dynamika utrzyma się. Jest to swego rodzaju inercja — „*siła rozpędu*”. Nie oznacza to, że akcje z całą pewnością zakończą rok 2022 na plusie, a jedynie że dobre wyniki za rok 2021 nie są *same w sobie* powodem do przyjęcia negatywnej postawy. Istnieje wiele innych powodów, dla których rynki akcji mogą się osłabić w 2022 r., w tym ryzyko związane z Covid, wyceny oraz jastrzębie nastawienie banków centralnych. Na początku roku firma Amundi jest neutralnie nastawiona do tej klasy aktywów. Ale jeśli akcje spadną, to nie tylko dlatego, że w zeszłym roku poszły w górę...

¹ Oto przykład: Od 1987 r. indeks MSCI World „wyszedł na plus” w 34 latach (z 46). W ciągu 25 lat był on dodatni po dodatnim roku poprzednim. Tak więc prawdopodobieństwo, że w kontekście tej konkretnej próbki historycznej po pozytywnym roku pojawi się kolejny pozytywny wynik, wynosi 73,5% (25/34). Indeks osiągnął wynik >+8% w 26 latach (z 46). W 19 latach był on dodatni po osiągnięciu w poprzednim roku wyniku >+8%. W rezultacie prawdopodobieństwo, że w kontekście tej konkretnej próbki historycznej po roku z wynikiem powyżej 8% pojawi się wynik pozytywny, wynosi 73% (19/26).

1/ Prawdopodobieństwo osiągnięcia pozytywnych wyników w roku 2 po osiągnięciu pozytywnych wyników w roku 1



Dlaczego realne stopy procentowe są tak ujemne i dlaczego jest to problem?

Realne stopy procentowe definiuje się zazwyczaj jako różnicę między stopami procentowymi (na przykład rentownością 10-letnich obligacji) a inflacją w ujęciu

rocznym. Ta zależność, znana jako równanie Fishera, pokazuje siłę nabywczą tegorocznego kuponu obligacji. W teorii rynek obligacji bierze pod uwagę obserwowany

TEMATYCZNE
POGLĄDY GLOBALNE

i przyszły realny wzrost gospodarczy oraz inflację. Dlatego też realne stopy procentowe odzwierciedlają zarówno perspektywę wzrostu, jak i preferencje czasowe.

W momencie pisania tego tekstu realna stopa procentowa dla 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, przy uwzględnieniu bieżącej inflacji, wynosi -5,4%, zaś realna stopa oprocentowania niemieckich obligacji 10-letnich wynosi -5,3%. Liczby te sugerują, że w ciągu najbliższych 10 lat wzrost będzie ujemny. Mogłyby one również odzwierciedlać przekonanie inwestorów, że inflacja nie będzie trwała. Wykorzystując oczekiwania inflacyjne (kontrakty forward)², możemy wyeliminować wpływ tej zmiennej — w przypadku 10-letnich obligacji skarbowych otrzymujemy wówczas -1% oraz -2,2% dla niemieckich Bundów. Fed z Cleveland publikuje serię 10-letnich realnych stóp procentowych amerykańskich obligacji skarbowych, która wykorzystuje bardziej złożony model obejmujący dane inflacyjne, swapy inflacyjne oraz oparte na ankietach wskaźniki oczekiwań inflacyjnych (szacunki stopy inflacji w ciągu następnych 30 lat). W publikacji tej stwierdzono, że obecnie realne stopy procentowe są ujemne. W najnowszej historii zdarzało się to tylko po wielkim kryzysie finansowym lat 2007–2008, podczas „nieskończonego luzowania ilościowego” Fedu (było to określenie trzeciej rundy luzowania ilościowego, związane z jej otwartym charakterem) oraz podczas kryzysu strefy euro. Dłuższa historia rynków pokazuje, że realne stopy procentowe były również ujemne w okolicach dwóch szoków naftowych, kiedy inflacja bardzo gwałtownie wzrosła, a także we wczesnych latach 50-tych, kiedy Fed kontrolował stopy procentowe.

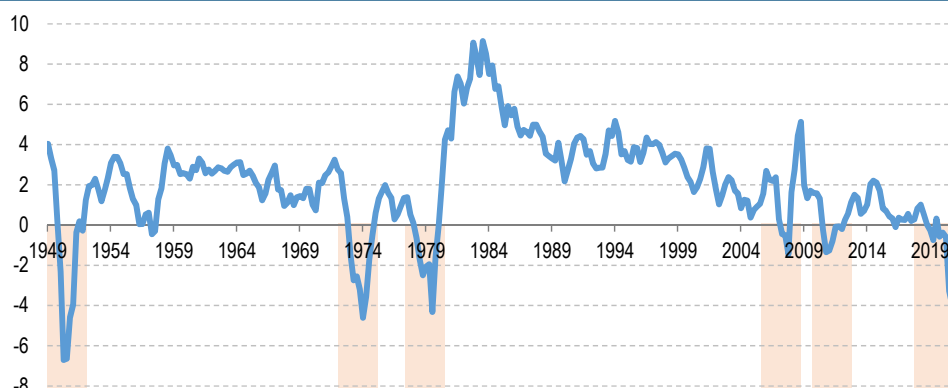
Obecne poziomy są podobne do tych z okresu szoku naftowego z lat siedemdziesiątych.

Mogą istnieć dwa główne powody, dla których realne stopy procentowe są ujemne: tempo wzrostu inflacji przekraczające oczekiwania rynkowe albo ograniczanie stóp procentowych przez bank centralny (w naszym przykładzie Fed) lub przynajmniej powstrzymywanie korekt stóp procentowych w drodze luzowania ilościowego — albo też połączenie obu tych czynników. Napływ kapitału do obligacji skarbowych ze względów bezpieczeństwa lub ze względu na wymogi regulacyjne również przyczynia się do spadku stóp procentowych. Należy zauważyć, że fazy ujemnych stóp realnych trwają tylko kilka lat, a następnie stopy procentowe zwykle gwałtownie rosną i powracają do poziomu dodatniego. Ujemne realne stopy procentowe szkodzą oszczędnościom emerytalnym i skłaniają oszczędzających do inwestowania w aktywa odporne na inflację — obniżają też koszt finansowania i wspierają wyceny aktywów ryzykownych, zaś aktywa wymagające przyjęcia podejścia długoterminowego, takie jak akcje z segmentu wysokiego wzrostu, mogą powodować więcej zagrożeń systemowych, takich jak bańki cenowe na rynkach aktywów (nieruchomości lub kryptowalut), ostatecznie osłabiając systemy finansowe.

Realne stopy procentowe mają tendencję do gwałtownego powrotu do zera, co widzieliśmy w 1975 r., 1980 r., 2008 r. i w mniejszym stopniu w 2012 r. Biorąc pod uwagę dzisiejsze niskie poziomy, z pewnością zwiększy to zmienność na rynku obligacji i może spowodować tymczasową wyprzedzą aktywów ryzykownych.

² Cena rynkowa kontraktów forward 5y5y (średnia z 5 lat od dziś) na inflację w USD i EUR

2/ Realne stopy procentowe w USA od 1949 roku: rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym terminie zapadalności minus inflacja CPI



Source: Refinitiv Datastream, Amundi Research, December 2021

Co by się stało, gdyby plan Joe Bidena „Build Back Better” nie został przyjęty przez Kongres?

Mimo długiego procesu negocjacji sztafardowy program Joe Bidena „Build Back Better” (BBB) nie uzyskał jeszcze większości w Senacie. Konserwatywny demokratyczny senator Joe Manchin sprzeciwia się ustawie przewidującej nowe inwestycje społeczne i klimatyczne — w rezultacie zablokował proces legislacyjny. Choć nie wiadomo, jaka będzie ostateczna wersja planu, nie jest prawdopodobne, by zachował on swoją obecną formę i wielkość (1,75 bln USD). Dlatego najbardziej prawdopodobny jest scenariusz zakładający zmniejszenie planu o 1,2–1,5 bln USD.

Nasze prognozy oparte wyłącznie na przyjętym ustawodawstwie, czyli Bipartisan Infrastructure Plan, dają prognozę wzrostu na poziomie 3,7% i 2,1% na lata 2022–2023, podczas gdy prognozy oparte na pełnym

wdrożeniu planu BBB zwiększyłyby wzrost do 4,5% w 2022 r. i 2,6% w 2023 r.

Jednym z głównych skutków krótkoterminowych może być wycofanie z końcem 2022 r. szeregu środków wsparcia związanych z pandemią, takich jak ulga podatkowa na dzieci. Zgodnie z obowiązującymi przepisami kwalifikujące się rodziny otrzymują miesięczne świadczenie w wysokości do 300 USD na każde dziecko poniżej szóstego roku życia. Zniesienie ulgi podatkowej na dzieci oznacza znaczne zmniejszenie transferów podatkowych dla gospodarstw domowych o niskich i średnich dochodach, co ma negatywny wpływ na konsumpcję i inflację bazową. Może to więc złagodzić oczekiwania inflacyjne Fedu.

Sfinalizowano dn. 21 grudnia 2021.

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

Aktualizacja miesięczna

Nie zmieniamy narracji ani prawdopodobieństw scenariuszy. Scenariusz centralny zakłada, że Covid zacznie mieć charakter endemiczny, z licznymi możliwymi do opanowania falami, nadal będą występować znaczące dźwignie fiskalne powiązane z polityką monetarną, a wzrost gospodarczy powróci do potencjału w 2023 r. Zakładamy, że wariant omikron wywrze tymczasowy wpływ na ożywienie w Europie.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY 15%	SCENARIUSZ GŁÓWNY 70%	SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY 15%
Ponowne załamanie w kierunku stagflacji	Wyboista droga, regionalne rozbieżności	Zrównoważony wzrost gospodarczy sprzyjający włączeniu społecznemu
Analiza	Analiza	Analiza
<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, zmuszając banki centralne do odejścia od swoich wytycznych i utraty wiarygodności. — Możliwe przyczyny to „twarde lądowanie” w Chinach, powrót Covid-19, 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. ✦ Po nadrobieniu zaległości w latach 2021–22 wzrost gospodarczy powraca do trendu w 2023 r. Gorsza końcówka I półrocza 2022 r. z powodu spowolnienia w Chinach, negatywnego wpływu wariantu omikron i przyspieszającej inflacji. ✦ Utrzymująca się presja inflacyjna spowodowana wąskimi gardłami po stronie podaży oraz rosnącą presją płacową. ⊙ Desynchronizacja polityki pieniężnej: Fed w trybie szybkiego taperingu i podwyżki dwa razy w tym roku; Bank Anglii w cyklu łagodnych podwyżek, EBC rekalkuluje luzowanie ilościowe; a ponadto ChBL nastawiony na łagodzenie polityki pieniężnej. Stopy procentowe pozostają na niskim poziomie przez dłuższy czas. ⊙ Polityka fiskalna: wsparcie zostanie nieco ograniczone, ale publiczne finansowanie transformacji energetycznej będzie niezbędne. ✦ Zmiany klimatyczne wpływają na wzrost gospodarczy i inflację poprzez zakłócenie cyklu surowcowego i nasilenie tendencji stagflacyjnych. 	<ul style="list-style-type: none"> ✦ Pandemia ustępuje szybciej niż przewidywano, pomimo nowych wariantów. ● Dodatkowe oszczędności i wzrost płac napędzają konsumpcję, nie powodując erozji marż przedsiębiorstw. ● Wzrost produktywności dzięki zmianom technologicznym i 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 wyzwajające obejmują dobrą politykę (np. reformy strukturalne, skuteczne kampanie szczepień oraz zdecentralizowane finansowanie sprzyjające włączeniu społecznemu).
Implikacje rynkowe	Implikacje rynkowe	Implikacje rynkowe
<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 2.0**
 - Mimo masowych szczepień na półkuli północnej wybucha nowa fala Covid.
 - Warianty o wyższej odporności na szczepionki osłabiają żywienie gospodarcze (nowe lockdowny lub ograniczenia mobilności).
- **Zakłócenia łańcuchów dostaw** utrzymują się, a presja na koszty produkcji prowadzi do spadku zysków przedsiębiorstw.
- **Chiński rynek nieruchomości załamuje się**, co prowadzi do obniżenia perspektyw wzrostu gospodarczego.
- **Szok na rynku ropy naftowej i gazu** spowodowany rosnącym popytem i cięciami nakładów inwestycyjnych napędza inflację.
- **Błędna polityka monetarna**
 - W kontekście rosnących oczekiwań inflacyjnych Fed i banki centralne dużych krajów rozwiniętych zbyt wcześnie zaostrzają warunki finansowania, co szkodziżywieniu 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.

RYZIKO FINANSOWE 20%

- **Zaniżanie oczekiwań inflacyjnych** prowadzi do zakłóceń na rynku obligacji i ostrzejszego zacieśnienia polityki pieniężnej.
- **Ryzyko wypłacalności przedsiębiorstw** wzrasta pomimo poprawiających się fundamentów po wycofaniu zastrzyków płynności z banków centralnego i wsparcia rządowego.
- **Kryzys związany z długiem państwowym**
 - Ponieważ dług publiczny jako odsetek PKB osiąga historyczne rekordy z czasów pokoju, większość krajów jest narażona na obniżenie ratingów i rosnące stopy procentowe.
 - Wrażliwe rynki wschodzące również mogą stanąć 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.

RYZIKO (GEO)POLITYCZNE 20%

- **Stany Zjednoczone i Europa kontra Chiny i Rosja**
 - 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.
 - Działania wojskowe na granicy z Ukrainą.
- **Wygrane populistów w europejskich wyborach**, we Francji lub Włoszech, w związku z kryzysem Covid i rosnącymi cenami energii. Wzrost fragmentacji UE.
- **Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących spowodowana:**
 - Chaotycznym zarządzaniem kryzysem epidemicznym.
 - Wzrostem cen żywności i energii, prowadzącym do fali niepokojów podobnych do „Arabskiej Wiosny”.
- **Stany Zjednoczone i Chiny tracą wiarygodność** w kwestii transformacji energetycznej i podważają Porozumienie paryskie.
- **Globalne ocieplenie** prowadzi do zwiększonego ryzyka konfliktów, których przyczyną są niedobory wody i ruchy migracyjne.
- **Atak cybernetyczny lub narażenie bezpieczeństwa danych** zakłócające działanie systemów informatycznych (bezpieczeństwo, energetyka i usługi zdrowotne).

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

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

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

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

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

- Ropa, obligacje korporacyjne i akcje, EMBI

PORTFELE WIELOAKTYWOWE – STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

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

KONTEKST EKONOMICZNY

- Po silnym wzroście w trzecim kwartale pogarszająca się sytuacja związana z pandemią prowadzi do wyraźniejszego spowolnienia aktywności gospodarczej.
- Niższe tempo wzrostu w IV kwartale potwierdzają również spowalniające dane o wysokiej częstotliwości oraz wskaźniki miękkie. Najbardziej narażony pozostaje sektor usług, co potwierdziły najnowsze, „szybkie” odczyty grudniowych PMI.
- Działalność produkcyjna nadal rozwija się jednak w solidnym tempie pomimo poważnych zakłóceń w łańcuchach dostaw i silnej presji inflacyjnej.
- Niespodzianki gospodarcze ustabilizowały się dzięki niespodziewanie dobrym danym miękkim. Z kolei niespodzianki związane z danymi twardymi pozostają stabilne i negatywne.
- Pomimo poprawy nasz indeks CESI pozostaje ujemny w Niemczech i Hiszpanii, podczas gdy we Włoszech i Francji nadal wykazuje tendencję wzrostową, a w Stanach Zjednoczonych pozostaje dodatni, ponieważ wspierają go zaskakująco dobre dane miękkie.

FUNDAMENTY I WYCENA

- Mnożniki i oczekiwania dotyczące zysku na akcję (EPS) są zbyt optymistyczne, biorąc pod uwagę spowolnienie gospodarcze i wpływ taperingu 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.



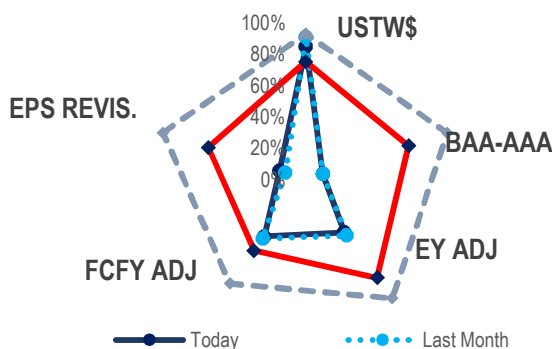
ASPEKTY TECHNICZNE

- Dane techniczne wskazują na mieszane otoczenie z brakiem wyraźnych kierunków.
- Średnioterminowy trend dla aktywów ryzykownych pozostaje solidny, jednak krótkoterminowe sygnały dynamiki są mniej wspierające.
- Rosnąca niepewność generowana przez wariant omikron.
- Wpływ mierników kontrariańskich został wyzerowany podczas ostatniej korekty rynkowej. Większość aktywów ryzykownych nie jest już nadmiernie wykupiona. Biorąc jednak pod uwagę nadmierne wyceny zarówno akcji, jak i obligacji korporacyjnych, uważamy, że sygnał sam w sobie ten nie jest wystarczający jako uzasadnienie zajmowania pozycji długich.
- Taktyka „kupowania na dołku” wydaje się sprawdzać. Pogarszające się tło w połączeniu z większą aktywnością banków centralnych sugeruje jednak wzrost zmienności.

NASTROJE

- Nowy wariant zwiększa obawy o wzrost gospodarczy, podczas gdy inflacja staje się coraz bardziej uporczywa, co zmusza banki centralne do rozważenia normalizacji zarówno skupu aktywów, jak i stóp polityki monetarnej.
- Potwierdzamy brak dowodów na strukturalny spadek ryzyka w naszym zestawie narzędzi do pomiaru ryzyka, jednak pojawia się też coś innego niż w przeszłości.
- Warunki finansowe zaczęły sygnalizować umiarkowane zacieśnienie na poziomie globalnym, przy czym wiodącą rolę odgrywały warunki finansowe na rynkach wschodzących.
- Wciąż daleko nam do środowiska „awersji do ryzyka”, ale inwestorzy instytucjonalni ograniczyli ekspozycję na ryzyko w większości wymiarów (akcje, waluty i obligacje).

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



Source: Amundi Research, Data as of 14 December 2021

Wskaźnik percepcji ryzyka CAST nie wykazał strukturalnego wzrostu. Pogorszenie korekt wskaźników zysku na akcję (EPS) pozostaje ograniczone, a premie za ryzyko kredytowe (wyznaczone przez nas za pomocą spreadu Baa-Aaa według Moody’s) pozostają na niskim poziomie i są funkcją wciąż luźnych warunków finansowych. USD jest jednak tym wymiarem, który wyraźnie sugeruje potrzebę odejścia od ryzyka, a jego wpływ na pozostałe wymiary musi być ściśle monitorowany.

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

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

1 Wzrost inflacji w Stanach Zjednoczonych, przedłużający obecny reżim do 2022 r. i odsuwający w czasie konwergencję do niższych poziomów w 2023 r.

- Szacowana inflacja CPI na rok 2022: 4,4% (wcześniej 3,8%, średnia kwartalna), przy wyższej bazie (IV kw.) i potwierdzonej trwałości.
- Prognoza CPI Amundi jest nieco powyżej konsensusu, który zakłada 4,2% na rok 2022. Oczekujemy zatem przedłużenia obecnego reżimu inflacyjnego do 2022 r. i konwergencji do „normalnego” reżimu (zgodnie z oznaczeniem Inflation Phazer), który zacznie przeważać w IV kwartale 2022 r. i dominować w 2023 r.
- Najgorszy scenariusz: Negatywne konsekwencje Covid-19 nadal szkodzą podaży (wyższe koszty) i popytowi (stopniowa erozja), spychając banki centralne do narożnika.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Reżim inflacyjny jest obecnie naszym głównym założeniem na rok 2022, a to oznacza, że: 1) banki centralne znajdują się pod większą presją na dostosowanie polityki monetarnej; 2) istnieje potencjał wzrostowy dla nominalnych (i realnych) rentowności; a ponadto 3) występuje mniejsze wsparcie dla wycen aktywów ryzykownych, czego rynki jeszcze nie uwzględniają pomimo niedawnego odreagowania.

2 Zmiana prognoz podwyżek stóp procentowych Fedu na rok 2022: dodajemy jedną podwyżkę w czerwcu (25 p.b.), a drugą potwierdzamy na III/IV kw.

- **Inflacja przyspiesza zacieśnianie polityki** poprzez szybszy tapering (kończący się w marcu) i tym samym otwiera drzwi do podwyżek stóp wkrótce potem.
- Uważamy, że liczba podwyżek stopy funduszy Fedu będzie powiązana ze wskaźnikiem aktywności zawodowej.
- Oczekujemy jednej podwyżki w czerwcu, a następnie kolejnej w III lub IV kwartale.
- Krótki koniec amerykańskiej krzywej jest bardziej wrażliwy niż długi. Zrewidowaliśmy nasz cel 2-letni do 0,80/1% dla 6M (wcześniej 0,45/0,60%) i do 1/1,20% dla 12M (wcześniej 0,70/0,90%), pozostawiając cel dla obligacji 10-letnich bez zmian.
- Te podwyżki stopy funduszy Fedu są raczej oportunistycznym sygnałem niż skuteczną normalizacją, ponieważ realne stopy procentowe pozostaną ujemne.
- **Omikron to „game changer”**, który nie był uwzględniony w prognozach Fedu

Konsekwencje dla inwestorów:

- Podtrzymujemy naszą krótkoterminową rekomendację dla 5- i 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych w kontekście zmniejszania się luki w zatrudnieniu.

3 Nastawienie do ryzyka jest nadal pozytywne, ale stopniowo pogarsza się i stanowi mniejsze wsparcie dla aktywów ryzykownych.

- Nastawienie do ryzyka jest nadal pozytywne, ale ostatnia faza aprecjacji USD spowodowała znaczące zacieśnienie warunków finansowych na rynkach wschodzących.
- Warunki finansowe na rynkach wschodzących uległy w ostatnim czasie powszechnemu zaostrzeniu, głównie za sprawą umocnienia się USD.
- Filarem jest zatem nastawienie do ryzyka, które pogarsza się szybciej pomimo utrzymującego się pozytywnego nastawienia do ryzyka.
- Umiarkowane nastroje dotyczące ryzyka sygnalizują, że wczesna faza cyklu zbliża się ku końcowi, jak również że zbliżamy się do **późnego etapu cyklu**.
- Warunki kredytowe i finansowe powróciły do poziomów z października 2020 r., co zasadniczo odpowiada kontekstowi wolniejszego wzrostu gospodarczego, ale to płynność jest najważniejsza dla inwestorów, jeśli chodzi o utrzymywanie długiej ekspozycji na rynki.
- Obecne otoczenie, choć nie pozwala na pełną akceptację ryzyka, nie stanowi jeszcze wezwania do wykluczenia wszystkich jego rodzajów.
- Wzrost spreadów Moody's już teraz ciąży instrumentom wysokodochodowym.

Konsekwencje dla inwestorów

- Spadek tempa wzrostu, umocnienie USD, wzrost spreadów i wzrost płac stwarzają wyraźne ryzyko istotnej rewizji wskaźników zysku na akcję (EPS) w I połowie 2022 roku, które nie jest jeszcze dyskontowane.

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

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

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

5 **Polityka Chin została szybciej rozluźniona: zasadniczo pozytywny wpływ na chińskie aktywa i globalny wzrost gospodarczy.**

- Wraz z ostatnią obniżką stopy rezerw obowiązkowych o 50 p.b. Chiński Bank Ludowy zdecydowanie przesunął środek ciężkości działań politycznych z powrotem na stabilność wzrostu i popyt krajowy.
- Ponieważ stanowisko w zakresie polityki monetarnej w 2022 jest znacznie bardziej konstruktywne w porównaniu z rokiem 2021, obniżka stóp wydaje się obecnie możliwa.
- Stanowisko Biura Politycznego w odniesieniu do polityki monetarnej na rok 2022 jest znacznie bardziej konstruktywne niż w zeszłym roku. Kierownictwo mogło uznać, że reformy podażowe są już zakończone, i przenieść środek ciężkości działań politycznych z powrotem na stabilność wzrostu oraz popyt krajowy. Jeśli chodzi o mieszkalnictwo, przywódcy Chin zwracają się do sektora z prośbą o „lepsze zaspokojenie odpowiedniego popytu na mieszkania”.

Konsekwencje dla inwestorów:

- RMB krótkoterminowo słabszy, na poziomie 6,55 (6M) i 6,4 (12M).
- Stabilne cele dla obligacji skarbowych 2,8%–2,9% (obniżenie rentowności o kilka punktów bazowych w przypadku obniżki stóp).
- Jeszcze bardziej konstruktywne niż oczekiwano podejście do akcji (szczególnie do CSI 300 Dividend).

6 **Dobry punkt dla UE**

- Unia Rynków Kapitałowych rusza z reformami po tym jak Komisja Europejska ogłosiła pakiet środków mających na celu poprawę zdolności przedsiębiorstw do pozyskiwania kapitału w całej UE.
- Większa spójność polityczna w strefie euro przy zbieżności interesów Niemcy (Scholtz), Francji (Macron) i Włoch (Draghi).
- Czekają nas więcej reform dotyczących zasad fiskalnych i wydatków na inwestycje z NGEU, a także nowe propozycje Niemiec w sprawie unii bankowej.

Konsekwencje dla inwestorów

- Pozytywne nastawienie inwestorów zagranicznych do strefy euro (obligacje peryferyjne i akcje).
- Odporność i umiędzynarodowienie euro.
- Finansowanie zielonej i cyfrowej transformacji.

7 **Prognoza PKB strefy euro na 2022 r. skorygowana w dół w świetle wpływu wariantu omikron Covid-19.**

- Wprowadzone środki zaradcze i nowe lockdowny ogłoszone w niektórych krajach strefy euro nie zostały uwzględnione w naszych prognozach przy listopadowej aktualizacji.
- Obniżyliśmy nasze prognozy wzrostu gospodarczego o skumulowane 0,4 punktu procentowego w IV kw. 2021 r. i I kw. 2022 r.
- Oczekiwana średnia stopa wzrostu: 2021 – 5,0%, 2022 – 3,8%, 2023 – 2,2%.
- W świetle listopadowego odczytu inflacji oraz PPI podnosimy również nasze prognozy inflacyjne na IV kw. 2021 oraz średnią roczną na 2022 rok.
- Oczekiwana średnia roczna stopa bazowej inflacji CPI: 2021 – 2,5%, 2022 – 2,9%, 2023 – 1,7%.

Najnowsze informacje o Covid-19**Pierre BLANCHET, Szef ds. analiz inwestycyjnych**

Kryzys sanitarny Covid-19 przeszedł w kolejną fazę, z wariantem omikron szybko rozprzestrzeniającym się po całym świecie. Według ostatnich badań liczba przypadków wariantu omikron podwaja się w ciągu 1,5–3 dni według WHO, a obecnie rośnie w 64 z 240 krajów. Europa, która już od września notuje rosnący udział w liczbie przypadków na całym świecie, jak dotąd znajduje się w epicentrum tej nowej fali. W większości krajów europejskich odnotowano gwałtowny wzrost liczby zachorowań, podczas gdy Wielka Brytania stoi w obliczu rekordowo wysokiego poziomu zakażeń (z dziennym wskaźnikiem powyżej 1 tys. na milion mieszkańców¹). W momencie pisania tego tekstu wariant omikron rozprzestrzenia się w całym Stanach Zjednoczonych, odpowiadając za trzy czwarte nowych przypadków.

Chociaż wariant omikron jest znacznie bardziej zaraźliwy niż wariant delta, istniejące badania potwierdzają, że nie jest on bardziej niebezpieczny, a dzięki szczepieniom wskaźnik hospitalizacji nie wzrasta tak szybko. Według WHO wstępne dowody sugerują, że może dojść do zmniejszenia skuteczności szczepionki i skuteczności przeciwko zakażeniu oraz transmisji wariantu omikron. Kilku producentów szczepionek potwierdziło jednak skuteczność swoich preparatów przeciwko tej odmianie koronawirusa.

W krajach o rozwiniętej gospodarce rządy zachęcają obywateli do przyjęcia szczepionki przypominającej w celu zwiększenia odporności i zmniejszenia liczby ciężkich przypadków. Naukowe panele doradcze stwierdziły jednak, że dane wskazują, iż same szczepionki przypominające nie wystarczą, aby powstrzymać omikron. W całej Europie wprowadza się obecnie ograniczenia mobilności, w związku z czym odwołano większość zaplanowanych na koniec roku publicznych imprez. Holandia ponownie wprowadziła ścisły lockdown w całym kraju. Niemcy i Francja ustalają nowe zasady wjazdu dla podróżnych spoza UE. W całej Europie daje się zauważyć dziwne uczucie „dèjà vu” i zmęczenia Covidem.

¹ Nasz świat w danych - 21 grudnia 2021 r.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=		Podtrzymujemy nastawienie neutralne w związku z niskimi wycenami w niektórych segmentach i wysokim ryzykiem koncentracji. Szukamy jednak spółek, które dzięki starannej selekcji pozwolą nam zabezpieczyć portfele przed inflacją. Ponadto zdajemy sobie sprawę, że tylko spółki o silnej pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen będą w stanie utrzymać zyski po wyeliminowaniu wąskich gardeł w podaży.
	Segment „wartości”, USA	+		W świetle utrzymującego się wzrostu gospodarczego spółki z segmentu „wartości” powinny przynosić dobre zwroty, ale będą one w większym stopniu napędzane przez selekcję, a w mniejszym przez ogólny kierunek rynku. Co ciekawe, cechujące się wysoką jakością obszary segmentu „wartości” stwarzają możliwości dla portfeli odpornych na inflację oraz w przestrzeni ESG.
	Segment „wzrostu”, USA	-		Akcje wymagające przyjęcia podejścia długoterminowego zostaną prawdopodobnie w większym stopniu dotknięte wzrostem podstawowych stóp procentowych, ponieważ ich wyceny w dużym stopniu opierają się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych. Wyceny w tym segmencie są już wysokie w stosunku do danych fundamentalnych, a każdy ruch stóp w górę może być szkodliwy.
	Europa	=		Obecne oczekiwania co do wyników są ostrożne, a przy silnym wzroście w 2022 roku wyniki mogą nawet pozytywnie zaskoczyć, jednak kluczową niewiadomą jest pandemia. Wstępna ocena wskazuje na łagodny wpływ nowego wariantu, sugerując raczej ryzyko opóźnionej poprawy sytuacji niż wykołajenia. W warunkach dużego rozproszenia wycen pole manewru w tym zakresie jest duże.
	Japonia	=		Japonia, w której do tej pory ożywienie gospodarcze opóźniło się i w której wyceny względne są obecnie atrakcyjne, powinna korzystać na zwiększonym popycie zewnętrznym w miarę rozwiązywania problemów z podażą, wprowadzania bodźców fiskalnych i deprecjacji jena.
	Chiny	=		Kraj ten oferuje selektywne możliwości, ale jego krótkoterminowe perspektywy są nieco mgliste w związku z niepewnością co do zakresu spowolnienia w takich obszarach jak budownictwo, przepisami oraz polityką zerowej tolerancji wobec Covid. Zachowujemy czujność w obliczu dążenia rządu do propagowania „powszechnego dobrobytu”, który powinien pomóc w zmniejszeniu nierówności.
	Rynki wschodzące	=		W perspektywie średnioterminowej akcje z rynków wschodzących oferują inwestorom możliwości związane z oczekiwanym odbiciem wzrostu gospodarczego w 2022 r. i atrakcyjnymi wycenami. Podobają nam się takie rynki jak Rosja (strukturalny popyt na energię i surowce) oraz Indie.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	-		Ostatnie jastrzębie wypowiedzi Fedu wzmacniają nasz negatywny pogląd na durację, wskazując na łagodny wzrost rentowności bazowych i wzrost nachylenia krzywej dochodowości. Uważamy jednak, że będzie to równoważone przez utrzymanie powszechnie łatwych warunków finansowych, a inwestorzy powinni utrzymać zarówno postawę defensywną, jak i elastyczność. Jeśli chodzi o obligacje indeksowane inflacją, obecnie jesteśmy do nich mniej pozytywnie nastawieni ze względu na wyceny.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=		Ostrożnie podchodzimy do klasy inwestycyjnej o długim terminie zapadalności, biorąc pod uwagę jej podatność na wzrost rentowności obligacji bazowych. Szukamy jednak spółek atrakcyjnych z punktu widzenia wyceny i fundamentów, koncentrując się bardziej na alfie. Poszukujemy również dochodów na rynkach agencyjnych obligacji zabezpieczonych hipoteką (MBS) oraz obligacji zabezpieczonych konsumpcyjnymi i mieszkaniowymi kredytami hipotecznymi, ale jesteśmy bardziej selektywni, jeśli chodzi o strukturę i jakość ich zabezpieczeń.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Zwracamy uwagę na sytuację płynnościową w segmencie instrumentów wysokodochodowych, ale uważamy, że dobre wyniki i przepływy pieniężne są pozytywnymi czynnikami. Pozostajemy jednak ostrożni i dążymy do równoważenia zysków jakością, polegając w większym stopniu na selekcji.
	Skarbowe Europa	-/=		Utrzymujemy ostrożne podejście do duracji w Europie, w tym w rdzeniu strefy euro, w obliczu ostatniego ruchu EBC w kierunku stopniowego ograniczania luzowania ilościowego. Uważnie obserwujemy włoskie obligacje, biorąc pod uwagę wpływ polityki EBC, sytuację polityczną oraz oczekiwane ożywienie wspierane przez plan Next Gen EU.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=/+		Uważamy, że w obliczu trwającego ożywienia i nadziei na poprawę fundamentów kredytowych inwestorzy powinni szukać bardziej indywidualnej ekspozycji na spółki wysokiej jakości oraz dług podporządkowany. Należy jednak zachować czujność w związku z niepewnością spowodowaną wzrostem rentowności i zmieniającą się sytuacją w zakresie Covid.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=		Instrumenty wysokodochodowe oferują selektywne możliwości z perspektywy oddolnej, ale monitorujemy płynność w miarę wchodzenia w rok 2022. Zwracamy również uwagę na to, jak kształtują się wskaźniki zagrożenia i niewypłacalności w łagodnym otoczeniu.
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+		Uważamy, że w najbliższym czasie mogą pojawić się utrudnienia, ale sądzymy też, że decydenci zauważają spowolnienie i polityka staje się coraz bardziej wspierająca. Mamy nastawienie neutralne do pozytywnego, ponieważ ChBL pozostaje gołębi, a inflacja jest umiarkowana.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Działania Fedu stanowią czynnik ryzyka krótkoterminowego dla długu z rynków wschodzących, ale utrzymujemy przewagę instrumentów wysokodochodowych nad klasą inwestycyjną ze względu na atrakcyjne rentowności. Uważnie śledzimy narrację inflacyjną w krajach wschodzących.
Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Jeśli chodzi o waluty z rynków wschodzących w 2022 r., zasadniczo przyjmujemy umiarkowane podejście, nie wykluczając taktycznych zwrotów. W przypadku przedsięwzięcia spready wydają się atrakcyjne w porównaniu z alternatywnymi opcjami. Preferujemy kraje i sektory oparte na surowcach — uważamy, że aprecjacja dolara będzie sprzyjać odporności i zyskom eksporterów. Pozostajemy jednak ostrożni w przypadku Brazylii i Turcji.	
INNE	Surowce			Ogólny pogląd na surowce pozostaje konstruktywny, pomimo obaw o popyt wynikających z możliwości nowych lockdownów. Problemy z dostawami i wąskie gardła mogą się utrzymywać jeszcze przez jakiś czas, wspierając ceny metali nieślaczalnych i gazu ziemnego. Dla złota jednak kluczowymi zmiennymi, na które należy zwracać uwagę, pozostają polityka banków centralnych oraz realne stopy procentowe. Na ceny ropy będą wpływać decyzje OPEC oraz problemy geopolityczne.
	Waluty			Spodziewamy się, że USD pozostanie silny, i uważamy, że krajom o niskiej rentowności brakuje katalizatorów, które równoważyłyby presję ze strony jastrzębiego Fedu. Zmieniliśmy cel dla 6M EUR/USD z 1,14 na 1,10, ale poziom 1,14 dla 12M jest potwierdzony.

LEGENDA

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

Źródło: Amundi, na dzień 20 grudnia 2021 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

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

KRAJE ROZWIŃIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2021-12-17

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

Źródło: Amundi Research

- **Stany Zjednoczone:** po ostrzejszym niż oczekiwano spowolnieniu w III kw. i odbiciu w IV kw. oczekujemy, że realny wzrost PKB będzie stopniowo zwalniał w 2022 r. w ujęciu sekwencyjnym, stabilizując się najpierw powyżej trendu, a ostatecznie zbliżając się do potencjalnego w 2023 r. Normalizacja ta będzie wynikać ze stopniowego ograniczania dostosowawczego charakteru polityki fiskalnej i monetarnej. Oczekuje się również, że inflacja będzie się zmniejszać, choć tylko stopniowo, utrzymując się do lata powyżej 3%. W miarę zanikania czynników przejściowych wciąż prężny popyt, czynsze i wzrost wynagrodzeń pomogą utrzymać inflację bazową na poziomie wyższym niż przed kryzysem.
- **Strefa euro:** uważamy, że szczyt wzrostu już minął, a wpływ wariantu omikron i pewnych nowych ograniczeń przełoży się na spowolnienie wzrostu sekwencyjnego w 2022 r., co jeszcze bardziej opóźni ożywienie wydatków konsumpcyjnych i w sektorze usług, ponieważ konsumenci i przedsiębiorstwa musieli już stawić czoła niekorzystnym czynnikom w postaci wyższych cen energii oraz wąskich gardel w zaopatrzeniu. Inflacja hamuje również popyt krajowy i konsumpcję, czego nie równoważy jeszcze wzrost płac. Po ustąpieniu czynników przejściowych, które napędzały skok inflacji w IV kwartale 2021 r., od połowy 2022 r. spodziewamy się zmniejszenia obecnej różnicy między inflacją bazową a głównym wskaźnikiem inflacji oraz ustabilizowania się inflacji na poziomie nieco wyższym niż przed kryzysem, ale mieszczącym się w celu w 2023 r.
- **Wielka Brytania:** Oczekujemy, że po odbiciu z 2021 r. wzrost gospodarczy spowolni sekwencyjnie w 2022 r. ze względu na niekorzystne czynniki, takie jak inflacja, zacieśnianie polityki monetarnej, korekty związane z Brexitem oraz ryzyko polityczne. Wariant omikron spowoduje dalsze pogorszenie sytuacji, ponieważ gwałtowny wzrost liczby przypadków przełoży się na spadek aktywności, widoczny w publikowanych danych o mobilności oraz danych o wysokiej częstotliwości. Chociaż rok 2022 prawdopodobnie rozpocznie się słabiej niż wcześniej oczekiwano, nadal oczekujemy odporności popytu krajowego, przy czym konsumpcja będzie wspierana przez silny rynek pracy, a inwestycje przez ulgi podatkowe. Inflacja będzie powoli spadać w stosunku szczytów z 2021 r., ponieważ surowce i wąskie gardła będą jedynie stopniowo zmniejszać presję na wzrost cen.
- **Japonia:** Grudniowy PMI, choć słabszy od oczekiwań, dopełnia najlepszy kwartał od IV kw. 2018 r. Pomimo występującej ostatnio niepewności związanej z wariantem omikron nadal oczekujemy, że odbicie konsumpcji prywatnej w IV i I kwartale będzie motorem ogólnego ożywienia gospodarczego. Ponadto ograniczenia podaży nadal ustępowały, co doprowadziło do gwałtownego wzrostu eksportu samochodów w listopadzie. W 2022 r. wpływ czynników o charakterze jednorazowym (obniżka opłat za telefony komórkowe i zmiana bazy) będzie słabnąc, co stworzy podstawy do powrotu dodatniej inflacji konsumenckiej. W związku z tym oczekujemy, że odczyty utrzymają się poniżej 1%.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	23.12.2021	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,13	0,25/0,5	0,44	0,5/0,75	0,8
Strefa euro	-0,5	-0,5	-0,48	-0,5	-0,46
Japonia	-0,04	-0,1	-0,04	-0,1	-0,06
Wlk. Brytania	0,25	0,75	0,85	1,0	1,24

Źródło: Amundi Research

- **Fed:** Fed będzie przyspieszał tapering w świetle podwyższonej presji inflacyjnej i poprawy sytuacji na rynku pracy. Tempo taperingu zostanie podwojone do 30 mld USD miesięcznie w styczniu, a sama operacja zakończy się w marcu. Nowe prognozy stóp procentowych wskazują na trzy podwyżki w 2022 r., trzy w 2023 r. i dwie w 2024 r., podczas gdy we wrześniu głosy członków komitetu były równo podzielone między jedną podwyżką w 2022 r. a brakiem podwyżek. Zrezygnowano z wszelkich odniesień do przejściowych czynników inflacyjnych, a zamiast tego FOMC podkreślił, że nierównowaga popytu i podaży związana z pandemią i ponownym otwarciem gospodarki nadal przyczynia się do podwyższonego poziomu inflacji.
- **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:** Bank Japonii zdecydował się na częściowe przedłużenie wsparcia związanego z Covid. Z końcem marca zakończy skup obligacji korporacyjnych i papierów komercyjnych, ale przez kolejne sześć miesięcy, do końca września, będzie nadal udzielał nieoprocentowanych pożyczek bankom pomagającym dotkniętym pandemią małym i średnim przedsiębiorstwom. Ograniczenie skupu papierów komercyjnych do poziomu sprzed kryzysu zajmie sześć miesięcy, a skupu obligacji — pięć lat. Gubernator Kuroda stanowczo wykluczył zacieśnienie polityki, nie widząc możliwości, aby inflacja konsumencka osiągnęła lub przekroczyła 2%. Stopy procentowe polityki monetarnej zostaną utrzymane na najniższym poziomie.
- **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 Japonii (MPM)	17 stycznia
Rezerwa Federalna (FOMC)	26 stycznia
EBC (Rada Prezesów)	3 lutego
Bank Anglii (MPC)	3 lutego

Źródło: Amundi Research

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2021-12-17

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %				Inflacja (CPI, r/r, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Świat	-3,3	5,9	4,0	3,3	2,6	3,8	4,5	3,3
Kraje wschodzące	-2,0	6,5	4,4	4,2	3,9	4,4	5,4	4,3
Chiny	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,9	2,1	1,8
Brazylia	-3,9	4,6	0,5	1,6	3,2	8,3	8,4	3,7
Meksyk	-8,2	5,8	2,7	2,2	3,4	5,7	5,5	4,1
Rosja	-3,1	4,3	2,6	2,5	3,4	6,6	7,1	5,3
Indie	-7,1	8,4	6,9	5,5	6,6	5,2	6,0	5,8
Indonezja	-2,0	3,2	4,8	4,9	2,0	1,6	2,8	3,4
RPA	-6,4	4,9	2,3	2,5	3,3	4,5	5,1	4,6
Turcja	1,6	10,5	3,8	4,0	12,3	18,3	27,6	15,5

Źródło: Amundi Research

- Chiny:** Na początku IV kwartału chińska gospodarka nadal odczuwała skutki narzuconych przez władze ograniczeń politycznych, odnotowując słabe ożywienie. Powszechna słabość gospodarki przyciągnęła uwagę decydentów i oczekujemy złagodzenia ograniczeń o charakterze politycznym. Delewarowanie w sektorze mieszkaniowym będzie jednak najprawdopodobniej kontynuowane i nie spodziewamy się kolejnej rundy znaczących bodźców kredytowych. Podtrzymujemy naszą opinię, że po spadku w III kw. wzrost gospodarczy odbije się sekwencyjnie w IV kw., a następnie utrzyma się nieco poniżej trendu w 2022 r. Inflacja utrzyma się na poziomie znacznie poniżej 3%.
- Indonezja:** Tempo rozwoju Indonezji poprawia się dzięki niedawnemu ponownemu otwarciu i ciągłej kampanii szczepień. Po bardzo słumionym wzroście w 2021 r. dynamika inflacji powinna wzrosnąć w 2022 r., zbliżając się do górnej części celu inflacyjnego banku centralnego. Krajowe warunki makroekonomiczne w połączeniu ze zmieniającym się globalnym krajobrazem finansowym (Fed) spowodują pierwszą podwyżkę stóp do połowy 2022 r. (lub w III kw. 2022 r.). Oczekuje się utrzymania wsparcia politycznego poprzez stopniowe zacieśnianie polityki monetarnej i oczekiwaną powolną konsolidację fiskalną. Docelowy deficyt fiskalny na poziomie 3% w 2023 r. powinien zostać osiągnięty dzięki niedawno uchwalonej reformie podatkowej.
- Turcja:** Pomimo rosnącej inflacji (21,3% r/r w listopadzie), której szczyt prognozowany jest na ponad 30% w najbliższych miesiącach, bank centralny po raz kolejny obniżył stopy procentowe o 100 p.b., tym razem do 14%. Choć komunikat banku centralnego wskazywał na pauzę, rynek zareagował natychmiast. Lira spadła, osiągając najniższy poziom w historii. Kilka dni później, po ogłoszeniu przez prezydenta Erdogana pewnych działań w sferze monetarnej i finansowej, lira odzyskała nieco wartości. W warunkach tak dużej niepewności w kraju i na świecie trudno o jakiegokolwiek prognozy, ale oczekujemy, że wzrost gospodarczy w 2022 r. pozostanie dodatni, napędzany ekspansywną polityką fiskalną.
- Polska, Czechy i Węgry:** Inflacja w listopadzie po raz kolejny okazała się wyższa. Banki centralne będą niewątpliwie kontynuować cykl zacieśniania polityki monetarnej w warunkach poważnej krajowej i globalnej presji inflacyjnej, w kontekście której Fed sygnalizuje normalizację polityki monetarnej, a co za tym idzie możliwe umocnienie dolara względem innych walut. Gdyby jednak wariant omikron miał doprowadzić do nowych restrykcji, skala podwyżek stóp procentowych w 2022 roku mogłaby być mniejsza niż zakładano.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	20.12.2021	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,80	3,75	3,80	3,75	3,80
Indie	4,00	4,25	4,20	4,75	4,60
Brazylia	9,25	10,75	11,25	10,75	10,95
Rosja	8,50	9,00	8,35	8,00	7,65

Źródło: Amundi Research

- ChBL (Chiny):** Posiedzenie Biura Politycznego oraz Centralna Konferencja Ekonomiczna potwierdziły, że Chiny zmierzają w kierunku luzowania polityki monetarnej i na przełomie roku zwiększą wsparcie dla tego rodzaju podejścia. Szerokie luzowanie polityki pieniężnej jest już w toku, wraz z obniżką stopy rezerw obowiązkowych o 50 p.b. w połowie grudnia oraz obniżką stopy głównej oprocentowania kredytów o 5 p.b. w dniu 20 grudnia. W styczniu oczekujemy kolejnej obniżki stóp o 5 p.b. Jeśli chodzi o walutę, to ChBL zwiększył interwencję słowną, wprowadził nastawienie deprecjacyjne do dziennych fixingów i podniósł stopę rezerw obowiązkowych w transakcjach walutowych o 2 punkty procentowe, aby powstrzymać aprecjację RMB.
- RBI (Indie):** Na początku grudnia RBI jednogłośnie utrzymał stopę procentową na poziomie 4% i utrzymał swoje dostosowawcze nastawienie na niezmiennym poziomie. Wbrew naszym oczekiwaniom stopa Reverse Repo pozostała na poziomie 3,35% — nie podwyższano jej (o 40 p.b.) w celu utrzymania symetryczności korytarza wokół stopy Policy Rate. RBI powtórzył, że konieczne jest utrzymanie wsparcia politycznego, a nawet zwiększanie go, biorąc pod uwagę nowe zagrożenia, takie jak wariant omikron. Choć przewiduje się, że główna stopa inflacji wzrośnie w perspektywie krótkoterminowej, prognozy pozostają łagodne i nie stoją w sprzeczności z utrzymaniem dostosowawczej polityki pieniężnej.
- BCB (Brazylia):** BCB ponownie podniósł stopy o 150 p.b. (do 9,25%) i ponownie wstępnie zapowiedział kolejną podwyżkę o podobnej skali w lutym. Komitet będzie kontynuował swoją strategię zacieśniania do czasu potwierdzenia procesu dezinflacji i zakotwiczenia oczekiwań wokół celu. Główny wskaźnik inflacji osiągnął w listopadzie poziom 10,7%, czyli tyle samo, co w październiku. Jednocześnie Komitet Polityki Monetarnej przyznał, że warunki gospodarcze uległy pogorszeniu. Sądymy, że w nowym roku bank centralny doprowadzi do osiągnięcia przez SELIC poziomu dwucyfrowego, a stopa końcowa wyniesie około 11%, najwięcej od prawie pięciu lat.
- CBR (Rosja):** 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. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych osiągnęły w grudniu nowe pięcioletnie maksimum. Inflacja przyspieszyła w listopadzie do 8,4% r/r (w stosunku do 7,4% w październiku) i oczekuje się, że w grudniu wyniesie 8,1%, czyli znacznie powyżej celu na poziomie 4%. CBR pozostawił otwartą furtkę dla dalszych podwyżek na zbliżających się posiedzeniach. Jastrzębie stanowisko CBR, w połączeniu z utrzymującą się presją inflacyjną, sprawia, że prawdopodobna jest kolejna podwyżka stóp procentowych na lutymowym posiedzeniu.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
ChBL	20 stycznia
BCB, Brazylia	2 lutego
BRI	9 lutego
CBR	11 lutego

Źródło: Amundi Research

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE
Prognozy makroekonomiczne

(17 grudnia 2021)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %				Inflacja (CPI, r/r, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
USA	-3,4	5,8	3,7	2,1	1,3	4,6	4,4	2,5
Japonia	-4,9	1,7	2,0	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
Strefa euro	-6,5	5,0	3,8	2,2	0,3	2,5	2,9	1,7
Niemcy	-4,9	2,8	3,3	2,3	0,3	3,3	2,9	1,8
Francja	-8,0	6,8	3,9	2,0	0,5	2,1	2,6	2,0
Włochy	-9,0	6,4	4,4	2,4	-0,1	2,0	2,9	1,7
Hiszpania	-10,8	4,4	5,4	3,2	-0,3	3,0	3,2	1,6
Wlk. Brytania	-9,7	6,9	4,3	1,8	0,9	2,4	3,6	2,4
Chiny	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,9	2,1	1,8
Brazylia	-3,9	4,6	0,5	1,6	3,2	8,3	8,4	3,7
Meksyk	-8,2	5,8	2,7	2,2	3,4	5,7	5,5	4,1
Rosja	-3,1	4,3	2,6	2,5	3,4	6,6	7,1	5,3
Indie	-7,1	8,4	6,9	5,5	6,6	5,2	6,0	5,8
Indonezja	-2,0	3,2	4,8	4,9	2,0	1,6	2,8	3,4
RPA	-6,4	4,9	2,3	2,5	3,3	4,5	5,1	4,6
Turcja	1,6	10,5	3,8	4,0	12,3	18,3	27,6	15,5
Kraje rozwinięte	-5,1	5,0	3,5	2,0	0,8	3,0	3,2	2,0
Kraje wschodzące	-2,0	6,5	4,4	4,2	3,9	4,4	5,4	4,3
Świat	-3,3	5,9	4,0	3,3	2,6	3,8	4,5	3,3

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	2021-12-23	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,13	0,25/0,5	0,44	0,5/0,75	0,8
Strefa euro	-0,5	-0,5	-0,48	-0,5	-0,46
Japonia	-0,04	-0,1	-0,04	-0,1	-0,06
Wlk. Brytania	0,25	0,75	0,85	1,0	1,24

Kraje wschodzące

	2021-12-20	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,80	3,75	3,80	3,75	3,80
Indie	4,00	4,25	4,20	4,75	4,60
Brazylia	9,25	10,75	11,25	10,75	10,95
Rosja	8,50	9,00	8,35	8,00	7,65

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich

	2021-12-23	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	0,68	0,8-1,0	1,03	1/1,2	1,29
Niemcy	-0,68	-0,70/-0,50	-0,69	-0,70/-0,50	-0,69
Japonia	-0,09	-0,20/-0,10	-0,10	-0,20/-0,10	-0,10
Wlk. Brytania	0,67	0,50/0,7	0,85	0,7/0,8	0,87

Rentowność obl. 10-letnich

	2021-12-23	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	1,48	1,6/1,8	1,59	1,8/2,0	1,69
Niemcy	-0,26	-0,3/-0,1	-0,19	-0,3/-0,1	-0,14
Japonia	0,07	0/0,20	0,12	0/0,20	0,16
Wlk. Brytania	0,92	1,0/1,2	1,02	1,2/1,4	1,06

Prognoza dla walut

	2021-12-16	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.		2021-12-16	Amundi II kw. 2022 r.	Konsensus II kw. 2022 r.	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.
EUR/USD	1,13	1,10	1,13	1,14	1,16	EUR/SEK	10,24	10,48	9,99	9,98	9,90
USD/JPY	114	113	115	117	115	USD/CAD	1,28	1,31	1,24	1,23	1,23
EUR/GBP	0,85	0,84	0,84	0,83	0,84	AUD/USD	0,72	0,70	0,74	0,76	0,75
EUR/CHF	1,04	1,05	1,07	1,09	1,09	NZD/USD	0,68	0,66	0,72	0,69	0,72
EUR/NOK	10,18	10,30	9,83	9,46	9,70	USD/CNY	6,37	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

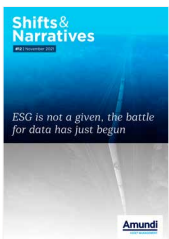
ASSET CLASS VIEWS



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 #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

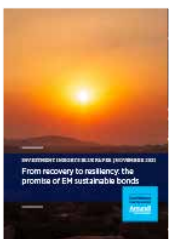
Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

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

INSIGHTS PAPERS



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

HESSEBERGER 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

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

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

WORKING PAPERS



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

Graph Neural Networks for Asset Management (1-12-2021)

Grégoire Pacreau, Edmond Lezmi, Jiali Xu - Quantitative Research

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

SEMET Raphaël, RONCALLI Thierry, STAGNOL Lauren - Quantitative Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



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

14-15 December FOMC review: pressing the gas on taper (20-12-2021)

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

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

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

DISCUSSION PAPERS



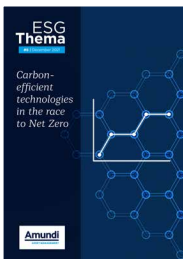
DB plans in their End Game in the post-pandemic era (02-12-2021)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

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

BRIÈRE Marie, Amundi Research

THEMATIC PAPERS



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

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°2

The automotive sector: ready to step up a gear (13-12-2021)

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

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°1

The time of Circular Economy has come (8-12-2021)

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 Bottom-up
Exchange Corporate Equities
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 23 grudnia 2021 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 3 stycznia 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 - Yellow Dog Productions - Anton Petrus

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

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

GEORGES Delphine, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałodochodowych

HUANG Claire, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

PERRIER Tristan, Poglądy globalne

PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych

USARDI Annalisa, starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

VANIN Gregorio, Specjalista ds. analiz portfeli wieloaktywowych

VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

DHINGRA Ujjwal, Jednostka Amundi Investment Insights

PANELLI Francesca, Jednostka Amundi Investment Insights