

# Rosja atakuje Ukrainę. Rynki będą musiały dostosować się do szoku



**Pascal BLANQUÉ**  
Prezes Amundi  
Institute



**Monica DEFEND**  
Dyrektor Amundi  
Institute



**Matteo GERMANO**  
Zastępca Dyrektora  
Inwestycyjnego Grupy



**Vincent MORTIER**  
Dyrektor Inwestycyjny  
Grupy

Z udziałem

**Claudia Bertino**  
Dyrektor Investment  
Insights, Amundi Institute

**Laura FIOROT**  
Zastępca Dyrektora  
Investment Insights,  
Amundi Institute

- Światowe rynki nie brały pod uwagę scenariusza wojennego i obecnie dostosowują się do skali tego militarnego posunięcia. Potrzeba czasu, aby sytuacja się uspokoiła. W tym czasie niepewność i zmienność będą się utrzymywać wraz z możliwością gwałtownych spadków. Nie jest to czas na próbę kupowania tracących wartość aktywów, ponieważ rynek nie rozpoznał jeszcze w pełni wpływów tego geopolitycznego wstrząsu.
- Eskalacja napięć geopolitycznych między Rosją a Ukrainą zwiększa niepewność co do globalnych perspektyw w czasie, gdy banki centralne podejmują działania w celu zwalczania presji inflacyjnej. Konflikt rosyjsko-ukraiński ma wpływ przede wszystkim na zaufanie oraz na ceny surowców w i tak już rozgrzanym otoczeniu inflacyjnym. Ryzyko stagflacji w skali globalnej jest obecnie wyższe (czynnik inflacji wzmacnia się przy jednoczesnym osłabieniu czynnika wzrostu), podczas gdy Chiny są przed tym zjawiskiem stosunkowo zabezpieczone, co dodatkowo wzmacnia rolę chińskich aktywów jako czynnika dywersyfikacji.
- Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że jest to czas, by utrzymać zabezpieczenia i zachować ostrożność, ale jednocześnie nie należy przesadzać z reakcją na gwałtowne zmiany, których prawdopodobnie doświadczymy w nadchodzących dniach. Bufor dla bardziej ryzykownych aktywów stanowić mogą pozycje w duracji, złocie i bezpiecznych walutach. Akcje, które mają dużą płynność, będą pierwszą ofiarą redukcji ryzyka na rynkach, a instrumenty dłużne prawdopodobnie pójdą w ich ślady. Ogólnie rzecz ujmując, kluczowe będzie utrzymywanie buforów gotówkowych i koncentrowanie się na płynności.
- Ponieważ nie spodziewamy się szybkiego rozwiązania obecnej sytuacji, widzimy rosnące prawdopodobieństwo dalszej przeceny globalnej premii za ryzyko. Jeszcze bardziej kluczowe będą działania banków centralnych. Ich priorytety mogą się zmienić w przypadku szerszych konsekwencji dla perspektyw wzrostu gospodarczego.

**Reakcja rynku: Zmaterializował się najgorszy scenariusz pełnego ataku na Ukrainę. Rosyjskie aktywa są wyprzedawane, zaś globalne aktywa wyższego ryzyka znajdują się pod silną presją.**

Najgorszy scenariusz, czyli atak Rosji na Ukrainę w celu demilitaryzacji tego kraju, stał się rzeczywistością. Prawdopodobieństwo eskalacji wyraźnie rosło w ostatnich dniach, co tłumaczy, **dlatego w ostatnim czasie zwiększyliśmy nacisk na zabezpieczenia i zachowując ostrożność, jeszcze bardziej odchodziliśmy od rosyjskich aktywów.**

Światowe rynki nie brały jednak pod uwagę scenariusza wojennego i obecnie dostosowują się do skali tego militarnego posunięcia. Potrzeba czasu, aby sytuacja się uspokoiła. W tym czasie niepewność i zmienność będą się utrzymywać wraz z możliwością gwałtownych spadków. Nie jest to czas na próbę kupowania tracących wartość aktywów, ponieważ rynek nie rozpoznał jeszcze w pełni wpływów tego geopolitycznego wstrząsu.

Jak na razie znaczący ruch w kierunku ograniczenia ryzyka wynika z gwałtownego spadku kursów rosyjskich aktywów, co zmusiło rosyjską giełdę do wstrzymania obrotów. Rosyjski indeks akcji Moex spadł o 50% w stosunku do październikowych maksimów, a rubel osłabił się jeszcze bardziej w stosunku do dolara do poziomu 86.

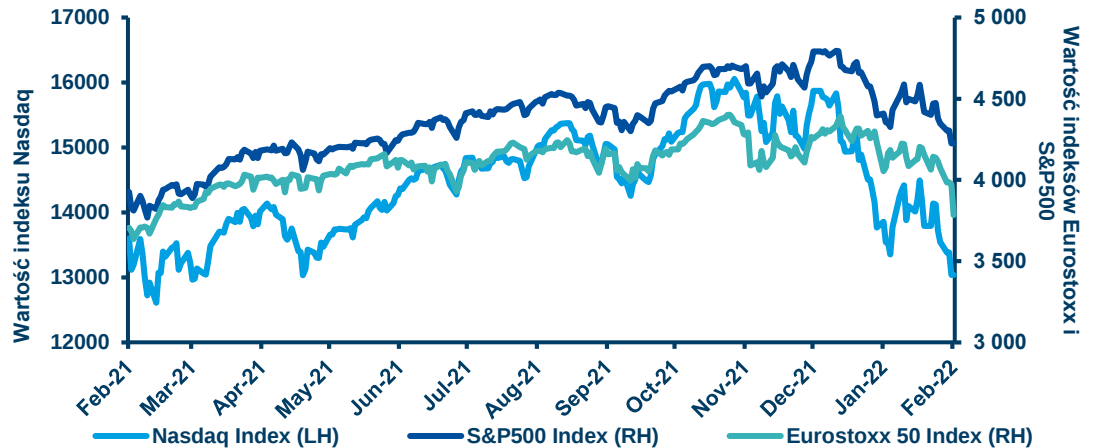
**Jeśli chodzi o rynki światowe, obserwujemy wysoki popyt na ochronę przy rosnących kosztach ubezpieczenia kredytu i ucieczce do bezpiecznych aktywów, w szczególności do złota,** którego cena w momencie powstania tego tekstu przekroczyła poziom 1 940 USD za uncję. Dolar amerykański, frank szwajcarski i jen japoński również funkcjonują w warunkach

**„Banki centralne będą musiały radzić sobie z wyższą inflacją w okresie rosnącego ryzyka związanego z perspektywami wzrostu gospodarczego. Ryzyko popełnienia błędów w polityce narasta”**

silnego popytu na bezpieczne aktywa. Jeśli chodzi o amerykańskie obligacje skarbowe, uważane za bezpieczne aktywa, to reakcja była jak dotąd ograniczona – ich rentowność spadła poniżej 1,9%, ponieważ oczekiwania co do jastrzębiego podejścia Fedu w obliczu wysokiej inflacji ograniczają spadek rentowności. Również rentowność niemieckich bundów spada, powracając do poziomu zerowego.

**Zmienność znacznie wzrosła: wskaźnik VIX wzrósł dziś rano do 36, a światowe rynki akcji spadały, choć nie obserwujemy jeszcze gwałtownej wyprzedaży.** Rynki azjatyckie zamknęły się na minusie (Nikkei -1,8%; Hang Seng -3,20%), a rynki europejskie i amerykańskie w momencie powstania tego tekstu odnotowują spadki.

**Indeksy S&P500 i Eurostoxx 50 w korekcie (ok. -14% od maksimów), Nasdaq zbliża się do poziomu dekonjunktury (-20% od szczytu)**



Źródło: Amundi Institute wg danych Bloomberg. Dane na dzień 24 lutego 2022 r.

**W naszej ocenie jest to dopiero pierwszy etap korekty w procesie, który może trwać przez kolejne tygodnie w zależności od rozwoju sytuacji.** Rynki będą analizować sytuację, w szczególności w odniesieniu do następujących czynników:

- **Sankcje i ich implikacje.** Spodziewamy się, że Europa i USA wprowadzą znacznie ostrzejsze sankcje, które ograniczą możliwość obrotu rosyjskimi aktywami, a tym samym potencjalnie spowodują dalsze zakłócenia na tych rynkach. Nie spodziewamy się większych działań odwetowych związanych z energetyką, ponieważ nie leży to w interesie ani Rosji, ani Europy.
- **Ceny ropy naftowej i dynamika cen surowców są kluczowymi zmiennymi, które należy obserwować.** Ceny ropy po raz pierwszy od 2014 r. skoczyły powyżej 100 USD za baryłkę. Będziemy świadkami intensyfikacji negocjacji w celu zapewnienia wystarczającej podaży, aby uniknąć szoku naftowego wraz z możliwością otwarcia rezerw przez Iran i Arabię Saudyjską. Wzrost cen ropy jest głównym źródłem ryzyka inflacyjnego w okresie już i tak rozgrzanej globalnej inflacji. Ponadto Rosja jest światowym producentem innych surowców (pallad, platyna i pszenica, której Ukraina jest również czołowym producentem), których ceny też gwałtownie rosły, co zwiększa presję inflacyjną.
- **Rosnące prawdopodobieństwo scenariusza stagflacyjnego, w szczególności w Europie.** Europa jest wyraźnie bardziej narażona na to geopolityczne starcie. Zwiększa to ryzyko stagflacji w czasie, gdy EBC jest chyba skłonny, by dalej ograniczać program luzowania ilościowego. Silna zależność produkcji energii elektrycznej od gazu ziemnego z Rosji może stanowić poważne ryzyko pod względem dalszego spadku siły nabywczej konsumentów i wyższych kosztów produkcji dla przedsiębiorstw. Jeśli chodzi o ekspozycję sektorową, to najbardziej kluczowe dostawy z Rosji do Europy dotyczą podstawowych metali, produktów chemicznych i podstawowych produktów przemysłowych, zaś w obecnym otoczeniu, w którym nadal występują wąskie gardła w dostawach, wysokie ceny surowców i ogólnie podwyższone koszty czynników produkcji, sytuacja ta może stanowić obciążenie dla gospodarki UE w kilku sektorach, zwłaszcza tych, w których

zużycie energii jest wysokie. Presja inflacyjna nasili się automatycznie wraz z wyższymi cenami surowców, zwiększając ryzyko stagflacji i rzucając wyzwanie dla działań EBC. Potrzeba dywersyfikacji dostaw energii i uzyskania autonomii w strategicznych sektorach ma obecnie kluczowe znaczenie w europejskiej polityce, podobnie jak konieczność zwiększenia wspólnych wydatków wojskowych na obronę.

- **Weryfikacja polityki banków centralnych.** Bezpośrednim efektem eskalacji kryzysu rosyjsko-ukraińskiego jest wzrost cen energii, co zwiększa presję inflacyjną. Jednak pogorszenie scenariusza gospodarczego będzie utrudniało odważniejsze działania.
- **Globalna równowaga geopolityczna zostanie przeprojektowana, podobnie jak rola NATO.**

**Założenia inwestycyjne.** Podczas gdy rynki dostosowują się do wstrząsu i oceniają jego skutki dla inflacji i wzrostu, spodziewamy się dalszej wysokiej zmienności. Jest to czas na utrzymywanie zabezpieczeń i zachowanie ostrożności, ale jednocześnie nie należy przesadzać z reakcją na gwałtowne zmiany, których prawdopodobnie doświadczymy. Na poziomie ogólnej alokacji jest to czas, aby utrzymać zabezpieczenia, choć z pewnymi taktycznymi zmianami. Ochrona obecnie działa, a w miarę zmian na rynku będziemy musieli dostosować się do ewentualnie jeszcze większych spadków. Zawyżenie kosztów ochrony (na przykład na rynku kredytowym) może również stwarzać okazję do pewnych taktycznych korekt. Niemniej jednak nie jest to czas, by lekceważyć możliwą eskalację i rezygnować z zabezpieczeń. **Ogólnie rzecz biorąc, nadal zachowujemy ostrożność.**

- **W segmencie rynków wschodzących przyjęliśmy jeszcze bardziej ostrożne podejście w stosunku do Rosji i Ukrainy oraz rubla,** w związku z ryzykiem sankcji zakłócających płynność na rynku. Kluczowym przedmiotem obserwacji jest to, czy dostawcy indeksów – MSCI i JPMorgan – zdecydują się na usunięcie rosyjskich aktywów z indeksów, co wymusi dalszą likwidację pozycji.
- **W przypadku globalnych obligacji o stałym dochodzie i obligacji z rynków wschodzących, taktycznie przyjęliśmy bardziej konstruktywne podejście w odniesieniu do duracji** (w ramach i tak już krótkiej duracji), ponieważ działają one jako bezpieczna przystań i pomagają zabezpieczyć ekspozycję na aktywa ryzykowne. W ostatnich kilku dniach wprowadziliśmy również ochronę instrumentów kredytowych w postaci CDS-ów.
- W przypadku akcji, monitorujemy ekspozycję na Rosję w odniesieniu do pojedynczych akcji i stale koncentrujemy się na kwestii inflacji jako głównym czynnikiem.
- **Nadal uważnie monitorujemy płynność we wszystkich obszarach.** Warunki dla płynności na rynku wydają się jak dotąd stabilne z niewielkimi tylko spadkami na niektórych rynkach wschodzących i instrumentach kredytowych (z wyjątkiem aktywów rosyjskich, gdzie płynność zanika).

#### Patrząc w przyszłość:

##### Obserwuj dalszy rozwój sytuacji i spodziewaj się konieczności dalszych korekt.

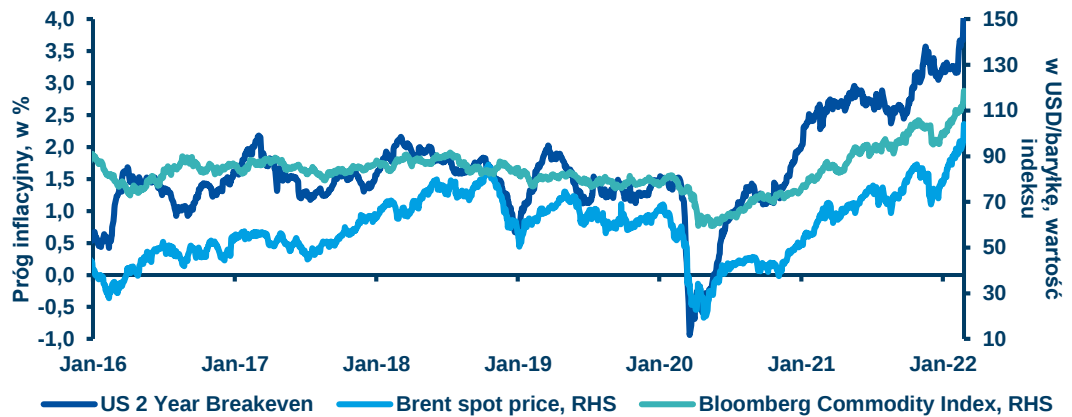
Trudno jest oczekiwać szybkiego rozwiązania obecnej sytuacji. Szok pogłębia sytuację inflacyjną i szkodzi perspektywom wzrostu gospodarczego, w szczególności w Europie. Na rynkach akcji utrzyma się wysoka zmienność, ponieważ ze względu na wysoką płynność akcji będą one pierwszą ofiarą w przypadku szybkiej korekty ryzyka.

Jeszcze bardziej kluczowe będą działania banków centralnych. Ich priorytety mogą się zmienić w przypadku szerszych konsekwencji dla perspektyw wzrostu gospodarczego.

*“Bufor dla bardziej ryzykownych aktywów stanowić mogą pozycje w duracji, złocie i bezpiecznych walutach”*

*„Wzmacnia się znaczenie inflacji i dodatkowo zwiększa konieczność spojrzenia na budowę portfela przez pryzmat inflacji”*

#### Wzrost oczekiwań inflacyjnych w obliczu rosnących cen ropy i surowców



Źródło: Amundi Institute wg danych Bloomberg. Dane na 23 lutego 2022 r.

Kluczowym pytaniem jest obecnie to, jak szerokie będzie dostosowanie premii za ryzyko poza aktywami rosyjskimi. Spodziewamy się dalszych korekt, przynajmniej w związku z faktem, że prawdopodobieństwo stagflacji znacznie wzrosło, w szczególności w Europie, która jest najbardziej narażonym rynkiem. Inwestorzy będą musieli poradzić sobie z wyzwaniem dla budowania alokacji, mając na uwadze dwa scenariusze, które mogą się zrealizować. Jeden z nich jest bardziej pozytywny – inflacja dalej rośnie, a wzrost gospodarczy pozostaje prężny przy braku poważnych zakłóceń spowodowanych konfliktem i dzięki wciąż pozytywnemu impulsowi wynikającemu z ożywienia gospodarczego po pandemii. Drugi scenariusz jest bardziej negatywny, z szokiem dla wzrostu i inflacji. **Wszystko to wskazuje na konieczność utrzymywania pozycji w oczekiwaniu na korzystny obrót wydarzeń (głównie poprzez ekspozycję na akcje) z jednoczesnym przygotowaniem się na najgorsze (dostosowanie zabezpieczeń na wypadek jeszcze bardziej niekorzystnego rozwoju sytuacji).** W każdym razie wzmacnia to znaczenie inflacji i dodatkowo zwiększa konieczność spojrzenia na budowę portfela przez pryzmat inflacji.

## AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS

Dział Investment Insights wchodzący w skład Amundi Institute 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](http://www.amundi.com)



### Definicje

- **Próg inflacyjny:** Różnica pomiędzy nominalnym zyskiem z inwestycji o stałym oprocentowaniu a rzeczywistym zyskiem z inwestycji powiązanej z inflacją o podobnym terminie zapadalności i ratingu kredytowym.
- **Swap ryzyka kredytowego (Credit Default Swap, CDS)** to umowa swapu finansowego, zgodnie z którą sprzedający CDS zobowiązuje się wypłacić kupującemu rekompensatę w przypadku braku spłaty kredytu lub wystąpienia innego zdarzenia kredytowego.
- **Spread kredytowy:** Różnica pomiędzy zyskiem z obligacji kredytowej a zyskiem z obligacji skarbowej. Spread skorygowany o opcje jest miarą spreadu skorygowaną w celu uwzględnienia możliwych wbudowanych opcji.
- **Dywidenda:** Kwota pieniężna wypłacana regularnie (zazwyczaj co roku) przez spółkę swoim udziałowcom z zysków spółki (lub kapitałów rezerwowych).
- **Rynki walutowe** to rynki, na których uczestnicy mogą kupować i sprzedawać waluty.
- **Obligacja wysokodochodowa** to obligacja o wysokim oprocentowaniu i niskim ratingu kredytowym ze względu na wysokie ryzyko niewykonania zobowiązania przez emitenta.
- **System płatniczy SWIFT:** The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (Stowarzyszenie na rzecz Światowej Międzybankowej Telekomunikacji Finansowej) służy jako pośrednik i wykonawca transakcji finansowych pomiędzy bankami na całym świecie.

### Ważne informacje prawne

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 **24 lutego 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: **24 lutego 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](http://www.amundi.com).

### Redakcja

**Pascal BLANQUÉ**

*Prezes Amundi Institute*

**Vincent MORTIER**

*Dyrektor Inwestycyjny Grupy*