

Nr 12
grudzień
2022

CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Rajd ulgi, nadmierny optymizm przesadzony

INSTYTUT AMUNDI

Defensywna alokacja aktywów zostaje przedłużona na rok 2023, ze stopniowym wzrostem ekspozycji na ryzyko w dalszej części roku

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 12 - grudzień 2022

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Rajd ulgi, nadmierny optymizm przesadzony s.3

Uważamy, że w najbliższym czasie Fed utrzyma restrykcyjny charakter stóp procentowych. W połączeniu z obawami dotyczącymi wyników finansowych przedsiębiorstw skłania nas to do zachowania ostrożności w odniesieniu do aktywów ryzykownych, choć korzystamy też z wybranych okazji związanych z amerykańskimi akcjami, firmami o silnych bilansach, a także spółkami wysokiej jakości, akcjami z segmentu „wartości” oraz spółkami dywidendowymi. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, atrakcyjne wydają się niektóre papiery klasy inwestycyjnej ze Stanów Zjednoczonych oraz dług z rynków wschodzących. Inwestorzy powinni jednak uwzględnić w portfelach zabezpieczenie w postaci obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, do których jesteśmy obecnie bardziej pozytywnie nastawieni. Podejście to powinno zostać uzupełnione ogólną należytą dywersyfikacją obejmującą surowce.

Instytut Amundi

Inflacja w Stanach Zjednoczonych: zwalnia, ale pozostaje znacznie powyżej poziomów komfortu Fedu s.4

Chociaż inflacja w Stanach Zjednoczonych spowalnia, Fed prawdopodobnie utrzyma swoje założenia dotyczące stóp „wyższych na dłużej” w odniesieniu do polityki pieniężnej.

Portfele zróżnicowane

Utrzymujcie należytą dywersyfikację i analizujcie wartość względną s. 5

W warunkach ograniczonej widoczności przyszłego rozwoju sytuacji utrzymujemy należytą dywersyfikację i potwierdzamy nasze pozytywne nastawienie do duracji, w połączeniu z pewnymi korektami taktycznymi.

Instrumenty stałodochodowe

Rozgrywajcie motywy „powrotu obligacji” w oparciu o jakość s. 6

Uważamy, że zamiast jednorazowego spowolnienia inflacji, przed ewentualną zmianą kursu Fed prawdopodobnie uwzględni trend inflacyjny, sytuację na rynkach pracy oraz ogólne środowisko konsumpcyjne.

Akcje

Zróżnicowany kontekst może stwarzać okazje s. 7

Zwrócenie uwagi na spółki o niższej kapitalizacji może pomóc w odkryciu firm, których wyceny i potencjalne zyski są atrakcyjne, choć utrzymujemy wysoce selektywne podejście.

Temat miesiąca

Defensywna alokacja aktywów rozciąga się na rok 2023, ze stopniowym wzrostem ekspozycji na ryzyko w dalszej części roku s. 8

Tło gospodarcze przewidywane na najbliższe 12 miesięcy sugeruje, że trwająca korekta będzie kontynuowana w pierwszym półroczu 2023 r., charakteryzując się recesją zysków i wciąż podwyższoną (choć umiarkowaną) inflacją. W drugim półroczu znaczenie niektórych z tych czynników powinno zmaleć (wraz z niższą presją cenową i wstrzymaniem działań przez Fed), co będzie sprzyjać stopniowemu przechodzeniu od obecnego nastawienia defensywnego (z nastawieniem na złoto, obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej i, marginalnie, obligacje skarbowe) do zwiększonej ekspozycji na ryzyko (głównie poprzez akcje z rynków rozwiniętych i wysokiej jakości obligacje korporacyjne).

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 10
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 11
> Portfele wieloaktywowe - stan obecny: Wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	s. 12
> Wnioski z analiz globalnych	s. 13
> Klasy aktywów - poglądy Amundi	s. 15

Perspektywa makroekonomiczna

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

POGLĄDY CIO

Rajd ulgi, nadmierny
 optymizm przesadzony

Vincent MORTIER,
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO,
Zastępca szefa grupy ds.
inwestycji

Ogólne nastroje
związane z ryzykiem

Pomimo hossy należy zachować ostrożność w odniesieniu do aktywów ryzykownych i utrzymywać należytą dywersyfikację, nie zmieniając długoterminowego profilu ryzyka.

Zmiany w stosunku do
poprzedniego miesiąca

- Umiarkowanie pozytywne nastawienie do obligacji skarbowych.
- Zmniejszenie ostrożnego nastawienia do akcji europejskich.
- Zwiększona dywersyfikacja i zabezpieczenie przed inflacją poprzez złoto, CHF i JPY.

Ogólne nastawienie do ryzyka to jakościowy pogląd na aktywa ryzykowne (obligacje korporacyjne, akcje, surowce) wyrażany przez różne platformy inwestycyjne i omawiany na forum globalnego komitetu inwestycyjnego. Nasze stanowisko może zostać skorygowane w celu odzwierciedlenia wszelkich zmian w otoczeniu rynkowym i gospodarczym.

Rynki odetchnęły z ulgą w roku, który zasadniczo zostanie prawdopodobnie zapamiętany jako jeden z najtrudniejszych dla inwestorów. Negatywny trend uległ jednak pewnemu odwróceniu dzięki zyskom na S&P 500 i wybranych indeksach obligacji skarbowych. Ten ostatni ruch rynku został wsparty przez zbieg zróżnicowanych okoliczności: **(1) inflacja w Stanach Zjednoczonych na ścieżce spadkowej**, w przypadku której uważamy, że hossa i optymizm inwestorów są przesadzone, ponieważ Fed pozostanie skoncentrowany na celu inflacyjnym i jest zbyt wcześnie, aby ogłosić zwycięstwo w tym obszarze; **(2) sezon publikacji wyników finansowych**, który okazał się zły, ale nie tak zły, jak się obawiano; **(3) rozluźnienie polityki w zakresie Covid w Chinach**, które nastąpiło wcześniej niż oczekiwano, choć pełne ponowne otwarcie nastąpi w 2024 r.; a ponadto **(4) niepewność geopolityczna**, w odniesieniu do której **po wyborach nastąpiła pewna pauza** — w Stanach Zjednoczonych wybory parlamentarne w połowie kadencji prezydenta nie przyniosły większych niespodzianek i zostały szybko przetrawione przez rynek, który dobrze zareagował na nowy podział wpływów politycznych, sprzyjający powstrzymaniu zapędów o charakterze populistycznym. Na arenie międzynarodowej możemy spodziewać się wzrostu napięcia na froncie Stany Zjednoczone/Chiny. W Wielkiej Brytanii nowy premier zmienia nastawienie w polityce fiskalnej, skupiając się teraz na podwyżkach podatków i cięciach wydatków.

Taki rozwój wydarzeń skłania nas do zachowania ogólnej ostrożności w perspektywie 2023 roku, ale też do taktycznego wykorzystywania niektórych okazji krótkoterminowych w ramach ogólnie należytego zdywersyfikowanego podejścia. Jeśli chodzi o szczegóły:

- **Z perspektywy klas aktywów** w ostatnich tygodniach przesunęliśmy się w kierunku neutralnego podejścia do akcji. W szczególności ograniczyliśmy nasze negatywne nastawienie do akcji europejskich, zachowując jednocześnie ogólną ostrożność i stosując zabezpieczenia. Zrównoważyliśmy ten ruch, zwiększając skalę dywersyfikacji, uwzględniając pozytywne nastawienie do ropy i złota oraz nieznacznie zwiększając pozytywne nastawienie do duracji obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych. Pozostajemy gotowi do zmiany tego stanowiska, ponieważ uznajemy, że perspektywy gospodarcze są wysoce niepewne.
- **Motywowi „powrotu obligacji”** sprzyjał łagodny odczyt inflacji, który doprowadził do jednego z najsłabszych jednodniowych rajdów w historii obligacji skarbowych. Kluczem pozostaje jednak aktywne podejście do duracji. Rynki interpretują wszelkie oznaki niższego niż oczekiwano wzrostu cen jako szansę na przyjęcie gołębiego stanowiska przez Fed, który zamiast tego prawdopodobnie poczeka, aż inflacja utrzyma się poniżej oczekiwań przez jakiś czas, zanim podejmie decyzję. W związku z tym pozostajemy bardzo aktywni w kwestii duracji, przy czym obecnie pozytywnie patrzymy na obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych i uważnie przyglądamy się odczytom inflacji oraz wzrostu gospodarczego. Inflacja w Stanach Zjednoczonych odbiła się również na rentownościach głównych obligacji europejskich, w przypadku których utrzymujemy pogląd bliski neutralnemu, szukając okazji na wszystkich krzywych.
- **Motyw „powrotu obligacji” rozgrywany jest również na rynku obligacji korporacyjnych**, przy czym w centrum uwagi pozostaje jakość. Od połowy października spready obligacji korporacyjnych spadają w Stanach Zjednoczonych i w Europie, przy czym na Starym Kontynencie spadki mają większą skalę. Pozostajemy jednak ostrożni wobec ryzykownego i charakteryzującego się niską jakością długu spółek, które wykazują tendencję do zwiększania poziomu zadłużenia. Chociaż na tym etapie poziom niewypłacalności przedsiębiorstw jest stabilny, a silne fundamenty spółek przyczyniają się do poprawy ratingów kredytowych, należy pamiętać, że ratingi i niewypłacalności pozostają w tyle za cyklami gospodarczymi. W rezultacie nie widzimy przekonujących powodów do zwiększania ryzyka. Już teraz poziom gotówki w przedsiębiorstwach, choć wciąż solidny, spada, a dotyczy to zwłaszcza emitentów o niskim ratingu, którzy mieliby trudności z pozyskaniem kapitału w okresie, gdy najbardziej go potrzebują. W związku z tym, zanim zmienimy nasze nastawienie, będziemy obserwować potrzeby spółek w zakresie refinansowania, ich zdolność do zaspokojenia potrzeb kapitałowych we własnym zakresie oraz postawę banków centralnych. Na poziomie regionalnym nadal preferujemy jednak Stany Zjednoczone w stosunku do Europy.
- **Nasze nastawienie do długu rynków wschodzących denominowanego w walutach lokalnych** pozostaje nieco ostrożne, **ale dostrzegamy wartość w długu wybranych krajów denominowanym w twardej walucie**. Uważamy, że okazja do zwiększenia ryzyka związanego z długiem z rynków wschodzących jeszcze nie nadeszła, ponieważ gołębi pivot Fedu — czynnik kluczowy dla perspektyw długu z rynków wschodzących — wciąż wydaje się nieuchwytny. Tak czy inaczej, początek 2023 roku może zapewnić pewne punkty wejścia. Jeśli chodzi o Chiny, spodziewamy się stopniowego ponownego otwarcia w 2023 r. — jego tempo będzie miało wpływ na wzrost gospodarczy. W przypadku Ameryki Łacińskiej z ostrożnym optymizmem podchodzimy do Brazylii, która w tym roku dobrze radziła sobie na tle pozostałych rynków wschodzących. Uważnie śledzimy jednak, jak polityka Luli wpływa na sytuację finansową kraju.

W przypadku akcji staramy się taktycznie identyfikować okazje, jednocześnie koncentrując się na selekcji oddolnej. Obecny ruch postrzegamy jako hossę na „rynku niedźwiedzia”. Aby uznać go za cykliczne minimum rynku akcji, musielibyśmy zaobserwować poprawę wyników finansowych spółek i gołębi wydzwięk komunikatów Fedu — nie znajdujemy się jednak jeszcze na tym etapie. Naszym zdaniem oczekiwania dotyczące przyszlórocznych zysków w Stanach Zjednoczonych są nadal wysokie, biorąc pod uwagę podwójny wpływ spowolnienia wzrostu gospodarczego i wciąż umacniającego się dolara. W Europie sytuacja jest równie niejednoznaczna — choć pojawiają się pewne pozytywne sygnały, musimy zobaczyć pewien postęp w zakresie marż przedsiębiorstw i konsumpcji, zanim uznamy, że wyszliśmy na prostą. W związku z tym zachowujemy czujność w odniesieniu do Europy i Stanów Zjednoczonych, analizując okazje związane z segmentem „wartości”, spółkami o wysokiej jakości, spółkami dywidendowymi oraz spółkami o małej kapitalizacji, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. Chińskie akcje są obecnie bardzo zmienne — mimo atrakcyjnych wycen ich dalsze losy zależą w dużej mierze od napływu wiadomości dotyczących polityki „zero Covid” i ponownego otwarcia gospodarki. Utrzymujemy więc neutralne stanowisko i pozostajemy gotowi do ponownego wejścia, gdy fundamenty zysków i wzrost gospodarczy będą łatwiejsze do oceny.



INSTYTUT AMUNDI

Inflacja w Stanach Zjednoczonych: spowalnia, ale jest znacznie powyżej poziomu komfortu Fedu



Monica DEFEND,
Szef Instytutu Amundi



Annalisa USARDI, CFA
Starszy ekonomista,
Instytut Amundi

Perspektywy inflacji w Stanach Zjednoczonych pozostają na obecnym etapie kluczowym czynnikiem kształtującym nastroje rynkowe. Niższy niż oczekiwano odczyt wskaźnika CPI w Stanach Zjednoczonych w październiku, oznaczający wzrost cen o 7,7% w ciągu roku (najniższy odczyt rok do roku od lutego 2022 r.) zdawał się potwierdzać, że szczyt jest prawdopodobnie za nami, co wywołało silną reakcję rynku. Rynek odebrał to jako możliwy wyzwalacz oczekiwanego złagodzenia polityki pieniężnej przez Fed („pivotu”), który pozostaje głównym warunkiem zakończenia rynku niedźwiedzia. Naszym zdaniem jednak nie znajdujemy się jeszcze na tym etapie.

W ujęciu miesiąc do miesiąca główny odczyt CPI okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami (0,44% wobec prognoz na poziomie 0,48%). Inflacja bazowa była jednak niższa od naszych oczekiwań (0,3% wobec naszych prognoz na poziomie 0,49%). Przeszacowanie inflacji bazowej wynikało z następujących komponentów:

- **Usługi podstawowe:** niższy od oczekiwań wzrost cen usług podstawowych związany był z istotnym spadkiem inflacji usług medycznych, ale miesięczne zmiany pozostałych składowych nie wykazały istotnych spadków. Wyhamowanie wynikało w szczególności z jednorazowego spadku kosztów usług medycznych, który dotyczył kosztów ubezpieczenia zdrowotnego i może się nie powtórzyć.
- **Dobra podstawowe:** wyższy niż oczekiwano spadek inflacji cen dóbr podstawowych napędzany był przez odzież, wyposażenie gospodarstw domowych i materiały eksploatacyjne, a także spadek cen używanych samochodów. Dynamika wzrostu cen dóbr podstawowych wyhamowuje i zmierza w dobrym kierunku, choć powrót do trendów sprzed kryzysu nadal będzie wymagał pewnych postępów. W tym przypadku istotne jest obserwowanie dynamiki zmian cen odzieży i samochodów używanych.

Co to oznacza dla perspektyw inflacyjnych?

W ciągu najbliższych kilku miesięcy spodziewamy się stałej dynamiki inflacji bazowej, natomiast dynamika głównego wskaźnika inflacji powinna słabnąć ze względu na spadek cen benzyny.

- **Główny wskaźnik inflacji:** potwierdzamy, że główny wskaźnik inflacji w Stanach Zjednoczonych osiągnął szczyt, a w przyszłości, zgodnie z naszym głównym scenariuszem dla ropy i pozostałych surowców, powinno nastąpić widoczne spowolnienie w ujęciu rok do roku (np. poziom oczekiwany na IV 2022 r. to 7,6%).
- **Inflacja bazowa:** spadki inflacji bazowej mogą być wolniejsze niż w przypadku głównego wskaźnika inflacji (inflacja bazowa jest stabilniejsza), biorąc pod uwagę, że dynamika inflacji usług pomimo spowolnienia pozostaje dość wysoka.
- **Czynniki ryzyka:** będziemy nadal monitorować spowolnienie wzrostu cen dóbr podstawowych, które w części kategorii zaczęło materializować się w sposób szybszy niż oczekiwano, prowadząc do szerokiego złagodzenia dynamiki dóbr podstawowych i inflacji.

Jak zareagowałby Fed?

Uważamy, że istnieje presja wzrostowa na końcową wysokość stóp procentowych, biorąc pod uwagę solidne rynki pracy i determinację Fedu w walce z inflacją. Fed dostrzega lepszy stosunek ryzyka do korzyści w nadmiernym zaostrzeniu polityki pieniężnej, tak by inflacja jak najszybciej znalazła się pod kontrolą — później z kolei, jeśli będzie to konieczne, bank centralny może szukać wsparcia dla aktywności gospodarczej za pomocą licznych narzędzi, którymi dysponuje.

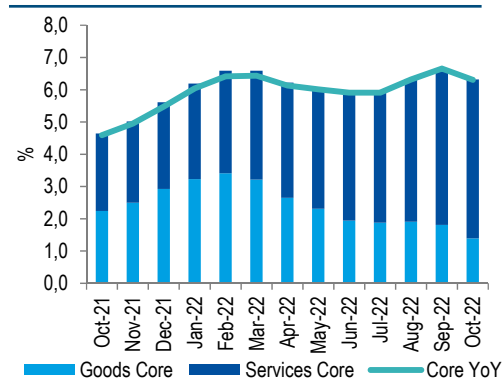
Co ważne, Fed reaguje na dane o inflacji i nie próbuje budować narracji po tym, jak jego ostatni pogląd o jej „przejściowym” charakterze nie przetrwał próby czasu. Zamiast tego skupia się obecnie na tym, jak wysoko podnieść stopy procentowe i jak długo utrzymać je na restrykcyjnym poziomie.

Jakie wyglądają konsekwencje dla inwestycji?

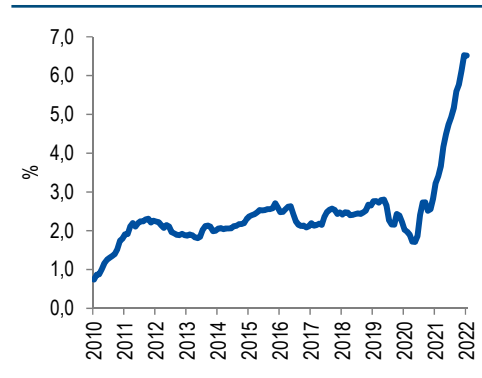
Utrzymująca się inflacja — mimo że jej tempo spada — podkreśla potrzebę utrzymania dywersyfikacji wykraczającej poza tradycyjne klasy aktywów typu akcje/obligacje, obejmując między innymi surowce i inne aktywa realne. Umożliwiłoby to inwestorom skupienie się na stopach zwrotu skorygowanych o inflację, a jednocześnie uwzględnienie ochrony portfela poprzez złoto i obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych. Biorąc jednak pod uwagę, że presja na rentowność występuje z obu stron (spowolnienie wzrostu gospodarczego i wysoka inflacja), kluczowe jest utrzymanie ogólnie aktywnego stanowiska.

Chociaż inflacja w Stanach Zjednoczonych spowalnia, Fed prawdopodobnie utrzyma swoje założenia dotyczące stóp „wyższych na dłużej” w odniesieniu do polityki pieniężnej.

1/Inflacja bazowa CPI



2/„Lepka” inflacja Fedu z Atlanty



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 22 November 2022. Year-on-year comparison of monthly data points.

PORTFELE
ZRÓŻNICOWANE

Utrzymujcie należytą dywersyfikację i analizujcie wartość względną



Francesco SANDRINI,
SzeF ds. strategii portfeli zróżnicowanych



John O'TOOLE,
SzeF ds. wieloaktywowych rozwiązań inwestycyjnych

W warunkach ograniczonej widoczności przyszłego rozwoju sytuacji utrzymujemy należytą dywersyfikację i potwierdzamy nasze pozytywne nastawienie do duracji, w połączeniu z pewnymi korektami taktycznymi.

Recesja zysków, zacieśniające politykę monetarną banki centralne (z rozbieżnościami w zakresie zapowiedzi) oraz wciąż wysoka inflacja to główne źródła obaw inwestorów. Niedawne spowolnienie inflacji w Stanach Zjednoczonych było pozytywnym zjawiskiem, ale to jego trwałość zadecyduje o stanowisku Fedu, które z kolei jest dla nas kluczowym parametrem w kontekście konstruktywnego nastawienia do aktywów ryzykownych. Na razie napływ wieści z Chin, napięcia geopolityczne oraz obawy o wyniki finansowe przedsiębiorstw nie pozwalają nam zmienić naszych ostrożnych przekonań. Dostrzegamy jednak pewne okazje taktyczne związane z akcjami, głównie w oparciu o wartość względną. **Podejście to musi być uzupełnione lepszą dywersyfikacją i ochroną portfela poprzez surowce (ropa naftowa) i złoto**, do których podchodzimy konstruktywnie w celu zwiększenia zwrotów realnych i zapewnienia zabezpieczenia.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

W przypadku akcji taktycznie zmieniliśmy nasze stanowisko na neutralne, ograniczając ostrożne podejście do Europy i poszukując wartości względnej w Stanach Zjednoczonych w oparciu o preferencje dla małych spółek w stosunku do drogiej akcji wzrostowych. Pozostajemy jednak czujni, dopuszczając możliwość skorygowania tego poglądu na bardziej ostrożny w kontekście zmieniających się wyników. Spółki o małej kapitalizacji są obecnie skrajnie przecenione w stosunku do dużych firm, a ich względne wyniki zaczynają się poprawiać. Europa stoi jednak przed wyższym ryzykiem stagflacji, co pozwala nam utrzymać preferencje dla Stanów Zjednoczonych w stosunku do Europy, w odniesieniu do której nadal przyjmujemy podejście defensywne. Jeśli chodzi o rynki wschodzące, podchodzimy neutralnie do chińskich akcji, z możliwością poprawy perspektyw w 2023 roku. **W przypadku instrumentów stałodochodowych podtrzymujemy nasze konstruktywne nastawienie do duracji w Stanach Zjednoczonych.** Przy obecnie wycenianej przez rynki wyższej końcowej stopie procentowej i agresywnej ścieżce zacieśniania przez Fed, zwiększającej ryzyko „twardego lądowania” w Stanach Zjednoczonych, wyceny amerykańskich obligacji skarbowych wyglądają atrakcyjnie. Fed może zwolnić tempo podwyżek, aby ocenić efekty dotychczasowego zacieśnienia. Aktywnie monitorujemy jednak to stanowisko, aby zabezpieczyć się przed ruchami stóp zwrotu, które mogłyby okazać się niezgodne z naszymi oczekiwaniami. Ogólnie rzecz biorąc, przyglądamy się wszystkim regionom geograficznym, w tym Wielkiej Brytanii, w przypadku której oceniamy możliwości wynikające z ostatnio ogłoszonego budżetu.

Jeśli chodzi o peryferia strefy euro, skorygowaliśmy nasze nastawienie do krzywej włoskiej w związku z gołębimi zapowiedziami EBC. Utrzymujemy umiarkowanie pozytywny pogląd na spready 10-letnich włoskich obligacji skarbowych (BTP) w stosunku do ich niemieckich odpowiedników (Bundów), wspierany przez zapewnienia nowego włoskiego rządu dotyczące kontynuacji ścieżki dyscypliny fiskalnej.

Podtrzymujemy nasze umiarkowanie optymistyczne nastawienie do obligacji klasy inwestycyjnej ze Stanów Zjednoczonych. Fundamenty i bilanse przedsiębiorstw są silne, z wysoką płynnością i dobrym pokryciem odsetek oraz niskim ryzykiem refinansowania długu w najbliższym czasie. Ponadto nadal uważamy, że obligacje klasy inwestycyjnej z Unii Europejskiej powinny radzić sobie lepiej od ich wysokodochodowych odpowiedników. Te ostatnie będą bardziej narażone na skutki recesji – zwłaszcza w segmentach o niskiej jakości – jeśli wskaźniki niewypłacalności (pozostające na razie pod kontrolą) wzrosną. **Dolar pozostaje filarem naszej strategii walut rynków rozwiniętych, ale obecnie dostrzegamy pewne słabości w bilansie ryzyka i korzyści USD.** W związku z tym, pozostając pozytywnie nastawieni do „zielonego”, uważamy, że inwestorzy powinni dywersyfikować portfele w kierunku JPY i CHF, utrzymując jednak ostrożność w stosunku do EUR. Ze względu na słabnącą gospodarkę Wielkiej Brytanii utrzymujemy obecnie nastawienie defensywne do GBP względem USD i CHF. Z drugiej strony, utrzymujemy dotychczasowe nastawienie do USD/EUR i NOK/CAD, ponieważ gospodarki cykliczne i ich waluty w najbliższym czasie powinny pozostać pod presją. W przypadku rynków wschodzących nie jesteśmy już pozytywnie nastawieni do IDR/CNH, ponieważ niejasności związane z ponownym otwarciem po lockdownach w Chinach mogą wywołać zmienność. Jeśli chodzi o Amerykę Łacińską, utrzymujemy konstruktywne podejście do pary BRL/USD. Rynki dyskontują dużą niepewność związaną z nowym rządem Brazylii w czasie, gdy kraj ten powinien korzystać z poprawiającego się kontekstu makroekonomicznego.

Czynniki ryzyka i hedging

Hedging i dywersyfikacja to kluczowe filary naszej strategii wieloaktywowej. Obecnie jesteśmy pozytywnie nastawieni do ropy ze względu na kwestie podażowe oraz potencjalny zakaz importu rosyjskiej ropy do Unii Europejskiej. Ponadto złoto może stanowić solidną ochronę portfela, biorąc pod uwagę jego charakter „bezpiecznej przystani” oraz zabezpieczenia przed inflacją. Inwestorzy powinni ponadto utrzymać zabezpieczenia w postaci instrumentów wysokodochodowych oraz akcji ze Stanów Zjednoczonych.

Amundi Cross Asset – przekonania								
	Zmiana 1-miesięczna	---	--	-	0	+	++	+++
Akcje*	↗				■			
Obligacje korporacyjne i rynków wschodzących					■			
Duracja**	↗					■		
Ropa naftowa**	↗				■			
Złoto	↗					■		

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

FX = rynek walutowy, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, CBS = banki centralne, BTP = włoskie obligacje skarbowe

*W przypadku akcji taktycznie zmieniliśmy nastawienie na bardziej neutralne, przy czym w kontekście niepewnej sytuacji gospodarczej zachowujemy ostrożne podejście, utrzymując gotowość do ogólnego zmniejszenia zaangażowania. **Przyjęliśmy nieznacznie bardziej nastawienie, zasadniczo nie zmieniając jednak stanowiska.

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWERozgrywajcie motywy „powrotu obligacji”
w oparciu o jakość

Amaury D'ORSAY,
Szef ds. instrumentów
stałodochodowych



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Uważamy, że zamiast jednorazowego spowolnienia inflacji, przed ewentualną zmianą kursu Fed prawdopodobnie uwzględni trend inflacyjny, sytuację na rynkach pracy oraz ogólne środowisko konsumpcyjne

Stanowisko Fedu w zakresie polityki monetarnej będzie koncentrować się na konkretnych oznakach umiarkowania inflacji, w przeciwieństwie do pojedynczych, jednorazowych sygnałów. **Wymaga to wkroczenia na trajektorię zacieśnienia (nawet gdyby Fed zdecydował się na raczej powolne podwyżki stóp) i zwiększa ryzyko recesji w przyszłym roku.** W rezultacie zapowiedzi ze strony Fedu i EBC nabierają coraz większego znaczenia dla oczekiwani inflacyjnych i aktywów ryzykownych. Jeśli chodzi o ostatnią kwestię, w przypadku gdy stopy pozostaną na restrykcyjnym terytorium, a sytuacja gospodarcza ulegnie pogorszeniu, możemy zaobserwować zmienność spreadów, niezależnie od ostatniego zacieśnienia. **Inwestorzy powinni więc powstrzymać się od zwiększania ryzyka i rozgrywać okazje w odpornych segmentach klasy inwestycyjnej w Stanach Zjednoczonych oraz instrumentów wysokodochodowych na rynkach wschodzących poprzez staranną selekcję oddolną.** W związku z tym monitorujemy płynność i perspektywy niewypłacalności na rynkach obligacji korporacyjnych.

Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

Ograniczyliśmy nasze nieco ostrożne nastawienie do duracji, w przypadku której utrzymujemy pozycje defensywne w Europie (w tym w Wielkiej Brytanii) i Japonii. Jednakże biorąc pod uwagę, że EBC rezygnuje z formułowania zapowiedzi dotyczących okresów sięgających dalej niż do następnego posiedzenia, pozostajemy elastyczni w zakresie dostosowywania tego podejścia i szukamy okazji na różnych krzywych. Chiński dług nadal oferuje korzyści związane z dywersyfikacją. Jeśli chodzi o obligacje indeksowane inflacją na progę rentowności, to mimo iż utrzymujemy pozytywne podejście do tego rodzaju instrumentów ze Stanów Zjednoczonych i Europy, w przypadku Stanów Zjednoczonych nieznacznie ograniczyliśmy to nastawienie. **Spready obligacji korporacyjnych ostatnio spadły, ale inwestorzy powinni utrzymać podejście neutralne/umiarkowanie pozytywne,** ponieważ zmienność spreadów może wzrosnąć, jeśli polityka monetarna i zyski okażą się niekorzystne. Dotyczy to zwłaszcza spółek z nadmierną dźwignią finansową. Nadal preferujemy obligacje korporacyjne o wysokiej jakości (klasę inwestycyjną) i krótkim terminie zapadalności emitowane przez firmy z dużymi buforami płynnościowymi. Podoba nam się sektor motoryzacyjny, ale monitorujemy potencjalny wpływ rosnących stóp procentowych na sektor nieruchomości.

Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Choć ostatnie ruchy rynkowe wskazują na optymizm inwestorów po publikacji danych o inflacji i komunikatach

Fedu, uważamy, że nawet jeśli Fed spowolni podwyżki stóp, nie będzie to oznaczać bardziej zdecydowanego poluzowania polityki pieniężnej czy warunków finansowych. Z drugiej strony, kondycja konsumentów pogarsza się, co znajduje odzwierciedlenie w badaniach ankietowych tego sektora oraz wzroście zaległości w zakresie spłaty kart kredytowych. W związku z tym **utrzymujemy nasze neutralne/umiarkowanie konstruktywne nastawienie do duracji przy aktywnym podejściu** i pozytywnym nastawieniu do zwiększenia zaangażowania w przypadku wzrostu rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych. Inwestorzy z rynku obligacji korporacyjnych nie powinni ignorować ryzyka związanego z płynnością i refinansowaniem. Zalecamy więc utrzymanie stabilnej ekspozycji na ryzyko, z **preferencją dla wyższej jakości obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej** w stosunku do instrumentów wysokodochodowych. W ramach klasy inwestycyjnej preferujemy sektor finansowy w stosunku do pozostałych, biorąc pod uwagę względne wyceny spreadów oraz korzystne poziomy ustawowych wskaźników kapitałowych. Rynki obligacji sekurytyzacyjnych są wspierane przez wciąż dobre zarobki konsumentów, choć przyjmujemy podejście selektywne, ponieważ zmienność pozostałe wysoka, a płynność niska. Kładziemy szczególny nacisk na zabezpieczenia, aby pomóc zminimalizować ryzyko związane z papierami wartościowymi zabezpieczonymi hipoteką (MBS).

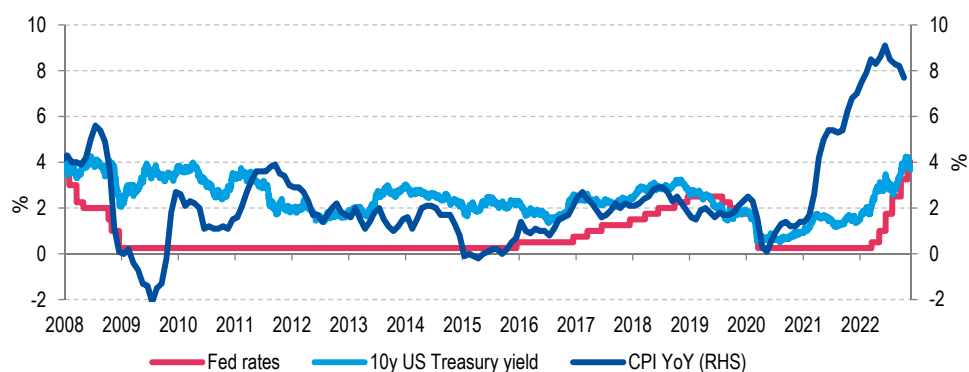
Obligacje z rynków wschodzących

Utrzymujemy umiarkowanie defensywne podejście do duracji, ale pamiętamy o potencjalnej stabilizacji stóp w Stanach Zjednoczonych. **Preferujemy obligacje denominowane w twardej walucie,** ponieważ ich spready oferują dobre okazje do carry trade, jednak w przypadku obligacji denominowanych w walutach lokalnych przyjmujemy podejście wysoce selektywne ze względu na regionalne rozbieżności w zakresie inflacji. Na poziomie krajowym atrakcyjne wydają się Indonezja i Brazylia (ze względu na trend spadkowy inflacji). Przyjmujemy również podejście konstruktywne do krajów eksportujących ropę.

Waluty

Utrzymujemy nasze poglądy strategiczne zakładające preferencje dla dolara oraz ostrożność w stosunku do EUR i GBP. W przypadku BRL dostrzegamy jednak okazje związane z rozgrywaniem ewentualnych wzrostów atrakcyjności ryzyka lub potencjalnej zmiany trendu wartości USD. Ponadto podchodzimy pozytywnie do MXN i CLP, ale ostrożnie traktujemy EUR.

Fed będzie w dalszym ciągu oceniać tendencje inflacyjne



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 15 November 2022.

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

AKCJE

Zróżnicowany kontekst
może stwarzać okazje

Kasper ELMGREEN,
Szeft ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wzrostających



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

Zwrócenie uwagi na spółki o niższej kapitalizacji może pomóc w odkryciu firm, których wyceny i potencjalne zyski są atrakcyjne, choć utrzymujemy wysoce selektywne podejście

Ocena ogólna

Rosnące stopy procentowe i spowalniający wzrost gospodarczy wywierają presję na wyniki finansowe przedsiębiorstw. Po opublikowaniu wyników za III kwartał okazało się, że zyski zasadniczo wykazują pewną odporność, ale perspektywy na 2023 rok nie wyglądają zbyt optymistycznie. Oczekujemy, że tendencja spadkowa prognoz będzie kontynuowana – sądzimy, że jest ona już uwzględniona w wycenach wielu spółek, ale poziom zróżnicowania jest wysoki, co sprzyja podejściu selektywnemu. Poza tym ograniczenia podaży, które wcześniej powodowały niedobory, obecnie przejawiają się na froncie konsumenckim. Na przykład w Wielkiej Brytanii wyższe ceny energii wywierają negatywny wpływ na wydatki uznaniowe. **Dlatego też priorytetem jest dla nas analiza fundamentalna, z preferencją dla spółek z segmentu „wartości”, charakteryzujących się wysoką jakością oraz wypłacających dywidendy.**

Akcje europejskie

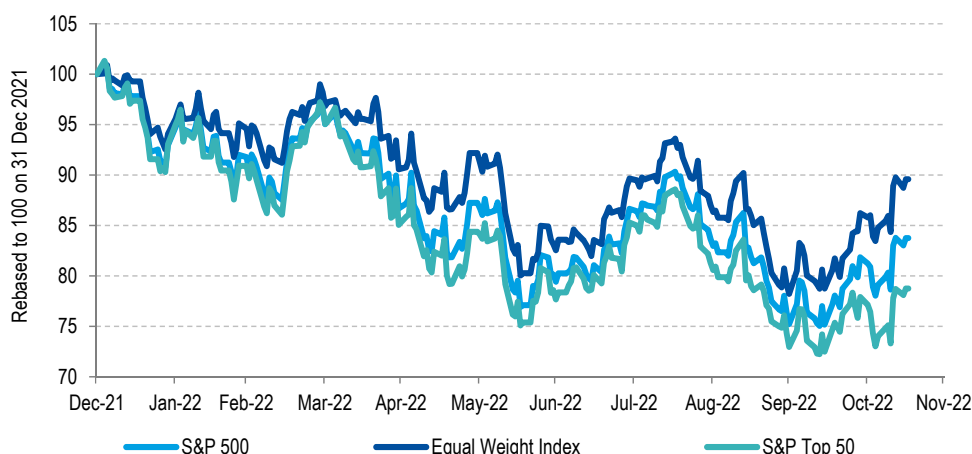
Utrzymujemy zrównoważone podejście, z jednej strony inwestując w defensywny sektor podstawowych dóbr konsumenckich, a z drugiej stawiając na wysokiej jakości spółki cykliczne. Nadal koncentrujemy się na spółkach o odpornych bilansach, dobrej pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen oraz zdolności do generowania wolnych przepływów pieniężnych. Kluczowe znaczenie będzie miała zdolność do przetrwania pogarszającej się sytuacji gospodarczej oraz trudności związanych z inflacją. W centrum uwagi znajdują się okazje związane zarówno z sektorami defensywnymi, jak i ze spółkami cyklicznymi. **Podobają nam się banki detaliczne, ponieważ w przeciwieństwie do niektórych innych spółek cyklicznych ich marże odsetkowe netto i zyski będą rosły w kontekście wyższych stóp procentowych.** Ponadto przy obecnych cenach ich oczekiwania implikowane są bardzo niskie. Stosunkowo ostrożnie podchodzimy z kolei do przedsiębiorstw użyteczności publicznej, biorąc pod uwagę ryzyko regulacyjne, a także do sektora technologicznego, ponieważ jego wyceny są nadmierne w kontekście obecnego tła makroekonomicznego. Ogólnie rzecz biorąc, pozostajemy czujni, poszukując okazji związanych z wybranymi spółkami we wszystkich sektorach.

Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Jesteśmy świadkami pewnych „pęknięć” na rynkach i rozbieżności w wycenach w poszczególnych sektorach, ponieważ indeksy o równej wadze osiągają lepsze wyniki niż ważony kapitalizacją rynkową S&P 500. **Ponadto prognozy wyników finansowych na 2023 r. są wciąż zbyt dobre, a tym samym niespójne z naszym poglądem dotyczącym spowolnienia wzrostu. Wszystko to razem tworzy ciekawe tło dla selekcji akcji.** Podchodzimy ostrożnie w szczególności do drogiej, nierentownych spółek z segmentu „wzrostu”, choć pozytywnie oceniamy spółki z segmentu „wartości”, które po korekcie zachowują potencjał do wzrostu zysków. Uzupełnieniem tego nastawienia jest podejście oparte na wycenach, które pozwala nam zachować ostrożność w stosunku do drogiej spółek defensywnych, sektora dóbr podstawowych, przedsiębiorstw użyteczności publicznej, nieruchomości oraz spółek o dużej kapitalizacji. Przyjmujemy również podejście defensywne od spółek o megawysokiej kapitalizacji. Z drugiej strony, obniżone wyceny niektórych charakteryzujących się wysoką jakością spółek cyklicznych stają się atrakcyjne. Na poziomie sektorów podobają nam się banki, ochrona zdrowia oraz niektóre spółki z sektora konsumenckiego. Banki wykazują silny potencjał zwrotów, ale pozostajemy przy selekcji oddolnej i uważamy, że ryzyko kredytowe jest ważnym wyróżnikiem w tym segmencie.

Akcje z rynków wschodzących

Wyceny spółek z rynków wschodzących są atrakcyjne, a oczekiwania dotyczące zysków rosną, ale ze względu na wysoką fragmentację tego bloku utrzymujemy podejście selektywne. Nasze główne przekonania na poziomie krajowym to Brazylia (w tym przypadku zwiększamy zaangażowanie) oraz Zjednoczone Emiraty Arabskie. Jeśli chodzi o Azję, chińska gospodarka powinna odbić się po dostosowaniu założeń polityki „zero Covid”, choć w kwestii tej potrzebna jest większa jasność. Na razie utrzymujemy podejście neutralne, a zarazem elastyczne. Na poziomie sektorowym preferujemy sektor dóbr luksusowych i nieruchomości, ale jesteśmy ostrożni w stosunku do opieki zdrowotnej i chińskich spółek finansowych.

Akcje ze Stanów Zjednoczonych: Spółki o megawysokiej kapitalizacji w gorszej kondycji, okazje stwarzają spółki o niższej kapitalizacji

Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 16 November 2022.

TEMAT MIESIĄCA

Defensywna alokacja aktywów zostaje przedłużona na rok 2023, ze stopniowym wzrostem ekspozycji na ryzyko w dalszej części roku



Lorenzo PORTELLI

Szef ds. strategii portfeli wieloaktywowych, szef działu badań Amundi Italy, Instytut Amundi



Silvia DI SILVIO

Starszy specjalista ds. strategii portfeli wieloaktywowych, Instytut Amundi

Tło gospodarcze przewidywane na najbliższe 12 miesięcy sugeruje, że trwająca korekta będzie kontynuowana w pierwszym półroczu 2023 r., charakteryzując się recesją zysków i wciąż podwyższoną (choć umiarkowaną) inflacją. W drugim półroczu znaczenie niektórych z tych czynników powinno zmaleć (wraz z niższą presją cenową i wstrzymaniem działań przez Fed), co będzie sprzycać stopniowemu przechodzeniu od obecnego nastawienia defensywnego (z nastawieniem na złoto, obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej i, marginalnie, obligacje skarbowe) do zwiększonej ekspozycji na ryzyko (głównie poprzez akcje z rynków rozwiniętych i wysokiej jakości obligacje korporacyjne).

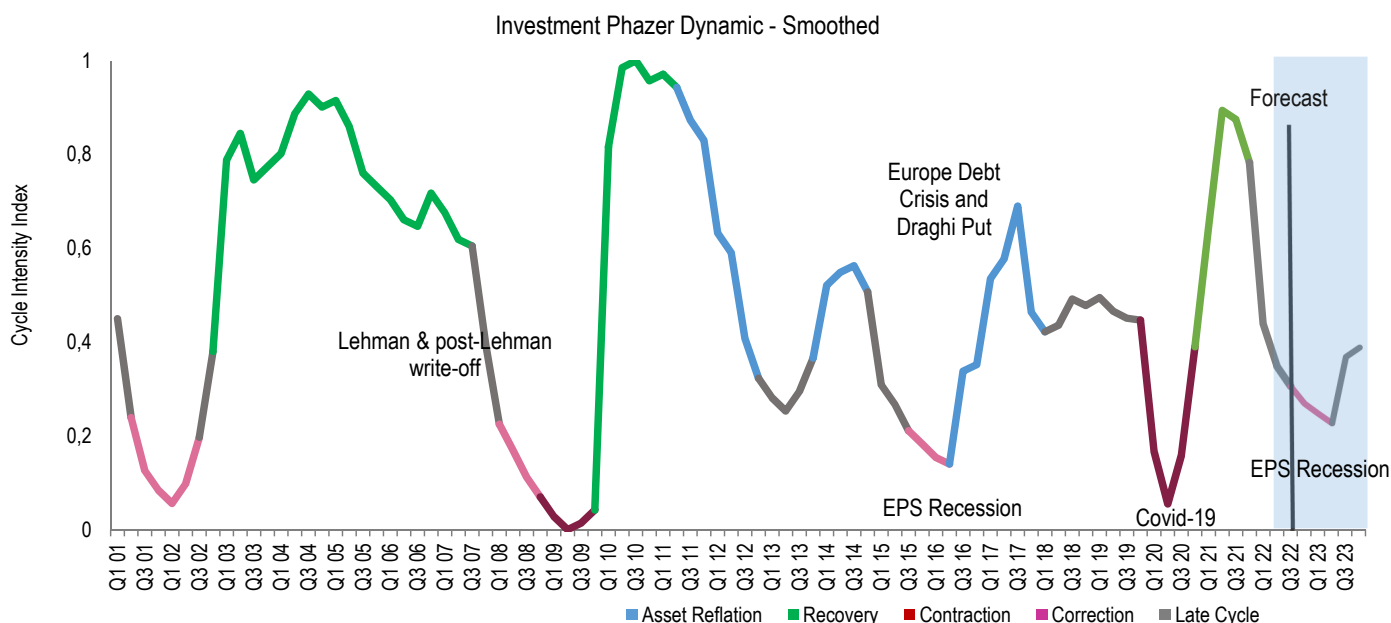
W 2023 r. cykl koniunkturalny będzie kształtowany przede wszystkim przez dwa powiązane ze sobą czynniki: znaczące **globalne spowolnienie gospodarcze**, charakteryzujące się wciąż przekraczającą cel inflacją i jej negatywnym wpływem na politykę pieniężną oraz wynikającą z tego **recesję zysków**. Oczekuje się, że wzrost gospodarczy na rynkach rozwiniętych spowolni, od gorszych od przeciętnych poziomów w Stanach Zjednoczonych po kilka kwartałów spadków w strefie euro i Wielkiej Brytanii. Kryzys związany z kosztami utrzymania spowodowany przez wyjątkowo szybkie tempo wzrostu globalnej inflacji, którego doświadczyliśmy w ciągu ostatnich 18 miesięcy, a także jego kontynuację w 2023 roku — pomimo pewnego wyhamowania — mocno uderzy zarówno w wydatki konsumpcyjne, jak i w nastroje. Banki centralne, które zmuszone były do agresywnej reakcji na skokowy wzrost cen w 2022 r., utrzymają **jastrzębie** nastawienie przynajmniej do II kw. 2023 r., nadal starając się łagodzić presję inflacyjną poprzez schładzanie popytu i zapobieganie niepożądanemu luzowaniu warunków finansowych.

Takie tło gospodarcze spowoduje recesję zysków, którą przewidujemy w I i II kwartale 2023 roku, przy czym **poziom wskaźników zysku na akcję (EPS) w Stanach Zjednoczonych skurczy się odpowiednio o 10% i 15%** w ujęciu dwunastomiesięcznym. Wyniki finansowe

i marże znajdują się pod presją, przy czym w pierwszym przypadku wyzwaniem będzie spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego spowodowane siłą dolara i słabszym nominalnym wzrostem PKB, a w drugim wzrost kosztów głównych czynników produkcji, czyli kapitału i pracy. Wzrost poniżej trendu i bardzo słabe, a nawet ujemne wyniki finansowe to główne cechy fazy korekty, które według modelu Investment Phazer Instytutu Amundi będą dominującym reżimem ekonomicznym od III kwartału 2022 roku i powinny utrzymać się przez pierwszą połowę 2023 roku.

W tym okresie wynikająca z takiego stanu rzeczy alokacja aktywów będzie opierać się na **podjęciu defensywnym**, z przeważaniem złota i obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej. Jeśli chodzi o nastawienie do obligacji skarbowych — zwykle preferowanych w na „typowym” etapie korekty — uważamy, że komponent duracji musiałby być zarządzany bardziej aktywnie niż podczas podobnych reżimów w przeszłości. W istocie, ostatnie niespodziewanie niższe odczyty inflacji w Stanach Zjednoczonych (np. CPI za październik) raczej nie skłonią Fedu do wyraźnego złagodzenia polityki monetarnej („pivot”), a jastrzębie stanowisko prawdopodobnie zostanie utrzymane się do pierwszej połowy 2023 r., co stworzy dodatkowe ryzyko i zwiększy zmienność rentowności obligacji skarbowych w pierwszym półroczu.

Reżimy w modelu Advanced Investment Phazer od 2001 r.



Source: Amundi Institute. Data as of November 2022.

TEMAT MIESIĄCA

Globalne spowolnienie gospodarcze przy wciąż podwyższonej inflacji będzie charakteryzowało większą część 2023 roku

U progu drugiej połowy 2023 r. spodziewana w tym okresie istotna korekta dynamiki inflacji będzie kluczowym czynnikiem poprawy koniunktury i **przejścia z fazy korekty do późnego etapu cyklu**. Pomimo trwającego spowolnienia gospodarczego presja cenowa powinna się zmniejszyć, choć pozostanie powyżej średnich poziomów sprzed pandemii i rocznych celów banków centralnych. W Stanach Zjednoczonych dynamika głównego wskaźnika inflacji powinna nadal słabnąć. Po osiągnięciu szczytu na poziomie 9% w II kwartale 2022 r. główny wskaźnik inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych osiągnie bardziej umiarkowane tempo przez cały rok 2023, głównie w wyniku spadku cen benzyny, stabilizując się na średnim poziomie 4,1% r/r, w porównaniu do 8,1% w 2022 r. Głównym źródłem „lepkości” cen będzie jednak **inflacja bazowa** — oczekuje się, że w 2023 r. bazowy wskaźnik PCE wyniesie średnio 3,5% r/r wobec 5,0% w 2022 r. W tym przypadku mimo słabnącej dynamiki komponentu dóbr podstawowych rosną ceny usług podstawowych. W istocie, dynamika cen usług opiera się na czynszach, w przypadku których obecnie materializujące się spowolnienie rzeczywistych cen najmu powinno znaleźć odzwierciedlenie w oficjalnych odczytach CPI dopiero na późniejszym etapie, prawdopodobnie począwszy od II kwartału 2023 r.

Podsumowując, wielodekadowy szczyt wskaźnika PPI w 2022 r. powinien w przyszłym roku obniżyć się o ponad połowę (w ujęciu rocznym) ze względu na efekt

bazy i bardziej łagodnej perspektywy dla surowców. Wreszcie, rozwój sytuacji w zakresie kosztów pracy będzie miał również kluczowe znaczenie dla oceny ryzyka wystąpienia spirali płacowo-cenowej i jej wpływu na kurs polityki pieniężnej, który powinien zostać jeszcze bardziej zaostrzony w przypadku utrwalenia się wysokich oczekiwań inflacyjnych.

Powyższy scenariusz inflacyjny jest tłem dla modelu Inflation Phazer Instytutu Amundi — rzeczywistość sygnalizuje on przejście z reżimu **hiperinflacyjnego**, który dominował w 2022 roku i z dużym prawdopodobieństwem utrzyma się do I kwartału 2023 roku, do bardziej łagodnego reżimu **inflacyjnego**, który w przeszłości charakteryzował się presją cenową w zakresie 3–6% r/r. Choć presja cenowa będzie nadal przekraczać cel, jej spadek powinien złagodzić ciężar rosnących kosztów utrzymania dla konsumentów, umożliwiając ożywienie gospodarcze w stosunku do niskich poziomów z pierwszej połowy roku i skłaniając Fed do wstrzymania podwyżek stóp procentowych.

Z punktu widzenia alokacji aktywów wstrzymanie działań z zakresu polityki monetarnej — przy czym oczekuje się, że kolejnym ruchem będzie cięcie — powinno sprawić, że **nachylenie krzywych rentowności będzie rosnąć, a warunki będą sprzyjać aktywnym ryzykownym**, z przeważaniem akcji z rynków rozwiniętych oraz wysokiej jakości obligacji korporacyjnych.

Sfinalizowano dn. 21 listopada 2022.

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

Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy prawdopodobieństwa naszych scenariuszy bez zmian. Niektóre z identyfikowanych przez nas czynników ryzyka mogą wystąpić w naszym scenariuszu głównym, który prawdopodobnie nie jest jeszcze w pełni dyskontowany przez rynki. Znaczenie czynników ryzyka pozostaje ponadprzeciętnie wysokie w krótkim terminie, ale potrzeba kombinacji kilku czynników, aby uruchomić scenariusz spadkowy w horyzoncie 12-18 miesięcy. W tym horyzoncie czasowym naszym zdaniem przeciwwagą dla scenariusza pesymistycznego jest scenariusz optymistyczny, czyli szybki spadek inflacji w wyniku złagodzenia cen gazu, zawieszenia broni na Ukrainie i/lub globalnego zacieśnienia polityki pieniężnej, którego wpływ może być obecnie niedoceniany.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY

15%

Głębokie globalne załamanie

Analiza

-  Eskalacja wojny na Ukrainie.
-  Kryzys energetyczny i głęboka recesja w Europie.
-  Powrót Covid-19.
-   Gwałtowny wzrost oczekiwań inflacyjnych, banki centralne tracą kontrolę.
-  Recesja w Chinach.
-  Globalne spowolnienie gospodarcze, z powrotem czynników presji deflacyjnej w drugim etapie.
-  Globalny kryzys finansowy/kryzys zadłużenia, bankructwo kilku rynków wschodzących.
-  Rządy nie są już w stanie realizować antycyklicznej polityki fiskalnej. Recesja toruje drogę represji finansowej.
-  Odroczenie wprowadzenia środków z zakresu transformacji klimatycznej.

Implikacje rynkowe










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

SCENARIUSZ GŁÓWNY

70%

Epizod stagflacyjny, z rosnącymi rozbieżnościami

Analiza

-  Impas na wojnie na Ukrainie. Spodziewamy się zawieszenia broni w pewnym momencie w 2023 roku; w międzyczasie sytuacja może się nadal pogarszać.
-  Kryzys energetyczny utrzyma się. Oczekuje się, że ceny gazu wzrosną w fazie uzupełniania zapasów, przy braku wiarygodnego limitu w Unii Europejskiej.
-  Covid-19 staje się chorobą endemiczną.
-  Inflacja nie powraca do celów banków centralnych do 2024 r.
-  Głębokie spowolnienie gospodarcze na świecie w 2023 r.: recesja w Europie i rosnące ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych oraz Chinach. Umiarkowana ekspansja i niższy od przeciętnego wzrost oczekiwany w 2024 r.
-  Globalne nominalne tempo wzrostu PKB będzie rosnać, ograniczając negatywny wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw.
-  Rozbieżności polityki banków centralnych: Fed kontynuuje normalizację, ale też ogranicza skalę podwyżek; EBC podnosi stopy i wdraża pasywne zacieśnianie ilościowe; ChBL nastawiony na złagodzenie.
-  Policy mix jest niespójny w całej UE: polityki fiskalne mają charakter dostosowawczy, ale są nieskoordynowane i źle ukierunkowane. Dla porównania, w 2022 r. impuls fiskalny był w Stanach Zjednoczonych negatywny, ale w latach 2023-24 ma być bardziej neutralny.
-  Zmiany klimatyczne zakłócają cykl surowcowy i nasilają tendencje stagflacyjne.

Implikacje rynkowe









- Niższe oczekiwane zwroty realne skorygowane o ryzyko.
- Po zatrzymaniu wzrostu nachylenia krzywej dochodowości obligacje skarbowe odzyskują swoją funkcję zabezpieczenia przed głębszą recesją.
- Zabezpieczenie przed inflacją poprzez złoto, obligacje indeksowane inflacją, akcje, aktywa realne i surowce.
- Rynki wschodzące: utrzymujemy narrację dotyczącą krótkoterminowej ostrożności, długoterminowego dochodu realnego oraz wzrostu.

SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY

15%








Inflacja szybko spada, kończąc epizod stagflacji

Analiza

-  Zawieszenie broni na Ukrainie toruje drogę do rozmów pokojowych.
-  Rosja częściowo wznowia eksport gazu do Europy, rynek surowcowy normalizuje się.
-  Covid-19 ustępuje.
-  Inflacja szybko spada, ustępują wąskie gardła podaży.
-  Obawy o globalną recesję maleją, a inflacja stopniowo powraca do bardziej normalnych poziomów, zmniejszając presję na banki centralne.
-  Mniejsza niepewność, dodatkowe oszczędności i odnowiona siła nabywcza mogą napędzać konsumpcję i inwestycje w krajach rozwiniętych.
-  Stopniowe przywracanie dyscypliny fiskalnej. W Europie wprowadzony zostaje nowy plan (wspólny dług), który ma rozwiązać problem zmieniającego się miksu energetycznego.
-  Zmiana klimatu i transformacja energetyczna stają się priorytetem dla decydentów.

Implikacje rynkowe

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

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

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy niezmienione prawdopodobieństwa dla trzech kategorii czynników ryzyka. Widzimy, że ryzyko rośnie na wszystkich frontach, ściśle ze sobą powiązanych. Fundamenty gospodarcze ulegają pogorszeniu w skali globalnej, co znajduje odzwierciedlenie w scenariuszu centralnym. Przebieg wojny na Ukrainie i jej potencjalne implikacje mogą przechylić rozwój sytuacji w każdą stronę, ale w krótkim terminie znaczenie czynników ryzyka jest ponadprzeciętnie wysokie. Czynniki ryzyka związane z Covid-19 (w tym lockdowny w Chinach) zaliczamy do ekonomicznych. Czynniki ryzyka zostały podzielone na klastry w celu ułatwienia wykrywania strategii hedgingowych, ale są one oczywiście powiązane.

RYZIKO EKONOMICZNE 30%

- **Globalna recesja** wywołana szokiem naftowym/gazowym, zaostrzeniem polityki monetarnej i utratą siły nabywczej.
- Jeżeli Rosjanie potraktują **dostawy gazu jako broń, w Europie może dojść do poważnego kryzysu energetycznego**, prowadzącego do **głębokiej recesji** (szok zaufania).
- **Kryzys gospodarczy** w Europie Wschodniej w wyniku załamania się rosyjskiej gospodarki, wzrostu cen energii, niekontrolowanej inflacji oraz kryzysu migracyjnego.
- **Nieuporządkowane korekty dokonywane przez banki centralne**, które nie doceniają presji inflacyjnej i tracą kontrolę.
- **Globalna recesja zysków** wywołana światowym spowolnieniem gospodarczym w połączeniu z utrzymującą się presją na koszty produkcji.
- **Recesja w Chinach**. Polityka „Zero Covid” w połączeniu z wymykającym się spod kontroli kryzysem mieszkaniowym.
- **Koniec wielkiej zbieżności**: presja stagflacyjna oznacza, że cele banków centralnych i rządów przestają być w pełni zbieżne — zmniejsza się pole do prowadzenia antycyklicznej polityki fiskalnej.
- **Europa**: niespójność w zakresie polityki mix (dostosowawcza polityka fiskalna połączona z restrykcyjną polityką pieniężną).
- **Pandemia**:
 - Ryzyko wystąpienia bardziej niebezpiecznego i odpornego na szczepionki wariantu.
 - Nowe lockdowny lub ograniczenia mobilności.
- Katastrofy naturalne związane ze **zmianami klimatycznymi** szkodzą widoczności wzrostu gospodarczego i równowadze społecznej.

RYZIKO FINANSOWE 30%

- **Kryzys związany z długiem państwowym**:
 - Przedłużająca się wojna na Ukrainie zaszkodziłaby wrażliwym finansom publicznym krajów rozwiniętych, gdzie dług publiczny w relacji do PKB osiąga już historyczne rekordy.
 - Gwałtowny wzrost oczekiwań inflacyjnych może doprowadzić do ostrzejszego zacieśnienia polityki pieniężnej i zaburzeń na rynku obligacji.
 - Większość krajów narażona jest na obniżenie ratingu i wzrost stóp procentowych.
 - Słabe rynki wschodzące również mogą stanąć w obliczu kryzysu bilansu płatniczego, zbliżając się do niewypłacalności.
- **Ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw** **wzrasta** w kontekście pogorszenia danych fundamentalnych oraz rosnącej niepewności i presji na marże (wysokie koszty produkcji i nadmiarowe zamówienia prowadzą do ostrzeżeń dotyczących niższych zysków).
- **Szeroko rozpowszechniony greenwashing i bańka inwestycyjna ESG podważają finansowanie transformacji energetycznej.**
- **Nadmierna aprecjacja USD** prowadzi do niestabilności na rynkach walutowych.
- **Wojny walutowe**: aprecjacja waluty jest sposobem na zwalczanie presji inflacyjnej przez bank centralny.

RYZIKO (GEO)POLITYCZNE 30%

- **Wojna na Ukrainie**:
 - **Ogólne znaczenie czynników ryzyka utrzymuje się na ponadprzeciętnie wysokim poziomie**. Szacujemy, że istnieje **60% prawdopodobieństwo** negatywnego rozwoju wojny, w tym **25% prawdopodobieństwo bezpośredniej konfrontacji z Zachodem**. Ryzyko to rośnie tym bardziej, im więcej porażek militarnych ponosi Rosja.
 - Pomimo naszych oczekiwań dotyczących pogorszenia się konfliktu w międzyczasie, **naszym bazowym scenariuszem jest zakończenie działań wojennych w 2023 r.** (najprawdopodobniej w II półroczu) z prawdopodobieństwem, które oceniamy na **35%**.
- Po wyborach w połowie kadencji prezydenta **Stany Zjednoczone skupią się na wewnętrznych walkach politycznych, co zwiększy napięcia z Chinami**, ponieważ Republikanie i Demokraci rywalizują na „jestrzębiłość”, **przyczyniając się do wzrostu ryzyka związanego z Tajwanem w 2023 r.**
- **Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących** spowodowana wzrostem cen żywności i energii, prowadzącym do fali niepokoju społecznego.
- **Programy nuklearne** Iranu i Korei ponownie zaczynają budzić obawy i skutkują sankcjami.
- **Cyberataki i naruszenie bezpieczeństwa danych**, zakłócające pracę systemów informatycznych w dziedzinie bezpieczeństwa, energetyki i służby zdrowia, stają się coraz częstsze, ponieważ Rosja stara się osłabić zachodnie wsparcie dla Ukrainy.

+ 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 naftowa

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

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

- 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

- Dynamika gospodarcza spowalnia w obliczu utrzymującej się wysokiej presji inflacyjnej i słabnącego popytu wewnętrznego. Potwierdzamy nasze oczekiwania dotyczące pogarszających się perspektyw makroekonomicznych Stanów Zjednoczonych w związku ze stopniowym zaostrzaniem warunków finansowych – ryzyko recesji pozostaje wyraźne przynajmniej do połowy 2023 r. W przypadku Europy potwierdzamy nasze oczekiwania dotyczące recesji spowodowanej kosztami utrzymania i inflacją w nadchodzącym sezonie zimowym.
- Jeśli chodzi o inflację, to w Stanach Zjednoczonych osiągnęliśmy szczyt. Oczekujemy stopniowego wyhamowania zarówno głównych wskaźników inflacji, jak i wskaźników inflacji bazowej, choć utrzymują się oznaki większej niż normalna trwałości. W strefie euro inflacja może być bliska szczytu, ale oczekuje się, że jeszcze przez kilka miesięcy utrzyma się w pobliżu wysokich, dwucyfrowych poziomów.
- Przedłużające się napięcie na froncie geopolitycznym oraz „przeciąganie liny” pomiędzy polityką fiskalną i monetarną sprawiają, że ostateczny wynik gospodarczy jest niepewny, co zwiększa zmienność danych.

FUNDAMENTY I WYCENA

- Po ostatnim odbiciu akcje wyglądają na droższe – nadal trudno dostrzec jakieś znaczące katalizatory dla punktów wejścia.
- Mnożniki akcji wyglądają na zgodnie z obecnym środowiskiem inflacyjnym i zacieśnioną polityką monetarną, ale nie dyskontują jeszcze ryzyka recesji. W ujęciu względnym, biorąc pod uwagę wysokie stopy, nie sprzyjają one aktywom ryzykownym.
- Fundamenty uległy dalszemu pogorszeniu, recesja zysków jest scenariuszem centralnym.



ASPEKTY TECHNICZNE

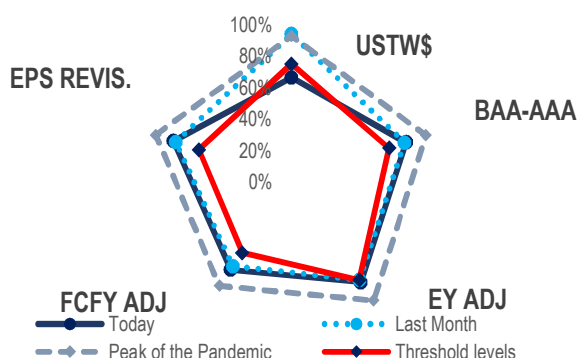
- W obecnym układzie rynkowym aspekty techniczne pozostają wysoce zmienne, jednak w listopadzie zdecydowanie wspierają aktywa ryzykowne. Nasze wskaźniki śledzące trendy nadal ujawniają wartość pozycji długiej na aktywach ryzykownych, ponieważ pod koniec października większość trendów zmieniła charakter z fragmentarycznego na ugruntowany. Z drugiej strony, wskaźniki kontrariańskie, choć dalekie od wysyłania sygnałów sprzedaży, znacznie się odbiły, co sugeruje zachowanie ostrożności przed końcem roku.

NASTROJE

- Niższa presja inflacyjna w Stanach Zjednoczonych spowodowała spadek zmienności stóp procentowych, a w reakcji na to warunki finansowe uległy złagodzeniu. Wskaźniki nastawienia do ryzyka pozostają kruche, ale w listopadzie szybko się poprawiały. Warunki finansowe nadal są napięte, ale uległy już znacznemu złagodzeniu. Gwałtowna wyprzedaż USD wpływa na dane wejściowe naszego modelu CAST, który obecnie sygnalizuje znacznie niższe prawdopodobieństwo odejścia od ryzyka niż w październiku. MoMo jako jedyny model sygnalizuje już wzrost atrakcyjności ryzyka – ma to związek z mniej defensywnymi przepływami inwestorów oraz poprawą wrażliwych na ryzyko wskaźników krótkoterminowych.

„Czujki” Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST):

- Wyprzedaż USD w listopadzie jest silnym czynnikiem wspierającym. Defensywność CAST jest nieznacznie niższa.



Source: Amundi Institute. Data as of 18 November 2022.

Wskaźnik percepcji ryzyka CAST nie wykazał strukturalnego wzrostu w I kwartale, ale w II kwartale osiągnął mniej korzystną wartość. Korekty wskaźników zysku na akcję (EPS) pozostają negatywne, a premia za ryzyko kredytowe pozostaje wysoka i utrzymuje się powyżej poziomu alarmowego, jednak ruchy na USD skłaniają do przyjęcia mniej defensywnej postawy. Prawdopodobieństwo CAST OFF jest poza maksimami i wchodzi w strefę neutralną.

Metodologia: Rozważamy pięć wejść, które nazywamy „czujkami”: 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 wszelkie 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.

WIADOMOŚCI INSTYTUTU AMUNDI

1 EBC zaniepokojony ryzykiem recesji

- Na październikowym posiedzeniu EBC podkreślił, że walka z inflacją może stać się trudna, ponieważ oczekuje się, że pod koniec 2022 roku gospodarka wejdzie w recesję, co sugeruje mniej agresywną ścieżkę podwyżek stóp w przyszłości.
- Złagodzenie polityki monetarnej nie jest jednak przesądzone, ponieważ inflacja pozostaje na niekomfortowo wysokim poziomie.
- Obniżyliśmy naszą prognozę dla końcowej stopy depozytowej EBC z 2,75% do 2,50%.
- W przyszłym roku wyzwaniem dla wszystkich banków centralnych będzie utrzymanie wiarygodności: wszelkim gołębim niespodziankom powinny towarzyszyć zadowalające postępy w osiąganiu celu inflacyjnego.

Konsekwencje dla inwestorów

- Dwunastomiesięczny cel dla rentowności 10-letnich Bundów bez zmian na poziomie 2,3–2,5%.
- Cel EUR/USD również bez zmian, na poziomie 0,92 w perspektywie 6 miesięcy i 1,02 w perspektywie 12 miesięcy.

2 Fed pozostaje zaangażowany w walkę z inflacją

- Listopadowe oświadczenie Fedu było gołębie, ale konferencja prasowa przewodniczącego Powella była jastrzębia, ponieważ Fed nie chciał, aby rynek zinterpretował ewentualne ograniczenie skali podwyżek stóp jako „gołębi pivot” lub brak zaangażowania w walkę z inflacją.
- Uważamy, że Fed uzna nadmierne zaostrzenie za oferujące lepszy stosunek ryzyka do korzyści, ponieważ ma narzędzia, aby w razie potrzeby zdecydowanie wspierać aktywność gospodarczą, co pokazał podczas pandemii.
- Należy skupić się na stopie końcowej i na tym, jak długo stopy procentowe powinny pozostawać na restrykcyjnym terytorium.
- Potwierdzamy naszą prognozę końcowej stopy Fed Funds na poziomie 5,25%.

Konsekwencje dla inwestorów

- Dwunastomiesięczny cel dla rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych bez zmian na poziomie 3,9–4,1%.

3 Trendy inflacyjne w krajach rozwiniętych

- Inflacja bazowa w Stanach Zjednoczonych okazała się lepka, natomiast główny wskaźnik inflacji powinien osłabnąć w ciągu najbliższych kilku miesięcy, ponieważ ceny benzyny powinny spaść.
- Dynamika inflacji PPI w Stanach Zjednoczonych osiągnęła szczyt, a luka CPI-PPI zmniejsza się, choć nadal przekracza średnią – transmisja z niższego PPI na niższy CPI może być opóźniona, ale sygnały wskazują na dobry kierunek.
- Inflacja w strefie euro – zarówno główny wskaźnik, jak i bazowa – powinna osiągnąć szczyt w IV kwartale 2022 r., ale kluczowe znaczenie będą miały nadchodzące rundy negocjacji płacowych, które mogą wzmocnić trwałość inflacji.
- Presja inflacyjna w strefie euro pozostaje silna i wygląda na to, że jeszcze nie całkowicie przełożyła się na poziom inflacji. PPI wysłała ograniczone sygnały umiarkowania, a luka CPI-PPI pozostaje szeroka.

Konsekwencje dla inwestorów

- Potwierdzamy niedoważenie akcji.
- Główne stopy procentowe: potwierdzamy niedoważenie/neutralność wobec duracji, rosnące stopy realne, wypłaszczenie krzywej dochodowości w Stanach Zjednoczonych.
- Stopy procentowe w krajach peryferyjnych: zachować ostrożność.
- Rynki obligacji korporacyjnych: Klasa inwestycyjna ze Stanów Zjednoczonych preferowana w stosunku do instrumentów wysokodochodowych z tego kraju.

4 Sfera polityczna i geopolityczna

- **Wybory parlamentarne w połowie kadencji prezydenta w Stanach Zjednoczonych:** Demokraci wypadli lepiej niż się spodziewano, zachowując kontrolę nad Senatem, ale tracąc Izbę Reprezentantów. W ciągu najbliższych dwóch lat prawdopodobnie nie zostaną uchwalone żadne znaczące ustawy, a napięcia na linii Stany Zjednoczone-Chiny prawdopodobnie utrzymają się. Można spodziewać się bardziej skrupulatnej kontroli finansowania dla Ukrainy.
- **Budżet Wielkiej Brytanii:** Ma on na celu odzyskanie zaufania rynku, przy jednoczesnym wsparciu kluczowej bazy wyborców konserwatywnych. Większe wydatki na „wyrównywanie poziomów” i wzrost podatków od osób o wysokich dochodach podkreślają jednak również, że konserwatyści nadal celują w tradycyjnie laburzystowskie okręgi „czerwonego muru” w zaniedbywanych regionach, które w ostatnich wyborach niespodziewanie zagłosowały na Torysów, choć od tego czasu są coraz bardziej niezadowolone z tej partii.
- **Wybory prezydenckie w Brazylii:** Lula wygrał drugą turę. Wydaje się, że jest chętny do swobodnego wydawania pieniędzy, ale pod wpływem dalszej presji rynkowej może złagodzić swoje stanowisko.

Konsekwencje dla inwestorów

- Rynki pozytywnie oceniają podział władzy między zróżnicowane siły polityczne, ponieważ ogranicza to populizm.

5 Strukturalne spowolnienie w Chinach jest już widoczne

- Do spowolnienia potencjalnego wzrostu gospodarczego przyczyniają się dwa czynniki: szybko starzejąca się populacja oraz malejąca rentowność kapitału.
- Pełne rozluźnienie ograniczeń związanych z Covid-19 przed 2024 r. jest mało prawdopodobne.
- Negatywny wpływ rynku mieszkaniowego powinien ustąpić w 2023 r.
- Ze względu na lepsze od oczekiwań dane za III kwartał podwyższyliśmy naszą prognozę wzrostu gospodarczego w 2022 r. z 2,9% do 3,2%, ale jednocześnie obniżyliśmy naszą prognozę na 2023 r. z 5,2% do 4,5% ze względu na gorsze perspektywy polityki w zakresie zwalczania Covid-19. 4,0% wzrostu gospodarczego jest osiągalne w ciągu najbliższych trzech lat, przy czym w kolejnych latach można spodziewać konwergencji do poziomu 3,0%.

Konsekwencje dla inwestorów

- Pozycja długa na HSCEI, dodajemy MSCI China i CSI 300 Dividend.
- Obligacje korporacyjne: utrzymać neutralność, półroczne/dwuletnie instrumenty wysokodochodowe są stosunkowo tanie.
- Stopy procentowe: przejście z pozycji krótkiej na neutralną.
- Surowce: utrzymać neutralność.

6 Sezon publikacji wyników finansowych za III kwartał: więcej negatywów, ale nie załamanie

- Korekty prognoz zysków w dół oraz opublikowane wyniki finansowe wyprzedziły oczekiwania. Mimo że najnowsze wyniki okazały się lepsze od zapowiedzi, spółki korygują prognozy w dół.
- Wpływ spowolnienia wzrostu gospodarczego i inflacji uwidacznia się w silnym wzroście sektora energetycznego, który pozostaje kluczowym czynnikiem napędzającym wskaźniki zysku na akcję. Bez energii zmiana wskaźnika EPS w Stanach Zjednoczonych w III kw. wynosi -3,4%, a w Europie 9,6%.
- Kilka sektorów konsumenckich miało problemy — dołączył też do nich, zwłaszcza w Europie, sektor nieruchomości.

Konsekwencje dla inwestorów

- Zachowanie ostrożności w stosunku do akcji przy jednoczesnych preferencjach dla Stanów Zjednoczonych w stosunku do Europy.
- Koncentracja na jakości, wartości, wysokich dywidendach i minimalnej zmienności.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=/+		Na rynku akcji jesteśmy świadkami krótkotrwałej hossy, ponieważ inwestorzy próbują dyskontować potencjalną zmianę stanowiska Fedu, które zależy od oczekiwań inflacyjnych i kondycji konsumentów. W obecnej fazie utrzymujemy podejście selektywne i ostrożność wobec spółek o dużej kapitalizacji, skupiając się na firmach o silnych modelach biznesowych i zdolności do wynagradzania akcjonariuszy mniejszościowych poprzez dywidendy.
	Segment „wartości”, USA	+		W czasach spowolnienia wzrostu gospodarczego preferowane są charakteryzujące się wysoką jakością spółki z segmentu „wartości”. We wszystkich przypadkach porównujemy jednak odporność zysków z obecnymi wycenami akcji, poszukując okazji.
	Segment „wzrostu”, USA	-		Spółki wzrostowe nadal osiągały w tym roku gorsze wyniki w związku z zaostreniem polityki pieniężnej. Zwracamy jednak uwagę na niektóre spółki technologiczne, które w tym roku uległy korekcie, choć pozostajemy ostrożni w kwestii wzrostu tego segmentu jako całości.
	Europa	-	▲	Kryzys kosztów utrzymania w Europie wpłynie na zyski przedsiębiorstw i akcje. Istnieje jednak możliwość krótkoterminowego odbicia w związku z gołębimi zapowiedziami banków centralnych, co może tymczasowo pobudzić rynki, choć zasadniczo nadal wierzymy w ostrożne nastawienie władz monetarnych. Przejście do kolejnego etapu cyklu uznamy jednak dopiero wtedy, gdy banki centralne podejmą konkretne działania, a firmy skorygują prognozy zysków w górę.
	Japonia	=		Liderami zorientowanego na eksport rynku japońskiego są spółki cykliczne, w tym przemysł i sektor dóbr luksusowych, którym może zaszkodzić spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego. Ruchy jena mogą jednak mieć wpływ na tego rodzaju zmiany i dlatego pozostajemy neutralni.
	Chiny	=		Napięcie informacji związanych z Covid wpływa na kondycję rynków, ale chcielibyśmy uzyskać więcej jasności na temat tego, jak rząd planuje postępować z Covid w perspektywie średnioterminowej. Nasze stanowisko pozostaje na razie neutralne, ponieważ szacujemy wpływ wdrożenia modelu wzrostu opartego na „powszechnym dobrobycie” oraz konsumpcji krajowej i czynników ryzyka geopolitycznego.
	Rynki wschodzące bez Chin	=		Napięcia geopolityczne, specyficzne czynniki ryzyka o charakterze lokalnym oraz popyt wewnętrzny leżą u podstaw naszych poglądów na rynki wschodzące, w przypadku których stawiamy na selekcję akcji. Pozytywnie oceniamy kraje eksportujące surowce, takie jak Brazylia i Zjednoczone Emiraty Arabskie, ale jesteśmy ostrożni wobec Tajwanu i wybranych krajów Azji Południowo-Wschodniej, w tym Filipin i Malezji.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	=/+	▲	Rynki dyskontujące wyższą niż dotychczas końcową stopę procentową, atrakcyjne wyceny amerykańskich obligacji skarbowych oraz ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego tworzą konstruktywny obraz dla obligacji skarbowych. Nawet jednak jeśli ostatnie dane dotyczące inflacji wypadły poniżej oczekiwań, uważamy, że Fed oceni trend inflacyjny, zanim zdecyduje się na zmianę nastawienia do zacieśniania. Pozostajemy bardzo aktywni. Atrakcyjne stają się również realne stopy zwrotu, zwłaszcza w średnim przedziale.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+		Spready klasy inwestycyjnej będą prawdopodobnie kształtowane przez dane fundamentalne firm, rentowności w Stanach Zjednoczonych oraz oczekiwania inflacyjne. Ostatnie ruchy stóp zwrotu wspierają zacieśnianie spreadów, ale pozostajemy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do rynku wysokiej jakości obligacji klasy inwestycyjnej. Uważamy jednak, że inwestorzy powinni zachować podejście selektywne, zwracając uwagę na kwestie refinansowania i płynności.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	-		W związku z obawami o pogorszenie się otoczenia gospodarczego i zysków, pozostajemy ostrożni w odniesieniu do instrumentów wysokodochodowych, ponieważ spółki o słabych bilansach i niskich zapasach gotówki będą bardziej narażone. Zwracamy uwagę na ryzyko płynności.
	Skarbowe Europa	=		Choć ostatnie podwyżki stóp EBC były zgodne z naszymi oczekiwaniami, zapowiedzi na przyszłość brzmią nieco gołębio. Z drugiej strony, recesja gospodarcza w Europie wygląda na prawdopodobną, co pozwala nam pozostać blisko neutralności w kwestii duracji obligacji z rdzenia strefy euro. Na rynkach peryferyjnych, takich jak Włochy, potwierdzenie przez nowy rząd dyscypliny fiskalnej jest czynnikiem pozytywnym, ale pozostajemy czujni.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=		Wolniejszy wzrost gospodarczy i napięcia geopolityczne nie sprzyjają obligacjom korporacyjnym i mogą zwiększyć zmienność spreadów, nawet jeśli ostatnie komentarze EBC wsparły rynki obligacji klasy inwestycyjnej. Dla nas kluczowe znaczenie w obecnym otoczeniu gospodarczym mają zrównoważone przepływy pieniężne i zdolność przedsiębiorstw do radzenia sobie z potencjalnym ryzykiem refinansowania.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	-		Spready instrumentów wysokodochodowych utrzymują się na dobrym poziomie dzięki ograniczonej podaży i wciąż akceptowalnym zyskom przedsiębiorstw, ale ryzyko pogorszenia się danych fundamentalnych utrzymuje się. W związku z tym, zwracając uwagę na koszty kapitałowe i płynność, podchodzimy ostrożnie do instrumentów wysokodochodowych.
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+		Widzimy kontynuację wsparcia polityki pieniężnej i stwarzane dla globalnych inwestorów korzyści związane z oparciem dywersyfikacji na chińskich obligacjach. Ewentualne spowolnienie wzrostu w Chinach powinno okazać się wspierające dla tej klasy aktywów.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Pomimo ostatniego spadku spreadów wyceny obligacji denominowanych w twardej walucie są atrakcyjne z perspektywy historycznej. Stabilizacja rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, wysokie ceny ropy i korzystne różnice we wroście gospodarczym między rynkami wschodzącymi i rozwiniętymi powinny być pozytywne dla obligacji denominowanych w twardej walucie, w przypadku których preferujemy instrumenty wysokodochodowe w stosunku do klasy inwestycyjnej. Podchodzimy umiarkowanie optymistycznie do Brazylii (zdrowa gospodarka, spadająca inflacja), a ponadto zwracamy baczną uwagę na kraje, które mogą mieć problemy z wypłacalnością.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		W środowisku rozbieżnych wskaźników inflacji, a w rezultacie zróżnicowanego tempa zacieśniania polityki pieniężnej, utrzymujemy podejście wysoce selektywne do obligacji denominowanych w walutach lokalnych — podchodzimy też ostrożnie do walut rynków wschodzących. W związku z tym monitorujemy ruchy USD i wszelkie wskazówki dotyczące zmian polityki Fedu.
	INNE	Surowce		
Waluty				Utrzymujemy konstruktywne podejście do USD, ale uważamy, że rynki będą teraz testować Fed pod kątem jego gołębego „pivotu”. Podtrzymujemy również pesymistyczne nastawienie do GBP.

LEGENDA

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
Negatywna		Neutralna		Pozytywna	Pogorszenie w stos. do poprzed. mies.	Poprawa w stos. do poprzed. mies.		

Źródło: Amundi, na dzień 27 listopada 2022 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

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

KRAJE ROZWIŃIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-11-22

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Świat	3,4	2,1	2,7	8,3	6,3	4,0
Kraje rozwinięte	2,6	0,3	1,0	7,6	5,0	2,5
USA	1,9	0,8	0,6	8,1	4,1	2,3
Japonia	1,6	0,5	1,2	2,4	0,5	0,4
Wlk. Brytania	4,4	-0,6	1,1	9,1	7,7	3,8
Strefa euro	3,2	-0,7	1,1	8,7	7,5	3,2
Niemcy	1,7	-0,7	1,0	9,0	7,6	3,1
Francja	2,5	0,0	1,0	6,1	5,3	3,0
Włochy	3,7	-0,4	0,8	8,9	8,1	3,2
Hiszpania	4,5	0,3	1,3	8,6	4,3	3,4

Źródło: Instytut Amundi.

- **Stany Zjednoczone:** PKB za III kwartał zaskoczył na plus, co przełożyło się na wzrost średnich prognoz na 2022 r. Nasza prognoza na lata 2023–24 nie uległa jednak istotnej zmianie, a restrykcyjna polityka pieniężna ciągnie wzrost znacznie poniżej potencjału. Na drugie półrocze 2023 r. przewidujemy zwiększone ryzyko recesji — spodziewamy się wówczas najsłabszego trendu wzrostu gospodarczego, najsłabszej kompozycji popytu wewnętrznego oraz nasilenia czynników ryzyka. Choć wydaje się, że inflacja osiągnęła szczyt, w nadchodzących miesiącach jej stabilność może pozostać kluczowym aspektem, przy czym inflacja bazowa będzie powoli spadać, ale utrzyma się powyżej celu.
- **Strefa euro:** W III kwartale wzrost PKB pozytywnie zaskoczył, co przełożyło się na wzrost prognoz na cały rok 2022. Oczekujemy jednak, że w okresie IV kw. 2022 – I kw. 2023 PKB spadnie, po czym nastąpi słabe ożywienie, któremu będzie sprzyjał przynoszący ulgę konsumentom spadek inflacji (będzie ona głównym czynnikiem napędzającym recesję). W 2023 r. średnia dynamika będzie słabsza niż wcześniej oczekiwano, co przełoży się na nieco słabszy wzrost prognozowany na lata 2023–24. Podwyższyliśmy nasze oczekiwania dotyczące inflacji na przełomie 2022 i 2023 r. ze względu na silną dynamikę i szeroką presję inflacyjną. Ryzyko związane z komponentem energetycznym pozostaje istotne dla perspektyw zarówno inflacji, jak i wzrostu gospodarczego.
- **Wielka Brytania:** przewidujemy recesję trwającą kilka kwartałów, napędzaną przez wzrost kosztów życia i napięte warunki finansowe. Oczekujemy, że gospodarka skurczy się o 0,6% w 2023 r., a następnie ożywi się, rosnąc o 1,1% w 2024 r. Znaczenie czynników ryzyka jest ponadprzeciętnie wysokie, ponieważ nasze prognozy nie uwzględniają ostatnich zapowiedzi dotyczących polityki fiskalnej. Oczekujemy, że inflacja pozostanie podwyższona i dwucyfrowa do I kwartału 2023 r., a jej szczyt przypadnie na IV kwartał 2022 r.
- **Japonia:** Wzrost PKB w III kwartale okazał się słabszy niż oczekiwano, osiągając tempo 0,3% w ujęciu sezonowym. Po ponownym otwarciu granic w październiku liczba odwiedzających podwoiła się, osiągając 18,8% poziomu z 2019 roku. Impuls związany z ponownym otwarciem nie będzie jednak wystarczający, aby w pełni zrównoważyć występujące w 2023 r. przeszkody o charakterze zewnętrznym. Inflacja oczyszczona z czynników tymczasowych wzrosła w następstwie zamknięcia luki produktowej i podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Oczekujemy, że inflacja bazowa (bez świeżej żywności i energii) utrzyma się powyżej 2,0% w IV kwartale 2022 r. i I kwartale 2023 r., po czym zacznie dryfować poniżej 1,0% w IV kwartale 2023 r.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	30–11 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	4,00	5,25	5,10	5,25	4,77
Strefa euro	1,50	2,50	2,90	2,50	2,90
Japonia	-0,10	-0,10	0,02	-0,10	0,09
Wlk. Brytania	3,00	4,50	4,60	4,50	4,60

Źródło: Instytut Amundi.

- **Fed:** drzwi dla zmniejszenia skali podwyżek stóp są otwarte. Fed weźmie w szczególności pod uwagę: „skumulowane zacieśnienie polityki pieniężnej” oraz „opóźnienia wpływu polityki pieniężnej na aktywność gospodarczą”. Fedowi wciąż chodzi jednak o inflację. Rezerwa Federalna nie chce, aby rynek zinterpretował ograniczenie skali podwyżek stóp jako gołębi pivot lub jako oznakę braku zaangażowania w walkę z inflacją. Końcowa stopa procentowa i to, jak długo Fed powinien utrzymywać stopy procentowe na restrykcyjnym terytorium, pozostają głównymi kwestiami. W naszym scenariuszu stopa końcowa Fed Funds wynosi 5,25%.
- **EBC:** Na październikowym posiedzeniu EBC podniósł stopy procentowe o 75 p.b., przy czym stopa depozytowa wynosi obecnie 1,5%. Ogłoszono też zmiany w warunkach ukierunkowanych długoterminowych operacji refinansowych. Potwierdzając znaczne postępy poczynione do tej pory w zakresie normalizacji polityki, EBC wysłał ważny komunikat poprzez bardziej gołębi ton, głównie w związku z pogarszającymi się perspektywami gospodarczymi. Zgodnie z treścią ostatniego protokołu oczekujemy, że EBC zwolni tempo podwyżek stóp, a nasza prognoza dotycząca końcowej stopy depozytowej to 2,50%.
- **Bank Japonii:** rynki spekulują o zacieśnieniu polityki przez Bank Japonii 28 kwietnia 2023 roku, tuż po odejściu gubernatora Kurody na emeryturę. Przypisujemy takiemu wydarzeniu 30% prawdopodobieństwa, trzymając się poglądu, że Bank Japonii już spóźnił się ze zgłoszeniem akcesu do grona banków zacieśniających politykę pieniężną. Pozostał zdecydowanie gołębi w kontekście rosnącej inflacji i zadowalającego wzrostu PKB, opierając się wszelkiej presji ze strony pozostałych banków centralnych. Nie widzimy powodu, aby miało się to zmienić na początku 2023 roku, kiedy to w światowej gospodarce spodziewana jest recesja. Rynki przywiązują zbyt dużą wagę do pojedynczego wydarzenia i nie doceniają dominującego gołębiego nastawienia władz monetarnych.
- **Bank Anglii:** na ostatnim posiedzeniu Bank Anglii dołączył do innych banków centralnych, podnosząc stopy o 75 p.b. Mimo że podwyżka stóp była większa niż poprzednie, komunikat miał charakter gołębi. Jeśli chodzi o zapowiedzi, Bank Anglii wyraźnie zakwestionował oczekiwania rynkowe dotyczące końcowej stopy na poziomie 5%, przy czym nowy zestaw prognoz makroekonomicznych jest spójny z takim podejściem. Jednocześnie dano do zrozumienia, że znaczenie czynników ryzyka pozostaje ponadprzeciętnie wysokie. Oczekujemy podwyżki o 50 p.b. w grudniu i szczytu stóp na poziomie 4,5%.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
Rezerwa Federalna (FOMC)	14 grudnia
EBC (Rada Prezesów)	15 grudnia
Bank Anglii (MPC)	15 grudnia
Bank Japonii (MPM)	20 grudnia

Źródło: Instytut Amundi.

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-11-22

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Świat	3,4	2,1	2,7	8,3	6,3	4,0
Kraje wschodzące	4,0	3,4	3,9	8,8	7,1	5,1
Chiny	3,2	4,5	4,3	2,0	2,2	2,1
Brazylia	3,1	0,8	1,7	9,4	4,6	4,3
Meksyk	2,7	0,7	0,6	7,9	5,8	4,5
Rosja	-3,3	-1,5	2,0	13,8	7,5	4,5
Indie	7,3	5,6	6,0	6,8	6,0	6,0
Indonezja	5,2	4,5	4,8	4,3	5,0	4,1
RPA	1,7	1,2	1,5	6,8	5,9	4,9
Turcja	5,3	3,1	4,4	72,9	56,7	29,9

Źródło: Instytut Amundi.

- Chiny:** w obliczu największego od kwietnia wybuchu Covid-19 samorządy wprowadzają więcej ograniczeń, aby spłaszczyć przyrost nowych przypadków. Rekordowa liczba osób objętych monitoringiem medycznym (ponad 1 mln), w tym przypadków bezobjawowych i bliskich kontaktów, wskazuje na prawdopodobny wzrost liczby ciężkich przypadków. Spadek aktywności gospodarczej w październiku i listopadzie sugeruje, że sekwencyjna zmiana PKB w IV kwartale będzie bliska poziomowi ujemnemu, co podważa nasze prognozy dotyczące słabego ożywienia. Jeśli chodzi o inflację, podtrzymujemy nasz pogląd, że stopniowe otwieranie rynku przez Chiny będzie najprawdopodobniej miało charakter dezinflacyjny.
- Indonezja:** pomimo niewielkiego odchylenia październikowego odczytu inflacji (5,7% w stosunku 6,0%) i zgodnie z komunikatami z ostatnich posiedzeń Bank Indonezji podniósł główne stopy procentowe o 50 p.b., do 5,25%. Główny wskaźnik inflacji powinien pozostać znacznie powyżej celu przez większą część 2023 r., natomiast inflacja bazowa (3,3% w październiku 2022 r.) powinna przesunąć się w kierunku górnej granicy przedziału docelowego, a na początku 2023 r. prawdopodobnie go przekroczy. Z tej perspektywy Bank Indonezji utrzyma stosunkowo jastrzębie stanowisko, nadal podnosząc stopy procentowe w związku z obawami o inflację – zarówno krajową, jak i zewnętrzną (importowaną).
- Turcja:** Pomimo ekstremalnej inflacji na poziomie 85,5% r/r w październiku, Bank Centralny Turcji (CBRT) zdecydował się na czwartą z kolei obniżkę stóp procentowych, zmniejszając kluczową stopę o 150 p.b., z 10,5% do 9,0%, co spowodowało chwilową deprecjację liry. W swoim oświadczeniu komitet ocenił, że „obecny poziom stóp procentowych jest adekwatny” i postanowił zakończyć rozpoczęty w sierpniu cykl obniżek stóp. Pomimo oczekiwań dotyczących spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego w 2023 roku Turcja może rozwijać się w przyzwoitym tempie 3,1%, wspierana przez swój nieortodoksyjny policy mix.
- Brazylia:** aktywność gospodarcza stabilnie po solidnych wynikach za cały rok, ponieważ restrykcyjna polityka pieniężna zaczyna wpływać na dynamikę kredytów, a „nisko wiszące owoce” ponownego otwarcia, z których korzystał sektor usług, nie są już dostępne. Mimo to gospodarka wzrośnie w tym roku o około 3%, zwalniając do niecałego 1% w 2023 roku. Inflacja osiągnęła szczyt w kwietniu, a bank centralny zakończył cykl podwyżek stóp procentowych w sierpniu w jastrzębim tonie. Wybory prezydenckie nie przyniosły żadnych niespodzianek – Lula wygrał zgodnie z oczekiwaniami, choć ze znacznie mniejszym marginesem. Samo przekazanie władzy zaskoczyło łagodnością, choć wstępna propozycja fiskalna Luli miała charakter daleki od konstruktywnego.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	23-11 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Indie	5,90	6,40	6,40	6,15	6,25
Brazylia	13,75	13,50	13,3	11,50	11,05
Rosja	7,50	7,00	7,00	7,00	6,75

Źródło: Instytut Amundi.

- ChBL (Chiny):** po zmianach polityki w zakresie mieszkalnictwa i „zero Covid” ChBL starał się stonować swoje gołębie nastawienie, ostrzegając przed ryzykiem inflacyjnym. W połączeniu z dwoma tygodniami wycofywania płynności z kolei doprowadziło do gwałtownego wzrostu stóp rynku pieniężnego oraz panicznego wykupu produktów z zakresu zarządzania majątkiem. Aby powstrzymać wzrost stóp procentowych, ChBL szybko wdrożył zastrzyk płynności, co przyniosło oczekiwany efekt w postaci spadku stóp. Ten incydent wskazuje jednak na mniejsze prawdopodobieństwo rutynowych obniżek stóp. Kontynuowane będą selektywne luzowanie oraz łagodna polityka kredytowa.
- RBI (Indie):** Październikowe indeksy cen wykazały pewien łagodny spadek. W szczególności główny wskaźnik inflacji zmalał z 7,4% do 6,8% r/r, natomiast spadek inflacji bazowej okazał się znacznie mniejszy – zmalała ona z 6,1% do 6,0% r/r. Ponieważ właściwy spadek inflacji w ramach celu banku centralnego powinien pojawić się do końca I kw. 2023 r., dostosowywanie polityki będzie kontynuowane do początku 2023 r. Spodziewamy się mniejszych podwyżek w przyszłości. Jedna-dwie podwyżki o 25 p.b. do lutego 2023 r. powinny zakończyć cykl, a realna stopa procentowa powinna znaleźć się na neutralnym poziomie.
- BCB (Brazylia):** wysoko, ale nie wyżej, na dłużej. Choć Fed wydaje się zmierzać w kierunku wolniejszego tempa podwyżek, brazylijski bank centralny nie skłania się do rozpoczęcia cyklu luzowania po zakończeniu w sierpniu cyklu podwyżek stóp (łącznie o 12%). Z drugiej strony, ostatnie wydarzenia fiskalne (złożona przez nową administrację propozycja wprowadzenia dość „agresywnej” poprawki do konstytucji) oraz zawirowania polityczne sprawiają, że Komitet Polityki Monetarnej będzie bardziej ostrożny, a nawet rozważy dalsze podwyżki w najbliższej przyszłości. Uważamy, że bank centralny będzie musiał utrzymać wysokie, choć nie wyższe niż obecnie stopy procentowe dłużej, ponieważ kotwica fiskalna słabnie, a ewentualne cięcia zaczną rozważać dopiero w połowie 2023 roku.
- CBR (Rosja):** Na posiedzeniu w dniu 28 października CBR utrzymał główną stopę procentową na niezmiennym poziomie 7,5%. Choć CBR uważa czynniki krótkoterminowego ryzyka proinflacyjnego i dezinflacyjnego za zrównoważone, w średnim okresie spodziewa się dominacji tych pierwszych. Mimo stopniowo malejącej inflacji wśród czynników ryzyka proinflacyjnego wymieniano wzmocnienie wpływu sankcji, niedobory wynikające z częściowej mobilizacji oraz potencjalne osłabienie rubla, co skłania CBR do wstrzymania się ze zmianami. Dostrzegamy mniej gołębi i bardziej ostrożny ton wypowiedzi CBR. Choć perspektywy pozostają wysoce niepewne, obecnie oczekujemy cięcia o 50 p.b. w ciągu najbliższych sześciu miesięcy, najprawdopodobniej nie wcześniej niż w II kwartale 2023 r.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
BCB, Brazylia	7 grudnia
BRI	7 grudnia
CBR	16 grudnia
ChBL	20 grudnia

Źródło: Instytut Amundi.

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy makroekonomiczne

22 listopada 2022

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
USA	1,9	0,8	0,6	8,1	4,1	2,3
Japonia	1,6	0,5	1,2	2,4	0,5	0,4
Strefa euro	3,2	-0,7	1,1	8,7	7,5	3,2
Niemcy	1,7	-0,7	1,0	9,0	7,6	3,1
Francja	2,5	0,0	1,0	6,1	5,3	3,0
Włochy	3,7	-0,4	0,8	8,9	8,1	3,2
Hiszpania	4,5	0,3	1,3	8,6	4,3	3,4
Wlk. Brytania	4,4	-0,6	1,1	9,1	7,7	3,8
Chiny	3,2	4,5	4,3	2,0	2,2	2,1
Brazylia	3,1	0,8	1,7	9,4	4,6	4,3
Meksyk	2,7	0,7	0,6	7,9	5,8	4,5
Rosja	-3,3	-1,5	2,0	13,8	7,5	4,5
Indie	7,3	5,6	6,0	6,8	6,0	6,0
Indonezja	5,2	4,5	4,8	4,3	5,0	4,1
RPA	1,7	1,2	1,5	6,8	5,9	4,9
Turcja	5,3	3,1	4,4	72,9	56,7	29,9
Kraje rozwinięte	2,6	0,3	1,0	7,6	5,0	2,5
Kraje wschodzące	4,0	3,4	3,9	8,8	7,1	5,1
Świat	3,4	2,1	2,7	8,3	6,3	4,0

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	30 listopada 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	4,00	5,25	5,10	5,25	4,77
Strefa euro	1,50	2,50	2,90	2,50	2,90
Japonia	-0,10	-0,10	0,02	-0,10	0,09
Wlk. Brytania	3,00	4,50	4,60	4,50	4,60

Kraje wschodzące

	23 listopada 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Indie	5,90	6,40	6,40	6,15	6,25
Brazylia	13,75	13,50	13,30	11,50	11,05
Rosja	7,50	7,00	7,00	7,00	6,75

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowności obligacji 2-letnich

	30 listopada 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	4,54	4/4,20	4,22	3,4/3,60	3,92
Niemcy	2,14	1,80/2,00	2,06	1,80/2,00	1,87
Japonia	-0,02	-0,10/0	0,01	-0,10/0	0,04
Wlk. Brytania	3,31	3,10/3,30	3,00	3,20/3,40	3,17

Rentowności obligacji 10-letnich

	30 listopada 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	3,79	3,60/3,80	3,69	3,50/3,70	3,65
Niemcy	1,96	2,30/2,50	1,95	2,30/2,50	1,92
Japonia	0,25	0,10/0,30	0,38	0,10/0,30	0,48
Wlk. Brytania	3,17	3,40/3,60	3,16	3,40/3,60	3,24

Prognoza dla walut

	30 listopada 2022	Amundi II kw. 2023 r.	Konsensus II kw. 2023 r.	Amundi IV kw. 2023 r.	Konsensus IV kw. 2023 r.
EUR/USD	1,04	1,00	1,02	1,10	1,06
USD/JPY	138	135	139	125	131
EUR/GBP	0,86	0,89	0,88	0,90	0,89
EUR/CHF	0,98	0,93	0,99	1,03	1,01
EUR/NOK	10,24	10,23	10,00	9,73	9,75
EUR/SEK	10,92	10,80	10,71	10,20	10,50
USD/CAD	1,34	1,37	1,33	1,28	1,29
AUD/USD	0,68	0,65	0,67	0,75	0,70
NZD/USD	0,63	0,60	0,61	0,65	0,64
USD/CNY	7,09	7,10	7,15	6,80	7,00

Źródło: Instytut Amundi

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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

THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



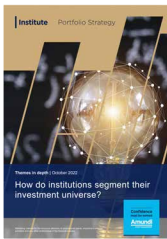
Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Themes at a glance: Gas rationing impact on European economy (29-07-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SANDRINI Francesco, Head of Multi-Asset Strategies - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



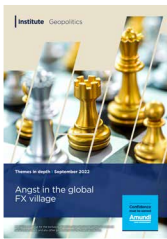
How do institutions segment their investment universe? (25-10-2022)

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - Tazé-Bernard Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

THEMATIC PAPERS GEOPOLITICS



Themes in depth: Angst in the global FX village (30-09-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

Themes at a glance: Upheaval in the global FX regime (30-09-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



Themes in depth/ Artificial intelligence for sustainable finance: why it may help (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

Themes at a glance/ Artificial Intelligence and ESG: How do they fit? (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

INVESTMENT INSIGHTS MARKET STORIES



Emerging Markets Charts and Views - EM investing after the great repricing (27-10-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Time to refocus on bonds - Rethinking portfolios after the great repricing (28-09-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



UK Fiscal Budget: main political, social and market implications (21-11-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategy Research - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - MIJOT Eric, Head of Global Equity Strategy - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics, Amundi Institute

US mid-term election: no red tide (10-11-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics - Amundi Institute - UPADHYAYA Pares, Director of Fixed Income and Currency Strategy

1-2 November FOMC meeting: debating a downshift, not a pivot (04-11-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Pares, Director of Fixed Income and Currency Strategy

A dovish pivot from the ECB: Euro bonds back in focus (28-10-2022)

AINOZU Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

WORKING PAPERS



The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)

BARAHHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Noureddine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute
RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

Incorporating ESG Risk In Fundamental Market Risk Models (18-11-2022)

Dr. SCHWEIMAYER Gerhard, Amundi Germany - STOYANOVA Niya, LMU (University of Munich)

Capital Commitment (10-10-2022)

GOURIER Elise, ESSEC Business School and CEPR - PHALIPPOU Ludovic, University of Oxford, Said Business School - WESTERFIELD Mark M., University of Washington, Foster Business School

INVESTMENT OUTLOOK



2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q4 2022 (04-11-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

ASSET CLASS VIEWS



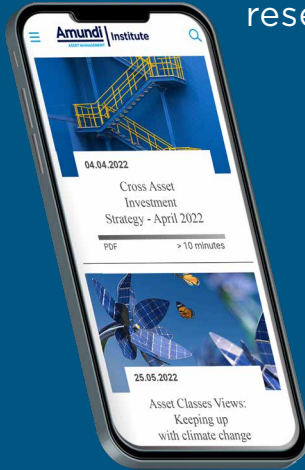
COP 27: not a lost COP after all (22-11-2022)

JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - ERIMO Isabelle, Senior Thematic Marketing Manager - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst

ESG Thema #11 - EU Sustainable Finance Action Plan: State of play (14-11-2022)

JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - DEIXONNE Florent, Head of ESG Regulatory Strategy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst

Dowiedz się więcej
o publikacjach Amundi
research-center.amundi.com



Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Asset Allocation

WAŻNE INFORMACJE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

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

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

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

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 30 listopada 2022 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 2 grudnia 2022

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

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Charles O'Rear

Redaktor naczelny

DEFEND Monica, Szef Instytutu Amundi
MORTIER Vincent, Szef Grupy ds. inwestycji

Redaktorzy

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Szef Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

Autorzy z Instytutu Amundi

AINOUZ Valentine, szef ds. globalnej strategii instrumentów stałodochodowych, CFA
BERARDI Alessia, Szef ds. badań makroekonomicznych i strategicznych rynków wschodzących
BERTHON Jean-Baptiste, starszy specjalista ds. strategii wieloaktywowych
BERTONCINI Sergio, Starszy specjalista ds. strategii badań instrumentów stałodochodowych
BOROWSKI Didier, Szef ds. badań polityki makroekonomicznej
CESARINI Federico, Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. analiz strategii wieloaktywowych
DI SILVIO Silvia, Specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych
DROZDZIK Patryk, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

Z udziałem Amundi Investment Insights

CARULLA Pol, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia, Specjalista ds. komunikacji
PONCET Benoit, Specjalista ds. komunikacji

Materiał marketingowy przeznaczony wyłącznie dla klientów profesjonalnych, podmiotów świadczących usługi z zakresu inwestycji oraz wszelkich innych specjalistów z branży finansów.

Zastępcy redaktorów

BOROWSKI Didier, Szef ds. badań polityki makroekonomicznej
PANELLI Francesca, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów
PERRIER Tristan, Specjalista ds. makroekonomii i analiz inwestycyjnych

GEORGES Delphine, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałodochodowych
HERVÉ Karine, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych na rynkach wschodzących
HUANG Claire, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
PANELLI Francesca, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów
PORTELLI Lorenzo, szef ds. strategii portfeli wieloaktywowych, szef ds. analiz Amundi Italy
ROSENBERG Anna, szef ds. geopolityki
USARDI Annalisa, Starszy ekonomista
VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

DHINGRA Ujjwal, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów