

Rosja-Ukraina: wiele złych wiadomości zostało już zdyskontowanych, ale perspektywy się pogarszają



Pascal BLANQUÉ
Prezes Instytutu Amundi



Monica DEFEND
Dyrektor Instytutu Amundi



Matteo GERMANO
Zastępca Dyrektora Inwestycyjnego Grupy



Vincent MORTIER
Dyrektor Inwestycyjny Grupy
Z udziałem

Eric MIJOT
Dyrektor ds. analiz strategii na rynkach rozwiniętych, Instytut Amundi

Lorenzo PORTELLI
Dyrektor ds. analiz grup aktywów, Instytut Amundi

- **Reakcje rynków:** rynki nadal charakteryzuje wysoka zmienność, a rynki akcji odnotowują spadki, choć ostatnio pojawiły się pewne oznaki stabilizacji. Cena ropy naftowej pozostaje pod presją po wprowadzeniu przez USA i Wielką Brytanię embarga na rosyjską ropę. Popyt na bezpieczne aktywa, takie jak złoto, jest nadal wysoki. Wprawdzie trwa już proces prób odreagowania spadków ryzykownych aktywów (początkowe zniżki rozpoczęły się przed kryzysem, po czym konflikt miał swoje konsekwencje dla aktywów europejskich), ale jest on niekompletny i fragmentaryczny. W szczególności nie wiadomo jeszcze, jaki będzie rzeczywisty wpływ pierwszych etapów „normalizacji” potwierdzonych przez Fed i EBC. Wymaga to odrobiny cierpliwości, gdyż dodatkowa zmienność prawdopodobnie otworzy możliwości inwestycji.
- **Perspektywy:** obniżyliśmy nasze prognozy globalnego wzrostu gospodarczego, ponieważ na gospodarkę światową wpływ będą miały wyższe ceny energii i żywności, zarówno po stronie popytu, jak i produkcji. Europa jest regionem, w którym ryzyko stagflacji jest największe, a w 2022 r. możliwa będzie przejściowa recesja. Chiny powinny jednak nadal przyczyniać się do stabilizacji globalnego wzrostu.
- **Oczekiwane wyniki spółek i perspektywy dla akcji:** słabszy wzrost gospodarczy i wyższe ceny będą wywierać presję na marże i mogą potencjalnie doprowadzić do spadku wyników przedsiębiorstw. W naszej ocenie Stany Zjednoczone mogą uniknąć tego zjawiska, natomiast Europa jest na nie bardziej narażona. Naszym zdaniem obecne korekty na rynku dyskontują większość złych wiadomości, ale możliwe są dalsze spadki, choć ograniczone, chyba że dalsza eskalacja kryzysu zagrozi gospodarce światowej (co nie jest naszym podstawowym scenariuszem). Mając to na uwadze, utrzymujemy ostrożne nastawienie do akcji, ale jesteśmy gotowi podjąć dodatkowe ryzyko, gdyż złagodzenie obecnego kryzysu mogłoby przełożyć się na hossę, zwłaszcza na rynkach europejskich.
- **Podstawowe założenia:** utrzymujemy umiarkowanie ostrożną alokację ryzyka, koncentrując się na odporności na inflację przy wyborze akcji i instrumentów dłużnych. Aktywnie zarządzamy duracją w ramach krótkich terminów do zapadalności instrumentów, ponieważ zakładamy, że wyższa inflacja spowoduje w średnim okresie wzrost rentowności, ale dynamika krótkoterminowa może tworzyć możliwości taktyczne. W przypadku instrumentów kredytowych bacznie śledzimy ryzyko płynności.

Drugi tydzień konfliktu na Ukrainie charakteryzowała dodatkowa zmienność na rynkach. Kursy akcji spadały we wszystkich segmentach. Popyt na bezpieczne aktywa spowodował tymczasowy spadek rentowności 10-letnich obligacji skarbowych do 1,7%, po czym nastąpiło odbicie do 1,9% w obliczu rosnącej presji inflacyjnej. W międzyczasie cena złota trzymała się mocno, na krótko przekraczając poziom 2000 USD za uncję. Jeśli chodzi o cały rynek, to niepewność pozostaje bardzo wysoka, a surowce znajdują się pod szczególnie silną presją. Wskutek embarga nałożonego wspólnie przez USA i Wielką Brytanię na rosyjską ropę naftową, że jej cena podskoczyła do 130 USD za baryłkę. Ceny gazu w Europie od początku roku wzrosły o 200%.

Po kilku rundach negocjacji rozmowy na froncie wojennym skupiły się na rosyjskich żądaniach dotyczących separatystycznych regionów Donbasu i Krymu. Jednak na obecnym etapie szybkie rozwiązanie konfliktu jest wysoce niepewne. W tym kontekście uwaga rynku koncentruje się na ocenie perspektyw makroekonomicznych.

Trwający konflikt będzie miał wpływ na wzrost gospodarczy i inflację, szczególnie poprzez wyższe ceny energii i żywności. Zrewidowaliśmy w dół nasze prognozy globalnego wzrostu i podnieśliśmy nasze oczekiwania inflacyjne na rok 2022.

Choć nadal trudno jest przewidzieć, w jaki sposób kryzys wpłynie na fundamenty makroekonomiczne, to **spodziewamy się, że inflacja w strefie euro utrzyma się w ciągu roku na trwale wysokim poziomie, zwłaszcza w przypadku energii i żywności, co negatywnie wpłynie zarówno na popyt, jak i produkcję**. Prognoza ta jest spójna z tymczasowym efektem recesji w dolnym przedziale naszych prognoz. Ogólnie rzecz biorąc, obniżyliśmy prognozę globalnego wzrostu gospodarczego na ten rok o 0,5% (do przedziału 3,3%-3,7%).

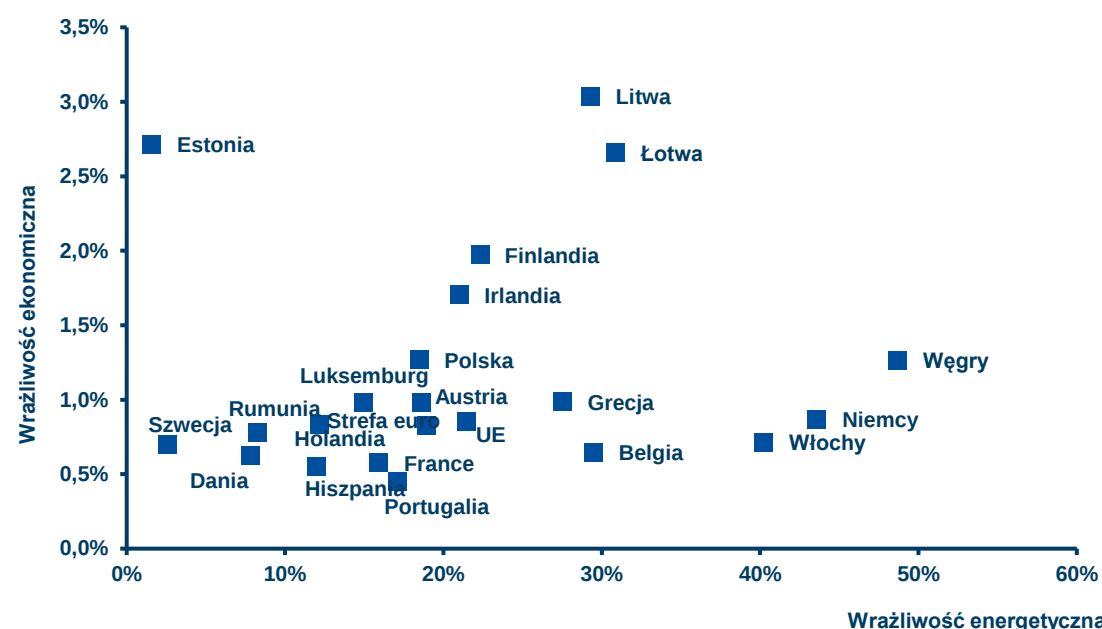
„Oczekujemy, że inflacja na rynkach wschodzących i rozwiniętych będzie wyższa, a wzrost gospodarczy niższy niż początkowo oczekiwano, przy czym większe ryzyko dotyczy Europy, a w szczególności krajów bardziej narażonych na sankcje i dynamikę cen energii.”

Inflacja globalna została skorygowana w górę zarówno na rynkach wschodzących, jak i w gospodarkach rozwiniętych (o około 0,5% w 2022 r.) w oparciu o różne wagi składnika energetycznego w koszykach dóbr konsumpcyjnych.

W przypadku inflacji w strefie euro prognozujemy obecnie inflację CPI w ujęciu rocznym w 2022 r. w przedziale 4,5%-5,8%, a w przypadku USA na poziomie 5,7%-6%. Ponadto najniższy przedział naszej prognozy wzrostu w UE jest spójny ze scenariuszem stagflacyjnym, a nawet z przejściową recesją.

Istnieje jednak wiele różnic między poszczególnymi krajami w odniesieniu zarówno od ich poziomu niezależności energetycznej, jak i podatności na skutki uboczne sankcji.

Wrażliwość krajów europejskich na sankcje wobec Rosji



Źródło: Instytut Amundi, Eurostat, OECD, Bank Światowy. Dane na dzień 2 marca 2022 r. Wrażliwość ekonomiczna jest mierzona jako udział wartości dodanej brutto danego kraju w rosyjskim popycie krajowym i eksporcie. Zależność energetyczna od Rosji jest mierzona jako udział importu gazu ziemnego, ropy naftowej i paliw stałych z Rosji w imporcie ogółem, ważony zależnością energetyczną każdego kraju.

Bardziej pozytywne jest to, że gospodarka Chin powinna nadal wspierać globalny wzrost. Kraj ten rozpoczął nowy cykl łagodzenia polityki pieniężnej w 2022 r. w przeciwieństwie do innych gospodarek, które zaczęły zacieśniać politykę pieniężną. W miniony weekend chińskie władze zadeklarowały docelową stopę wzrostu na ten rok na poziomie 5,5% (powyżej naszych początkowych oczekiwań).

„Korekty na rynkach akcji były znaczące i są spójne ze scenariuszem niższego wzrostu i pogarszających się perspektyw rentowności spółek”.

Większość złych wiadomości jest już zdyskontowana przez rynki, ale wiele zależy od dalszego rozwoju kryzysu.

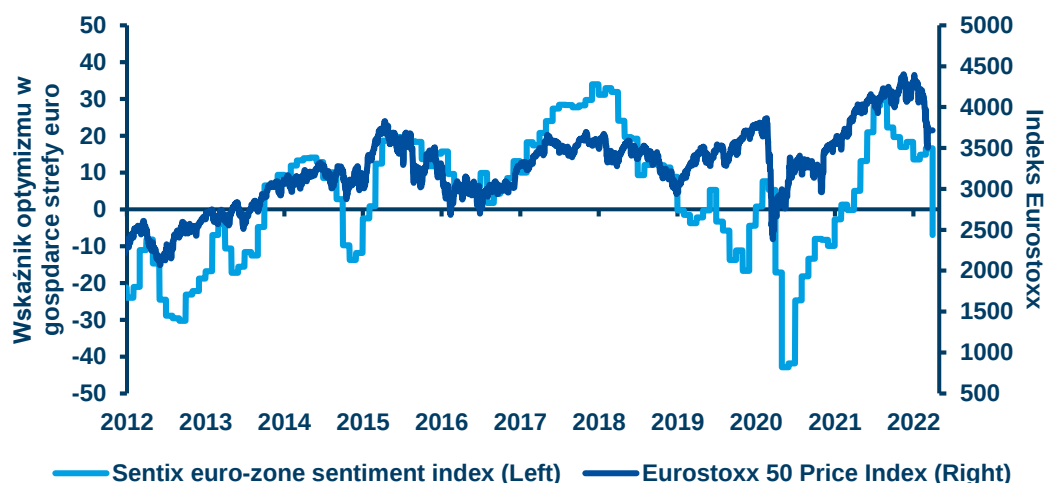
Perspektywy gospodarcze pogarszają się, a założenia, które wcześniej traktowano jako scenariusz alternatywny, teraz się urzeczywistniają. Z tego powodu **zachowujemy pewną ostrożność jeśli chodzi o akcje, zwłaszcza w Europie.**

Ogólnie rzecz biorąc, spadki na rynku następowały kolejno w wyniku dwóch zdarzeń:

1. Styczniowa wyprzedaż z maksimów osiągniętych na początku miesiąca była spowodowana danymi o wysokiej inflacji i wynikającymi z nich zmianami w polityce pieniężnej. W tym kontekście wszystkie inwestycje powiązane z inflacją osiągały w ujęciu względnym dobre wyniki (akcje niedowartościowane a spółki wzrostowe, EUR a USD, spółki finansowe a towary itd.) Dlatego też pierwsza część wyprzedaży od początku roku nie była efektem szoku wywołanego przez sytuację w Ukrainie, a raczej skutkiem normalizacji, która była spodziewana już po wyjątkowej końcówce 2021 r.
2. W lutym i marcu konflikt rosyjsko-ukraiński uderzył w strefę euro znacznie mocniej niż w USA, ponieważ nastroje związane z nowymi perspektywami gospodarczymi zaczęły się utrzymywać. Obecne łączne spadki (-12% w USA, -17% w strefie euro, stan na dzień 10 marca br.) są spójne ze znaczną korektą premii za ryzyko.

W obliczu spowolnienia wzrostu i wyższej inflacji oraz przy założeniu braku dalszego pogorszenia sytuacji (co na obecnym etapie jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, przynajmniej w przypadku USA), obecne poziomy są uzasadnione. Jednak przyjmując scenariusz łagodnej recesji w strefie euro, rynki nie doświadczyły jeszcze pełnych spadków.

Europejskie rynki akcji dostosowują się do niższych oczekiwań gospodarczych



Źródło: Instytut Amundi, Bloomberg, Sentix. Dane na dzień 9 marca 2022 r. Wskaźnik Sentix Economic index -- Euro Aggregate to wskaźnik nastrojów stworzony w celu pomiaru nastrojów gospodarczych w perspektywie sześciu miesięcy, oparty na ankiecie przeprowadzanej wśród inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych oraz analityków.

„Uważamy, że wskaźnik EPS powinien spaść w Europie bardziej niż w USA, ponieważ wzrost PKB w USA ma być wyższy”.

Tak więc zasadniczo znaki zapytania dotyczą rentowności spółek i możliwości poważnej recesji w obszarze ich zysków. Wchodząc w bieżący rok, już zakładaliśmy normalizację trendu EPS na poziomie globalnym. Po trzech miesiącach ryzyko przechyliło się w stronę spadków z uwagi na stagflacyjny wpływ trwającego kryzysu. Uważamy, że wskaźnik EPS (zysk na akcję) powinien spaść w Europie bardziej niż w USA, ponieważ wzrost PKB w USA ma być wyższy.

- **Perspektywy rentowności spółek w USA:** Wzrost gospodarczy w USA powyżej 3% był zazwyczaj wystarczający, by zapewnić wzrostowe wyniki finansowe spółek. W obecnej sytuacji prawdopodobnie można więc będzie uniknąć recesji w obszarze rentowności. Spodziewamy się, że wzrost EPS będzie oscylował w granicach 0%-8%.
- **Perspektywy rentowności spółek w Europie:** Europa w większym stopniu niż USA podlega wpływom globalnego wzrostu gospodarczego. Nasza najnowsza prognoza wzrostu globalnego wynosi między 3,3% a 3,7%. Mimo że światowy wzrost na poziomie

3% jest zazwyczaj wystarczający do utrzymania pozytywnego wzrostu zysków spółek w Europie, to jednak wszystko zależy od skutków i czasu trwania konfliktu. Można się spodziewać, że dynamika rentowności spółek w Europie wyniesie od -5% do +5%. Niewykluczone jest zatem wystąpienie przejściowej recesji w tym obszarze.

„Nie sądzimy, abyśmy zmierzali w kierunku głębokiej recesji, jak podczas wielkiego kryzysu finansowego. Gdyby jednak tak było, to rynki byłyby na drodze do dalszych bolesnych spadków.”

Bardziej niekorzystny scenariusz głębokiej recesji pod kątem rentowności przedsiębiorstw w połączeniu z recesją gospodarczą, jak miało to miejsce w przypadku wielkiego kryzysu finansowego, jest naszym zdaniem mało prawdopodobny, aczkolwiek niewykluczony, gdyby wojna na Ukrainie przerodziła się w poważny globalny kryzys energetyczny. W takim przypadku rynki byłyby na drodze do dalszych bolesnych spadków.

Weszliśmy w obecny kryzys z pozytywnym nastawieniem do akcji niedowartościowanych. To założenie zachowuje aktualność tak długo, jak długo istnieje potencjał wzrostu (brak recesji), a inflacja i stopy procentowe wykazują tendencję wzrostową. Ponieważ w styczniu rotacja na akcje niedowartościowane była bardzo silna, postawiliśmy w ich przypadku na jakość, co pomogło w tej fazie cyklu. Ostatnio uwzględniliśmy dodatkowo trochę pozycji defensywnych i nadal koncentrujemy się na inflacji w selekcji aktywów, aby przeczezać obecny kryzys.

Co do rynków europejskich, to wiele złych wiadomości zostało już zdyskontowanych. Z perspektywy prognozowanego 12-miesięcznego wskaźnika PE, indeks MSCI Europe znajduje się blisko 20-letnich minimów w odróżnieniu od indeksu S&P500, co daje pojęcie, jak silne skutki odczuwa Europa. W dłuższej perspektywie będzie to miało istotne znaczenie. Aspekty fundamentalne (wysoki wskaźnik wyszczepialności w Europie, potencjał ożywienia wzrostu i wsparcie w zakresie polityki) są solidne, pomoc może również mocniejszy wzrost w Chinach. Ważny będzie również impuls fiskalny. W najbliższych dniach można spodziewać się większej jasności w tym zakresie po nieformalnym posiedzeniu Rady Europejskiej w Wersalu (10 i 11 marca), na którym omawiane będą sposoby zwiększenia europejskich zdolności obronnych i zmniejszenia zależności energetycznej.

Póki co Europa jest regionem beta w bliskim sąsiedztwie eskalacji, więc trzeba trzymać rękę na pulsie. Jeśli jednak wojna nie będzie trwała na tyle długo, by zdusić wzrost gospodarczy w Europie do poziomu recesji, to będzie można szukać okazji do kupna.

„Potwierdzamy ostrożne nastawienie, ale wskazujemy, że w najbliższej przyszłości mogą pojawić się okazje do kupna, więc jesteśmy gotowi taktycznie dostosować nasze nastawienie do ryzyka.”

Nasze główne założenia są następujące:

- **Perspektywy gospodarcze pogorszyły się, a podstawowy scenariusz jest obecnie mniej korzystny i zakłada niższy wzrost i wyższą inflację** (zwłaszcza w Europie w perspektywie krótkoterminowej). Mimo większego ryzyka spadków, nie spodziewamy się globalnej recesji.
- **Wzrost gospodarczy w Chinach powinien utrzymać się na mocnym poziomie i wspierać gospodarkę światową**, a także może stać się katalizatorem ożywienia gospodarczego w Europie, gdy minie najgorsza faza kryzysu.
- **Zmienność pozostanie wysoka**, a pomimo silnych korekt na rynku **utrzymujemy ogólnie ostrożne podejście, zabezpieczając się na wypadek niepewnego wyniku kryzysu.**
- **W dalszym ciągu utrzymujemy krótkie duracje** i stosujemy podejście taktyczne, dostosowując nasze nastawienie do duracji, ponieważ może to pomóc w zabezpieczeniu się w okresach turbulencji.
- **Ewentualne złagodzenie sytuacji geopolitycznej mogłoby wywołać hossę. Ponieważ niepewność gospodarcza została już w większej części zdyskontowana przez rynek**, to jesteśmy gotowi taktycznie dostosowywać nasze nastawienie do ryzyka. Zakładając, że sytuacja na froncie wojskowym nie pogorszy się drastycznie, zbliżamy się do momentu, w którym należy szukać możliwości inwestowania.
- **W przypadku akcji utrzymujemy preferencję dla akcji niedowartościowanych o wyższej jakości z uzupełnieniem o akcje defensywne.** Nadal ważne jest to, aby przy ocenie możliwości inwestycyjnych zachować dużą selektywność i koncentrować się na odporności na inflację.

- **W segmencie instrumentów kredytowych** na obecnym etapie ryzyko jest bardziej związane z płynnością niż z fundamentami. Warunki finansowe ulegają zaostrzeniu, dlatego należy **zwracać uwagę na ryzyko płynności**.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS

Dział Investment Insights wchodzący w skład Instytutu Amundi działa z myślą o przekładaniu doświadczenia naszych specjalistów inwestycyjnych i ogólnej wiedzy inwestycyjnej Amundi na praktyczne wnioski i narzędzia dostosowane do potrzeb inwestorów. W świecie, w którym inwestorzy są bombardowani informacjami z wielu źródeł, chcemy stać się partnerem pierwszego wyboru, zapewniając regularne, jasne, aktualne, angażujące i istotne informacje, które mogą pomóc naszym klientom w podejmowaniu świadomych decyzji inwestycyjnych.

Więcej o Amundi Investment Insights na stronie www.amundi.com



Definicje

- **Beta:** Beta to miara ryzyka powiązana ze zmiennością na rynku, gdzie wartość równa 1 oznacza sytuację odpowiadającą zmienności na rynku, a wartość poniżej 1 oznacza zmienność mniejszą od zmienności na rynku.
- **Drawdown:** Spadek wartości inwestycji, funduszu lub towaru od maksimum do minimum w danym okresie, zwykle podawany jako wartość procentowa różnicy pomiędzy wartością maksymalną a wartością minimalną.
- **Inwestowanie w akcje wysokiej jakości:** Inwestowanie w celu wykorzystania dobrych wyników akcji wzrostowych o wysokiej jakości poprzez wyszukiwanie akcji spółek o wysokiej stopie zwrotu z kapitału (ROE), stabilnym wzroście zysków rocznych oraz niskiej dźwigni finansowej.
- **Inwestowanie w akcje niedowartościowane:** Polega na kupowaniu akcji po stosunkowo niskich kursach, na co wskazują niskie wskaźniki ceny do zysku, ceny do wartości księgowej i ceny do przychodów ze sprzedaży oraz wysoka stopa dywidendy. Sektory, w których dominują akcje niedowartościowane, to energetyka, finanse, telekomunikacja, przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, nieruchomości.

Ważne informacje

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym. Niniejszy dokument nie stanowi oferty sprzedaży, zachęty do złożenia oferty kupna ani rekomendacji jakiegokolwiek papieru wartościowego lub innego produktu bądź usługi. Wszelkie papiery wartościowe, produkty lub usługi, o których mowa, mogą nie być zarejestrowane do sprzedaży przez odpowiedni organ w Państwa jurysdykcji i mogą nie podlegać regulacji lub nadzorowi przez jakikolwiek organ rządowy lub podobny organ w Państwa jurysdykcji. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie mogą być wykorzystywane wyłącznie do użytku wewnętrznego, nie mogą być powielane lub rozpowszechniane w jakiegokolwiek formie i nie mogą być wykorzystywane jako podstawa lub składnik jakichkolwiek instrumentów finansowych lub produktów bądź indeksów. Ponadto żadna część niniejszego dokumentu nie ma na celu udzielania porad podatkowych, prawnych lub inwestycyjnych. O ile nie wskazano inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management S.A.S. i są aktualne na dzień 10 marca 2022 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje osiągnięcia zysku ani nie chroni przed poniesieniem straty. Niniejszy dokument jest dostarczany w jego faktycznej postaci (as is), a użytkownik tych informacji ponosi całkowite ryzyko związane z jakimkolwiek wykorzystaniem tych informacji. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówka lub gwarancja jakiegokolwiek analizy, prognozy lub przewidywania przyszłych wyników. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autora, a niekoniecznie Amundi Asset Management S.A.S. i mogą ulec zmianie w dowolnym czasie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie ma pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porada inwestycyjna, rekomendacja dotycząca papierów wartościowych lub jako wskazówka dotycząca obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, ryzykiem politycznym, ryzykiem płynności i ryzykiem walutowym. Ponadto w żadnym wypadku Amundi nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody bezpośrednie, pośrednie, specjalne, przypadkowe, karne, wynikowe (w tym m.in. utracone zyski) lub jakiegokolwiek inne szkody wynikające z korzystania z niniejszej publikacji.

Data pierwszego wykorzystania: 10 marca 2022 r.

Dokument wydany przez Amundi Asset Management, „société par actions simplifiée” - SAS z kapitałem w wysokości 1 143 615 555 EUR – Zarządzający portfelem regulowany przez AMF pod numerem GP04000036 – Siedziba główna: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paryż – Francja – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Redakcja

Pascal BLANQUÉ

Prezes Instytutu Amundi

Vincent MORTIER

Dyrektor Inwestycyjny Grupy