

Nr 05
Maj
2021

CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Cienka granica między pewnością siebie a euforią

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

Koniec Wielkiego Umiarkowania i powrót zmienności

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 05 - maj 2021

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Cienka granica między pewnością siebie a euforią s. 3

Postępujące ożywienie gospodarcze będzie prawdopodobnie głównym czynnikiem napędzającym rynek w najbliższej przyszłości, co będzie prowadzić do wzrostu rozbieżności — liderem rynków rozwiniętych będą Stany Zjednoczone. Uważamy, że inwestorzy powinni grać na rotację aktywów ryzykownych, preferując akcje cykliczne i segment wartości, ale też unikając segmentów, do których rynki podchodzą nadmiernie optymistycznie. W regionach takich jak Europa ponowne otwarcie gospodarek będzie napędzać dalsze przyspieszenie, które nie jest jeszcze dyskontowane — kluczowe znaczenie będzie mieć jednak selekcja. Tymczasem na rynku obligacji króluje wartość względna. Inwestorzy powinni zachować ostrożność w zakresie duracji i przeważać obligacje korporacyjne. Ogólnie rzecz biorąc, otoczenie inwestycyjne pozostaje korzystne, ale konsensusowa opinia o ożywieniu gospodarczym może sama w sobie okazać się czynnikiem ryzyka.

MAKROEKONOMIA

Perspektywy niewypłacalności azjatyckich emitentów instrumentów wysokodochodowych: wymagana selektywność s. 4

Chociaż oczekuje się, że tym razem szczytowy wskaźnik niewypłacalności azjatyckich emitentów instrumentów wysokodochodowych będzie niższy niż podczas poprzednich kryzysów, argumenty za selektywnością i podejściem analitycznym pozostają silne.

Portfele zróżnicowane

Wykorzystujcie „rotacje”, aby zarabiać na kolejnej fali ożywienia s. 5

Istnieją możliwości rotacji ekspozycji na akcje w kierunku Europy w celu skorzystania z kolejnej fali reflacji — w przypadku obligacji korporacyjnych warto natomiast preferować instrumenty wysokodochodowe.

Instrumenty stałodochodowe

Fundamenty poprawiają się, ale pojawiają się rozbieżności s. 6

Przyspieszenie ożywienia gospodarczego oznacza, że szczyt liczby przypadków niewykonania zobowiązań mamy prawdopodobnie za sobą, przynajmniej dopóki banki centralne utrzymają dostosowawczą politykę monetarną.

Akcje

Zyski najważniejsze dla zwrotów z akcji s. 7

Oczekuje się, że wzrost zysków pozostanie silny przez kilka następnych lat — powinien on napędzać zwroty, ponieważ rynki ponownie zaczęły skupiać się na danych fundamentalnych.

Tematyczne poglądy globalne

Koniec Wielkiego Umiarkowania i powrót zmienności

s. 8

Od połowy lat osiemdziesiątych zmienność makroekonomiczna spadła do poziomu najniższego po wojnie. Kryzys związany z Covid-19 przyniósł jeden z największych wstrząsów gospodarczych w historii nowożytnej i mógł oznaczać koniec Wielkiego Umiarkowania, tj. punkt zwrotny charakteryzujący się większą zmiennością gospodarczą i przejściem do reżimu wyższej inflacji. Czynniki te doprowadzą prawdopodobnie do większej zmienności na rynkach finansowych niż w poprzednich dwóch dekadach.

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 12
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 13
> Portfele wieloaktywowe – stan obecny:	s. 14
wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	
> Wnioski z analiz globalnych	s. 15
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 16

Perspektywa makroekonomiczna

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

POGLĄDY CIO

Cienka granica między pewnością siebie a euforią



Pascal BLANQUÉ,
Szef grupy ds. inwestycji



Vincent MORTIER,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Kwiecień rozpoczął się pozytywnie dla rynków finansowych, po wyjątkowym I kwartale z rozbieżnościami między losami akcji i globalnych obligacji. **Postępujące ożywienie gospodarcze będzie prawdopodobnie głównym czynnikiem napędzającym rynek w najbliższej przyszłości, co będzie prowadzić do wzrostu rozbieżności.** W ubiegłym roku motyw „pierwsi zaczęliśmy, pierwsi kończymy” przyniósł korzyści Chinom, a kraj ten znajduje się obecnie na wyraźnej ścieżce wzrostu i pozostanie motorem globalnego wzrostu w perspektywie średnioterminowej. W kolejnych kwartałach nacisk będzie kładziony na unikanie obszarów narażonych na bańki spekulacyjne. Chodzi o to, żeby zapewnić stabilny wzrost akcji kredytowej, ukierunkowany na konkretne sektory, takie jak innowacyjne technologie i produkcja, w celu dalszego wspierania ożywienia gospodarczego i uniknięcia przegrzania gospodarki.

Podczas gdy rynki trawia kolejną fazę chińskiej strategii wzrostu, **koszulka lidera ożywienia trafia do Stanów Zjednoczonych, gdzie wzrost PKB ma wzrosnąć do poziomu niewidzianego od lat osiemdziesiątych.**

Dodatkową przyczyną rozbieżności będzie jednak nadzwyczajna ekspansja gospodarki Stanów Zjednoczonych. Rosnące rentowności obligacji skarbowych i umacniający się dolar zaważa na potencjalnych perspektywach wzrostu dla najbardziej wrażliwych rynków wschodzących, którym grozi (dalsze) pozostawanie w tyle w następstwie kryzysu. Pojawiają się również pewne motywy o znaczeniu lokalnym (Turcja, Argentyna i, w mniejszym stopniu ze względu na sankcje, Rosja, a także Brazylia).

Z Chinami w trybie „kontroli” i Stanami Zjednoczonymi, które są już zaawansowane pod względem oczekiwań rynkowych, kolejnym obszarem, który może cieszyć się dalszym trwaniem dobrych nastrojów, jest Europa. Z perspektywy makroekonomicznej Europa pozostanie w tyle za dwoma światowymi motorami wzrostu, a powrót do poziomu PKB sprzed kryzysu zajmie jej wiele lat. Z perspektywy rynkowej akcje europejskie powinny skorzystać na silnym wzroście globalnym. Ponadto przyspieszenie kampanii szczepień i pozytywne prognozy zysków mogą obecnie wywołać dalsze wzrosty.

Jeśli chodzi o motywy inwestycyjne, **mamy następujące główne przekonania:**

- **Na poziomie ogólnej alokacji aktywów pozostajemy przy ryzyku. Nie należy zwiększać poziomu ryzyka, ale zamiast tego należy skupić się na rotacji, aby wykorzystać nowe fale ożywienia.** W obecnym kontekście cyklicznego ożywienia i utrzymującej się dostosowawczej postawy banków centralnych w krajach rozwiniętych, aktywa ryzykowne są nadal preferowane. To dobrze wróży akcjom, zwłaszcza tym bardziej cyklicznym i w regionach (takich jak Europa), gdzie ożywienie gospodarcze przyniesie dodatkowe przyspieszenie, które nie zostało jeszcze uwzględnione w cenach. Rynki amerykańskie nadal mogą osiągać dobre wyniki, ale ważne jest, aby unikać segmentów hiperwzrostowych i nie dać się wciągnąć w nadmierną euforię, która zaczyna panować na rynku. Należy ściśle monitorować ryzyko podwyżek podatków od osób prawnych, które mogą wpłynąć na rentowność niektórych sektorów i spółek.
- **Na rynku obligacji króluje wartość względna. Należy zachować ostrożność w zakresie duracji i przeważać obligacje korporacyjne.** Głównym ruchem w I kwartale była korekta na obligacjach amerykańskich. W nadchodzących tygodniach otoczenie może stać się mniej wymagające, ponieważ część przeszacowania rentowności mamy już za sobą. Pozytywna dynamika otoczenia gospodarczego nadal przemawia jednak za ostrożnym podejściem do duracji i pozytywnym podejściem do obligacji korporacyjnych — zwłaszcza wysokodochodowych — które nadal korzystają na poprawiających się fundamentach. Rozbieżne prognozy wzrostu i inflacji dla Stanów Zjednoczonych i Europy skutkują korektami stóp procentowych o różnym tempie, co stwarza dla aktywnych inwestorów okazje związane z wartością względną. Obligacje z rynków wschodzących nadal stanowią obszar zainteresowania inwestorów poszukujących wyższych rentowności, jednak w miarę wzrostu rozbieżności znaczenie selektywności będzie rosło.
- **W przypadku akcji należy kontynuować rotację w kierunku segmentu wartości oraz akcji cyklicznych.** Rotacja w kierunku akcji będzie kontynuowana. Letni sezon publikacji wyników finansowych będzie okazją do sprawdzenia trajektorii ożywienia, ale do tego czasu kampanie szczepień i poprawa koniunktury będą głównymi katalizatorami kontynuacji obecnej hossy. W przypadku akcji z rynków wschodzących Azja pozostaje preferowanym regionem, jeśli chodzi o rozgrywanie cykliczności.

Ogólnie rzecz biorąc, otoczenie inwestycyjne pozostaje korzystne, ale konsensusowa opinia o ożywieniu gospodarczym może sama w sobie okazać się czynnikiem ryzyka. Zaufanie jest wysokie, euforia ogranicza się do pewnych segmentów rynku (kryptowaluty, debiuty giełdowe, SPAC, czyli spółki specjalnego przeznaczenia utworzone w celu wprowadzenia spółek niepublicznych na giełdę). Taka sytuacja może utrzymać się przez jakiś czas dzięki dużej płynności w systemie. Nie widać katalizatora zmiany kierunku w krótkim terminie. Takim katalizatorem mogłoby być pogorszenie się sytuacji epidemiologicznej, ale wydaje się ono mało prawdopodobne, gdy weźmie się pod uwagę przyspieszenie kampanii szczepień na całym świecie. Innym katalizatorem może być niespodzianka inflacyjna, ponieważ reakcja banków centralnych byłaby obecnie opóźniona. Jest to czynnik ryzyka, który inwestorzy powinni traktować poważnie, zwłaszcza że zaufanie do rynku maleje, a większość potencjału przyspieszenia zdążyła się już urzeczywistnić.

Ogólne nastroje związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka Akceptacja ryzyka



Budżet ryzyka na tym samym poziomie. Preferencje dla akcji cyklicznych i segmentu wartości, a po stronie obligacji — dla obligacji korporacyjnych (wysokodochodowych).

Elastyczne zarządzanie duracją w kontekście presji na stopy procentowe.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Europejskie akcje umocniły się kosztem akcji z rynków wschodzących.
- ▶ Większe przekonanie do aprecjacji dolara i ostrożność wobec słabości walut oraz obligacji z rynków wschodzących.

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

MAKROEKONOMIA

Perspektywy niewypłacalności azjatyckich emitentów instrumentów wysokodochodowych: wymagana selektywność



Monica DEFEND,
Globalny szef ds. badań



Debora DELBO,
Specjalista ds. strategii
makroekonomicznych rynków
wschodzących



Claire HUANG,
Specjalista ds. strategii
makroekonomicznych rynków
wschodzących

Chociaż oczekuje się, że tym razem szczytowy wskaźnik niewypłacalności azjatyckich emitentów instrumentów wysokodochodowych będzie niższy niż podczas poprzednich kryzysów, argumenty za selektywnością i podejściem analitycznym pozostają silne

Odszetek niewypłacalności emitentów obligacji wysokodochodowych z azjatyckich rynków wschodzących wzrósł w I kwartale do 3,7% w stosunku do niecałych 2% rok temu. Uważamy jednak, że w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych i Europy, w przypadku których prognozuje się pogorszenie, ze względu na kilka czynników rynkowych azjatycki wskaźnik niewypłacalności ustabilizuje się wokół obecnego poziomu w ciągu najbliższych sześciu miesięcy.

Pozytywnie oceniamy natomiast to, że w 2021 roku Azja będzie nadal podnosić się po pandemii. Pomimo powolnego tempa kampanii szczepień w Azji w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi i Europą, azjatycki eksport znacznie wzrósł w całym regionie, wspierając prognozy zysków. Globalne warunki finansowe pozostają korzystne i oczekuje się, że główne banki centralne utrzymają status quo przez cały rok. Tymczasem niektóre zmienne rynkowe wydają się sprzyjać instrumentom wysokodochodowym w perspektywie krótkoterminowej: **stopa swapów ryzyka kredytowego (CDS) w regionie jest stabilna (najniższa w bloku krajów wschodzących), zmieniła się na rynkach akcji pozostaje na niskim poziomie, a dynamika cen surowców poprawia się.**

Z drugiej strony, dostrzegamy kilka czynników, które zaciemniają perspektywę dla obligacji korporacyjnych. Po pierwsze, dźwignia finansowa netto azjatyckich emitentów obligacji wysokodochodowych jest stosunkowo wysoka, biorąc pod uwagę duży udział chińskich deweloperów. Segment ten był główną siłą napędową emisji w 2020 r. i ma największy udział w terminach zapadalności do 2025 r. (>50%). Ponadto średni rating kredytowy krajów azjatyckich jest najgorszy wśród rynków wschodzących, a spready prawdopodobnie zwiększą się w stosunku do i tak już wysokich poziomów. Wreszcie, występująca w tym regionie presja na refinansowanie krótkoterminowe również jest najwyższa wśród rynków wschodzących.

Zacieśnienie polityki monetarnej przez Chiny również nie pomaga, wywierając dodatkową presję na obligacje korporacyjne. Wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym uwaga decydentów przeniosła się na zarządzanie ryzykiem zadłużenia.

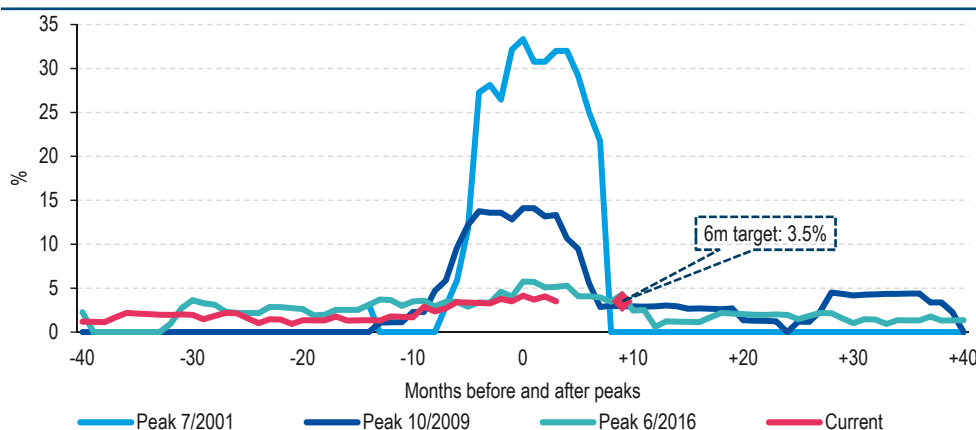
W rezultacie polityka pieniężna zaczęła się normalizować począwszy od maja 2020 r. Ponieważ głównym celem jest kontrola zadłużenia makroekonomicznego, wzrost akcji kredytowej uległ spowolnieniu.

Co ważniejsze, decydenci nadal zaostrzali warunki panujące na rynku mieszkaniowym, narzucając deweloperom bardziej rygorystyczne zasady finansowania i ograniczając popyt na spekulacyjne zakupy na poziomie lokalnym. Zaostrzenie polityki kredytowej doprowadziło do wzrostu liczby przypadków niewykonania zobowiązań w Chinach.

Niedawny przypadek wzrostu ryzyka niewypłacalności jednej ze spółek klasy inwestycyjnej okazał się kolejnym wstrząsem dla ogólnych nastrojów rynkowych. Chodzi o Huarong Asset Management Company, spółkę należącą w 57% do chińskiego Ministerstwa Finansów i jeden z czterech kontrolowanych przez państwo „złych banków” — opóźniła ona publikację swoich sprawozdań finansowych za 2020 r. i ma przejść restrukturyzację, która dotknie zarówno krajowych, jak i zagranicznych posiadaczy jej obligacji. Inwestorzy w pewnym momencie rozważali nawet najgorszy scenariusz, handlując denominowanymi w USD obligacjami zagranicznymi Huarong z dużym dyskontem. Choć oświadczenia organów nadzoru finansowego były pozytywne, zakres ich wsparcia pozostaje niepewny, a sytuacja pozostaje płynna. Biorąc pod uwagę systemowe znaczenie Huarong (170 mld USD długu), należy się spodziewać, że decydenci będą działać powoli i rozważnie. Dlatego też, niezależnie od wyniku, to wydarzenie na rynku obligacji korporacyjnych będzie prawdopodobnie trwać przez wiele miesięcy, co przedłuży etap awersji do ryzyka na rynku obligacji chińskich przedsiębiorstw.

W rezultacie uważamy, że odejście od innych gospodarek azjatyckich jest prawdopodobne. Ponieważ jednak Azja nie jest regionem jednorodnym, a konsumpcja krajowa i eksport napędzają rynki, dywersyfikacja i selektywność są zdecydowanie zalecane. Inwestorzy powinni nadal koncentrować się na oddolnej selekcji obligacji korporacyjnych i analizie fundamentalnej, aby unikać segmentów ryzykownych i selektywnie wykorzystywać okazje na rynku obligacji azjatyckich firm.

% niewypłacalności – instrumenty wysokodochodowe, Azja: bieżący trend a poprzednie cykle



Source: Bloomberg, Amundi Research, April 2021. Data for ICE BoFA EM High Yield Corporate Asia Index from Bloomberg.

PORTFELE
ZRÓŻNICOWANE

Matteo GERMANO,
Szef ds. portfeli zróżnicowanych

Rozgrywajcie „rotacje”, aby zarobić na kolejnej fali ożywienia

Potwierdzamy nasze **pozytywne nastawienie do ryzyka oraz preferencje dla akcji w stosunku do obligacji korporacyjnych**. Sygnały krótkoterminowe są korzystne, podobnie jak dane gospodarcze i dostosowawcza polityka banków centralnych. Wyceny pozostają wysokie i mogą mieć trudności z utrzymaniem się ze względu na to, że rynki już dyskontują wysoki poziom optymizmu. Nie powinny one jednak stanowić katalizatora dla strukturalnego ograniczania ryzyka. Sekwencja ożywienia i pogłębiające się globalne rozbieżności przemawiają za rotacją ekspozycji na ryzyko — **w kierunku nowych tematów, zgodnie z trendem ewolucji zaufania rynku** — a także przy jednoczesnym utrzymaniu na razie ogólnego budżetu ryzyka na niezmiennym poziomie. Zdajemy sobie jednak sprawę, że w odniesieniu do niektórych segmentów euforia inwestorów jest przesadzona — zauważamy też pierwsze oznaki zmęczenia rynku, a w zależności od przyszłych danych możemy z czasem przyjąć nieco bardziej ostrożne stanowisko.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Uważamy, że inwestorzy powinni utrzymać **konstruktywne nastawienie do akcji**, ale też postawić na rotację między regionami, **preferując rynki rozwinięte**. Potwierdzamy nasze pozytywne nastawienie do **Japonii** jako rynku procyklicznego, jednak obecnie uważamy, że Australia nie oferuje dobrych możliwości zarobku. Z drugiej strony, **akcje europejskie mogą obecnie skorzystać na nowej fali ożywienia**, przyspieszeniu szczepień, korzystnych wycenach względnych, silnym wzroście wskaźnika zysku na akcję (EPS) oraz mocnych danych technicznych. **Potwierdzamy nasze pozytywne podejście do rynku krajowego w Wielkiej Brytanii**, gdzie tempo wprowadzania szczepionek prowadzi do wczesnego ponownego otwarcia gospodarki. Akcje brytyjskie są również atrakcyjne, jeśli chodzi o rozgrywanie motywu reflacji (ekspozycja na energię, górnictwo, banki), z potencjalnie asymetrycznym profilem ze względu na duży udział akcji defensywnych, które stanowią pewną ochronę przed ewentualnym niepowodzeniem konsensusowego stawiania na ożywienie. **Zalecamy pewną ekspozycję na akcje z rynków wschodzących**, ale z mniejszym przekonaniem, ponieważ zdajemy sobie sprawę, że ostatnia zmienność i siła dolara są krótkoterminowymi przeciwnościami. Wciąż podobają nam się chińskie akcje, ale preferujemy te dostępne w Hongkongu.

W segmencie instrumentów stałodochoodowych **utrzymujemy neutralne podejście** do stóp nominalnych **zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w UE**, ale pozytywnie oceniamy inflację w Stanach, ponieważ uważamy, że po zatwierdzeniu Covidowego pakietu pomocowego o wartości 1,9 bln USD rozgrywanie reflacji może przynieść jeszcze sporo zysków.

Jeśli chodzi o rynki peryferyjne, utrzymujemy **konstruktywne nastawienie do spreadu między 30-letnimi obligacjami włoskimi i niemieckimi**, w oparciu o sprzyjające dane techniczne i wyceny oraz zwiększoną skalę skupu EBC w marcu, czyli czynniki, które mogą ograniczyć zmienność obligacji i zachęcić inwestorów do poszukiwania rentowności w segmentach rynku o dłuższych terminach zapadalności. Podtrzymujemy **umiarkowanie konstruktywne nastawienie do długu z rynków wschodzących**, choć sądzimy, że inwestorzy powinni starać się zabezpieczyć przed ryzykiem wyższego wzrostu gospodarczego/inflacji.

Obligacje korporacyjne pozostają naszym głównym wyborem wśród instrumentów stałodochoodowych: ich atrakcyjność wynika z połączenia czynników technicznych, wartości względnej, a także — w Europie — parametrów związanych ze zdolnością kredytową, pomimo wyższych wycen. Przekonanie takie wynika ze wzrostu skali skupu obligacji korporacyjnych przez EBC, który miał miejsce w marcu. W bardziej ogólnym ujęciu zalecamy **inwestowanie raczej w instrumenty wysokodochoodowe niż w klasę inwestycyjną**, ponieważ koszt finansowania w przypadku tych pierwszych zbliżony jest do historycznych minimów. Zarówno **w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie średnia duracja na rynkach instrumentów wysokodochoodowych jest obecnie niska**.

Inwestorzy mogliby również **rozgrywać reflację za pośrednictwem walut**: na przykład preferując CAD w stosunku do USD i NOK albo GBP i CAD w stosunku do EUR i CHF. **Waluty surowcowe** powinny nadal osiągać lepsze wyniki w scenariuszu ożywienia gospodarczego, podczas gdy wzrost rentowności w Stanach Zjednoczonych wpływa negatywnie na waluty o niskich rentownościach. **W przypadku walut z rynków wschodzących istotne jest przyjęcie podejścia selektywnego**. Na przykład nadal podchodzimy pozytywnie do meksykańskiego peso, ze względu na silne powiązania gospodarcze ze Stanami Zjednoczonymi, rubla w stosunku do euro dzięki wspierającym fundamentom oraz koreańskiego wona i chińskiego juana w stosunku do euro ze względu na to, że Chiny są głównym geopolitycznym motorem napędzającym handel w regionie Azji, podczas gdy gospodarka koreańska ma ekspozycję na globalny cykl półprzewodników.

Czynniki ryzyka i hedging

Główne czynniki ryzyka związane są z nadzwyczajnym wzrostem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, który może wpłynąć na stopy procentowe w Europie i zmniejszyć wartość tam, gdzie spready są już bardzo niskie (klasa inwestycyjna). Dlatego inwestorzy powinni szukać pewnej ochrony w tych obszarach.

Istnieją możliwości rotacji ekspozycji na akcje w kierunku Europy w celu skorzystania z kolejnej fali reflacji — w przypadku obligacji korporacyjnych warto natomiast preferować instrumenty wysokodochoodowe

Amundi Cross Asset – przekonania

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

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

Oszacowanie to może ulec zmianie. UST = obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, DM = rynki rozwinięte, EM/GEM = rynki wschodzące, FX = rynek walutowy, FI = instrumenty stałodochoodowe, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochoodowe, NOK = korona norweska, BTP = włoskie obligacje skarbowe, EMBI = indeks obligacji z rynków wschodzących Program zakupów w czasie pandemii (PEPP).

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

Fundamenty poprawiają się, ale pojawiają się rozbieżności



Éric BRARD,

Szef ds. instrumentów stałodochoodowych



Yerlan SYZDYKOV,

Globalny szef ds. rynków wschodzących



Kenneth J. TAUBES,

Szef (CIO) ds. zarządzania inwestycjami w Stanach Zjednoczonych

Gwałtowny wzrost rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, stroma krzywa rentowności i szybkie zdyskontowanie oczekiwań inflacyjnych odzwierciedlają perspektywę silnego przyspieszenia gospodarki amerykańskiej i wzrostu inflacji. **Rynki prawdopodobnie przesadziły z tempem przeszacowania oczekiwań Fedu** co do podwyżek stóp. W krótkim terminie możemy **zaobserwować przerwę** we wzroście rentowności. Pozostajemy jednak świadomi ryzyka przegrzania i błędów w polityce w Stanach Zjednoczonych, które mogą doprowadzić **do wzrostu stóp**, zwłaszcza w drugim półroczu. Inwestorzy mogą zatem skorzystać z **rozbieżnych ścieżek stóp procentowych krajów rozwiniętych** i różnic między obligacjami rynków wschodzących. Obligacje korporacyjne pozostają aktywami, które należy preferować w kontekście cyklicznego ożywienia, nawet jeśli wyceny są napięte, zwłaszcza w klasie inwestycyjnej.

Światowe i europejskie instrumenty
stałodochoodowe

Rosnące stopy w UE są powodem do niepokoju dla EBC, który ostatnio zwiększył skalę skupów w ramach luzowania ilościowego, aby uniknąć przedwczesnego zaostrzenia warunków finansowych. **Rola EBC ma również kluczowe znaczenie dla rynku obligacji korporacyjnych.** Dane fundamentalne emitentów obligacji korporacyjnych z UE ulegają umiarkowanej poprawie, choć występują pewne wyraźne różnice między bardziej odpornymi sektorami, które już dobrze sobie radzą, a sektorami bardziej podatnymi na zagrożenia, takimi jak handel detaliczny, gry i materiały budowlane, które również mają wysoki udział obligacji bardziej niestabilnych i mogą znaleźć się pod dalszą presją, jeśli wyniki za II i III kwartał okażą się gorsze od oczekiwanych. Z szerszej perspektywy, argumenty przemawiające za krótszą duracją (zwłaszcza w przypadku obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych) jeszcze bardziej się wzmocniły, podobnie jak te dotyczące amerykańskich i europejskich obligacji indeksowanych inflacją o rentowności równej obligacji nieindeksowanych o tym samym terminie zapadalności. W UE preferujemy dług peryferyjny, w szczególności włoski, który ma więcej miejsca na kompresję niż w przypadku innych krajów. Biorąc pod uwagę pewne wyzwania związane z **długiem rynków wschodzących, przyjęliśmy bardziej ostrożne podejście.**

Instrumenty stałodochoodowe ze Stanów
Zjednoczonych

Inwestorzy powinni zachować elastyczność w zarządzaniu duracją, preferując krótkie terminy, ale również korzystając z okazji do powiększania pozycji w świetle zmienności rynkowej. Nasz pogląd na amerykańskie obligacje skarbowe jest ostrożny – preferujemy te indeksowane inflacją, ponieważ stanowią one atrakcyjną metodę dywersyfikacji, ale też hipoteki agencyjne, które przy utrzymującej się aktywności Fedu mogą stwarzać dobre okazje. **Utrzymujemy pozytywne podejście do obligacji korporacyjnych** ze względu na dużą płynność, niskie stopy procentowe, dobre wyniki i trajektorię ożywienia gospodarczego. Inwestorzy powinni jednak ograniczać wrażliwość na wyższe stopy oraz sektory cechujące się zmiennością, a także stopniowo ograniczać ryzyko tam, gdzie wyceny są wysokie. Instrumenty wysokodochoodowe oferują lepsze możliwości niż klasa inwestycyjna, ponieważ wskaźniki niewypłacalności wracają do normy, jednak istotne jest utrzymanie selektywnego podejścia do akcji. Pozostajemy również pozytywnie nastawieni do kredytów konsumenckich i mieszkaniowych. Zachowujemy jednak selektywność ze względu na dużą zmienność i niską płynność na tych rynkach.

Obligacje z rynków wschodzących

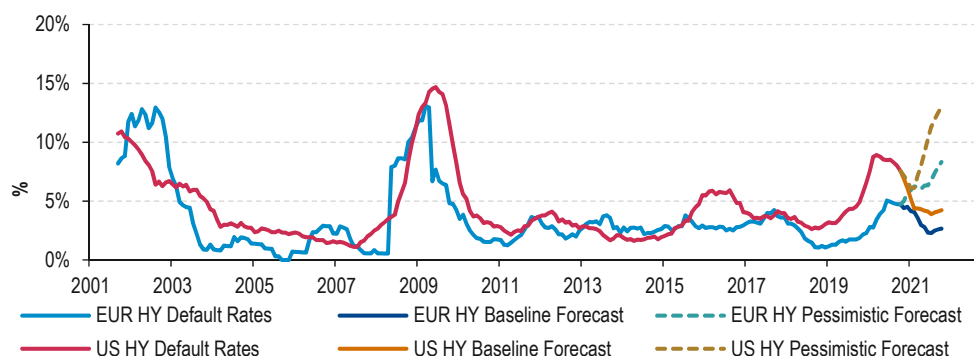
Podtrzymujemy nasze ostrożne nastawienie i uważamy, że dług denominowany w walutach lokalnych jest na tym etapie bardziej wrażliwy. Jeśli chodzi o stopy procentowe na rynkach wschodzących, sądzimy, że hosse mamy już za sobą. W marcu banki centralne rynków wschodzących (Rosja, Brazylia, Turcja) zdecydowały się na pierwsze podwyżki stóp procentowych, starając się powstrzymać presję inflacyjną. Obligacje denominowane w walutach lokalnych nie są tanie, a ich selekcja ma kluczowe znaczenie. Podchodzimy bardziej pozytywnie do obligacji denominowanych w twardej walucie. Selektywnie szukamy możliwości na rynkach określanych mianem frontier markets, zachowując ostrożność wobec Turcji, Brazylii i Ukrainy ze względu na ich specyficzne, lokalne czynniki ryzyka.

Waluty

Uważamy, że w krótkim terminie wsparcie dla USD powinno się utrzymać w stosunku do prawie wszystkich walut. Widzimy potencjał dalszych wzrostów walut surowcowych (CAD/AUD/NOK), natomiast ostrożnie podchodzimy do EUR i JPY.

Przyspieszenie ożywienia gospodarczego oznacza, że szczyt liczby przypadków niewykonania zobowiązań mamy prawdopodobnie za nami, przynajmniej dopóki banki centralne utrzymają dostosowawczą politykę monetarną

Perspektywa niewypłacalności dla obligacji wysokodochoodowych



Source: Moody's, Amundi, as of 31 March 2021. Forecasts start from April 2021.

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

AKCJE

Zyski najważniejsze dla zwrotów z akcji



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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

Oczekuje się, że wzrost zysków pozostanie silny przez kilka następnych lat – powinien on napędzać zwroty z akcji, ponieważ rynki ponownie zaczęły skupiać się na danych fundamentalnych

Ocena ogólna

Zaufanie do ożywienia gospodarczego jest głównym czynnikiem napędzającym rynki akcji, które oczekują szybkiego wzrostu zysków w środowisku dostosowawczych warunków finansowych i jedynie tymczasowego przyspieszenia inflacji. W II kwartale powinniśmy zobaczyć szczyt przyspieszenia **w otoczeniu, które pozostanie pozytywne dla akcji, pomimo prawdopodobnie mniejszej dynamiki.** Motyw reflacji będzie nadal wspierać **ekspozycję na rynki cykliczne, spółki o małej kapitalizacji i akcje wartościowe**, obecnie wspierane przez silne odbicie w cyklu wskaźnika zysku na akcję (EPS). Spodziewamy się również **powrotu tematu dywidend na pierwszy plan.** Ogólnie rzecz biorąc, po 2021 roku wzrost zysków powinien utrzymać się na dwucyfrowym poziomie przez kolejne dwa lata. Obecnie panuje jednak zgoda co do tego, że zyski będą rosły, co samo w sobie stanowi poważne ryzyko, podobnie jak utrzymujący się wzrost rentowności obligacji. W rezultacie inwestorom zaleca się utrzymanie podejścia aktywnego i skupienie się na analizie fundamentalnej.

Akcje europejskie

Pomimo słabych wyników gospodarczych w I kwartale prognozy ożywienia i wzrostu zysków w kolejnych kwartałach wyglądają solidnie, choć **między poszczególnymi sektorami występują pewne rozbieżności.** Sektory najbardziej uzależnione od działalności w okresie letnim, takie jak turystyka i rekreacja, cierpią z powodu dalszych opóźnień związanych z powolnymi kampaniami szczepień, podczas gdy bardziej cykliczne sektory związane z globalnym ożywieniem gospodarczym nadal radzą sobie dobrze. Z drugiej strony, selektywnie rozważamy niektóre akcje defensywne w sektorach farmaceutycznym i napojów, gdzie wyceny są atrakcyjne. Jeśli chodzi o styl, kluczowe pozostają motywy wartości i cykliczności, jednak istotne jest też utrzymanie koncentracji na spółkach z dobrymi bilansami. Wreszcie, **program rozwoju infrastruktury w Stanach Zjednoczonych** może być źródłem możliwości dla europejskich graczy w sektorach **materiałowym, przemysłowym i energii alternatywnej, o których już wcześniej wyrażaliśmy pozytywną opinię.**

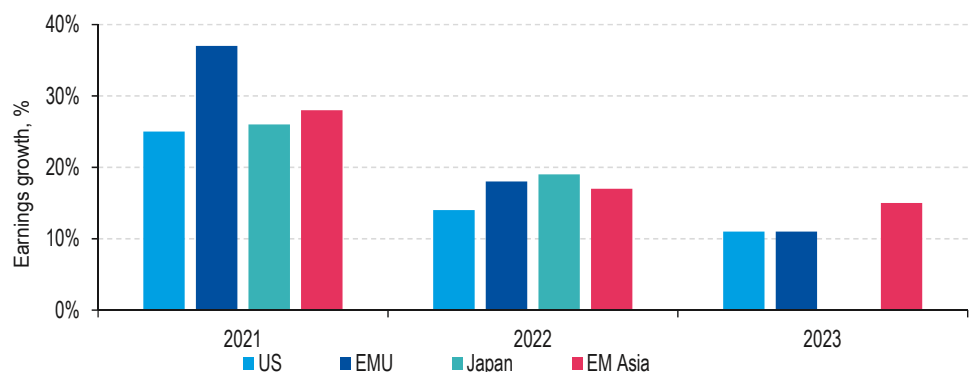
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Przyspieszenie gospodarki Stanów Zjednoczonych jest widoczne, a program infrastrukturalny może przedłużyć „bajkowy” scenariusz dla tego kraju do 2022 roku. Rozbieżności między sektorami są znaczne, **co świadczy o tym, że trwa wielka rotacja.** Przesunięcie w kierunku akcji cyklicznych i segmentu „wartości” jest spowodowane dużą luką w wycenie w stosunku do segmentu „wzrostu”, co może oznaczać wzrost zysków spółek cyklicznych w kolejnych miesiącach 2021 r. oraz wzrost nachylenia krzywej rentowności. **Jednym z czynników ryzyka**, na które należy zwrócić uwagę, a które obecnie jest niedoceniane przez rynek, jest **wzrost podatków od przedsiębiorstw.** Rynki z samozadowoleniem oczekują jedynie niewielkiego wzrostu podatków. W świetle tych rozważań **pozostajemy pozytywnie nastawieni do wysokiej jakości cyklicznych akcji z segmentu „wartości”,** zwłaszcza z sektorów finansowego, energetycznego i konsumenckiego, które zostały bezpośrednio dotknięte kryzysem Covid-19. Obecnie podejście selektywne staje się jednak znacznie ważniejsze, ponieważ wyceny rosną, a w samym segmencie wartości występują rozbieżności w zakresie skali dyskontowania ożywienia gospodarczego. Jednocześnie pozostajemy **bardzo ostrożni** w stosunku do **akcji z segmentu „wzrostu”,** a także minimalizujemy akcje spółek z obszaru „głębokiej wartości” lub przeżywających problemy. W świetle programu Joe’ego Bidena **dynamika motywów związanych z ESG (ochroną środowiska, współpracą ze społecznościami i ładem korporacyjnym) również powinna się poprawić** – z powrotem na czoło wysuwają się transformacja energetyczna w sektorach wartości oraz temat nierówności społecznych.

Akcje z rynków wschodzących

Spółki z rynków wschodzących powinny skorzystać na odbiciu wzrostu gospodarczego na świecie – w tym na rynkach wschodzących – a także ożywieniu zysków i zwiększonych przepływach kapitału. Nadal jednak monitorujemy czynniki ryzyka związane z tempem podwyżek stóp w Stanach Zjednoczonych, rozczarowaniem związanym z kampaniami szczepień na rynkach wschodzących oraz potencjalnymi napięciami geopolitycznymi (np. Rosja/Ukraina). Obecnie **preferujemy niektóre tanie kraje w regionie EMEA i Ameryce Łacińskiej.** Na poziomie krajowym podobają nam się przede wszystkim **Indie, Grecja i Rosja.** Nadal staramy się **zwiększać preferencje dla segmentu wartości i akcji cyklicznych w stosunku do segmentu wzrostu.**

Solidne perspektywy dla zysków



Source: IBES consensus, Amundi, EPS in USD for country group (World AC, EMU, Emerging...).
MSCI Indices as at 31 March 2021. Japan data for 2023 is not available.

TEMATYCZNE
POGLĄDY GLOBALNE

Didier BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych



Pierre BLANCHET,
Szef ds. analiz inwestycyjnych

Trwający od połowy lat osiemdziesiątych spadek zmienności makroekonomicznej jest zasługą zarówno „dobrej polityki” jak i „tutu szczęścia”

Koniec Wielkiego Umiarkowania i powrót zmienności

Od połowy lat osiemdziesiątych zmienność makroekonomiczna spadła do poziomu najniższego po wojnie. Kryzys związany z Covid-19 przyniósł jeden z największych wstrząsów gospodarczych w historii nowożytnej i mógł oznaczać koniec Wielkiego Umiarkowania, tj. punkt zwrotny charakteryzujący się większą zmiennością gospodarczą i przejściem do reżimu wyższej inflacji. Czynniki te doprowadzą prawdopodobnie do większej zmienności na rynkach finansowych niż w poprzednich dwóch dekadach.

Od połowy lat osiemdziesiątych zmienność wzrostu produkcji i inflacji w większości krajów OECD spadła do poziomu najniższego po wojnie. Na wyjaśnienie tego, co działo się w tym okresie, zwanym Wielkim Umiarkowaniem, składa się wiele czynników.

Po pierwsze, nastąpiło wiele zmian strukturalnych:

(i) coraz bardziej zaawansowane technologie informatyczne pozwoliły przedsiębiorstwom na optymalizację kontroli zapasów; (ii) rozwój i deregulacja rynków finansowych ułatwiły przedsiębiorstwom finansowanie inwestycji; (iii) przejście krajów rozwiniętych z gospodarki przemysłowej do gospodarki opartej na usługach pomogło złagodzić negatywne skutki wahań koniunkturalnych, a ponadto (iv) wzrost wolumenu globalnego handlu i swoboda przepływu kapitału zwiększyły elastyczność gospodarek, czyniąc je bardziej stabilnymi.

Po drugie, dokonał się postęp w zakresie polityki gospodarczej. W szczególności banki centralne stały się bardziej niezależne, co umożliwiło im skuteczniejsze wypełnianie ich podstawowego celu, jakim jest zapewnianie stabilności cen. Są one również bardziej przejrzyste w swoich działaniach i poprawiły komunikację z rynkami. Wynikiem tych zmian było lepsze ugruntowanie oczekiwań inflacyjnych.

Wreszcie, wstrząsy zewnętrzne stały się rzadsze i mniej destabilizujące. Podsumowując, spadek zmienności makroekonomicznej jest zasługą zarówno „dobrej polityki”, jak i „tutu szczęścia”. Co zaskakujące, kryzys finansowy nie zakończył Wielkiego Umiarkowania. Na przykład w Stanach Zjednoczonych zmienność produkcji nigdy nie była tak niska jak w ciągu dziesięciu lat poprzedzających kryzys Covid-19.

Można się jednak zastanawiać, czy niektóre z czynników, które doprowadziły do Wielkiego Umiarkowania, w przyszłości nie zaczną zmierzać w kierunku przeciwnym do dotychczasowego:

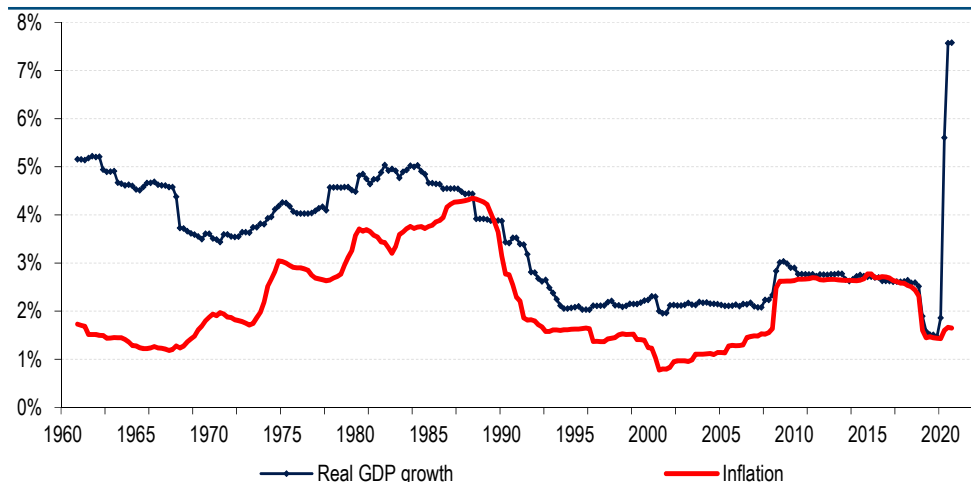
reorganizacja niektórych łańcuchów wartości w następstwie kryzysu Covid-19, słabość sektora usług w przypadku epidemii oraz oczekiwany wzrost inflacji to czynniki, które torują drogę bardziej burzliwym cyklom.

Taki rozwój sytuacji może doprowadzić do niestabilnego scenariusza „dominacji fiskalnej”, w którym ekspansywna polityka fiskalna zostaje połączona z dostosowawczą polityką pieniężną w celu złagodzenia obciążenia długiem. Stawia to banki centralne w delikatnej sytuacji, w której muszą zarówno ograniczać presję inflacyjną, jak i utrzymywać stabilność finansową. Ostatecznie kwestionuje się zdolność policy mix do łagodzenia wahań cyklicznych tak skutecznie, jak miało to miejsce w przeszłości.

Rosnący dług publiczny i inflacja mogą z kolei stanowić przeszkodę dla polityki stabilizacyjnej. Poziomy zadłużenia prywatnego i publicznego osiągnęły nowe szczyty wraz z kryzysem Covid-19, przewyższając poprzednie maksima osiągnięte pod koniec II wojny światowej. W przyszłości rosnący poziom zadłużenia będzie prawdopodobnie hamować popyt wewnętrzny. Chociaż inflacja jest pożądana, ponieważ ułatwia delewarowanie, może również wpędzić banki centralne w kłopoty, zwłaszcza jeśli oczekiwania inflacyjne nie będą dobrze zakotwiczone.

Z makrofinansowego punktu widzenia akumulacja długu zmienia reguły gry. Zbyt poważne zaostrzenie warunków monetarnych (wyższe krótko- i długoterminowe stopy procentowe) nieuchronnie doprowadziłoby do korekty wycen aktywów ryzykownych i wywołałoby „recesję bilansową”. Nie wspominając o tym, że w przyszłości gospodarki mogą być narażone na więcej wstrząsów o charakterze zewnętrznym (epidemie, wstrząsy klimatyczne i konflikty). **Tak więc zarówno „dobra polityka” i „szczęście” mogą zniknąć jednocześnie.**

1/ USA: zmienność makroekonomiczna (10-letnia średnia krocząca odchylenia standardowego)



TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

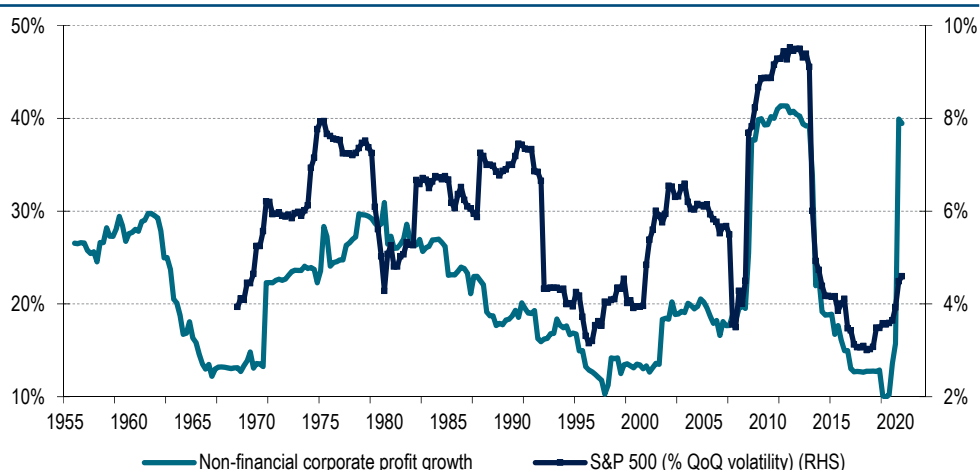
*Bardziej burzliwym
cyklom gospodarczym
będzie nieuchronnie
towarzyszyć powrót
zmienności na rynkach*

Niedawnemu wzrostowi zmienności produkcji towarzyszył również duży wzrost zmienności zysków przedsiębiorstw, podczas gdy zmienność inflacji była jak dotąd ograniczona. Zmienność na rynkach była jak dotąd ograniczona dzięki ultraekspansywnemu połączeniu polityki monetarnej i fiskalnej oraz brakowi inflacji. Ta sytuacja może nie potrwać długo. Bardziej burzliwym cyklem gospodarczym będzie nieuchronnie towarzyszyć powrót zmienności na rynkach finansowych.

Czy zmienność na rynku pozostanie na niskim poziomie, czy też wzrośnie po COVID?

Rynki finansowe przeszły w ubiegłym roku przez fazę skrajnej zmienności. Akcje staniały o ponad 30% w ciągu jednego miesiąca, a zmienność implikowana osiągnęła poziom niewidziany od czasu kryzysu w 2008 r., przy czym indeks VIX wzrósł o ponad 80%. Po tej korekcie nastąpiło silne odbicie, które sprawiło, że pod koniec roku indeksy powróciły do poziomu sprzed kryzysu. Bardzo niestabilne

2/ USA: zyski przedsiębiorstw a zmienność rynku akcji (5-letnia średnia krocząca odchylenia standardowego)



Source: Eikon-Datastream, Amundi Research as of April 2021 (quarterly data available until Q4 20)

były również rynki obligacji. Obligacje skarbowe gwałtownie wzrosły w szczytowym momencie kryzysu, po czym nastąpił rynek niedźwiedzia. Jako benchmark, Bloomberg Barclays US Long Treasury Index, który obejmuje obligacje skarbowe o terminie zapadalności 10 lat lub dłuższym, odnotował spadek o 26% w ciągu roku. Spready obligacji korporacyjnych również ulegały dość znacznym zmianom w tym samym okresie. Na szczególne wyróżnienie w tym konkursie zmienności zasługuje cena ropy naftowej, której 1-miesięczny kontrakt WTI spadł w ciągu jednego miesiąca z 50 do 15 dolarów, a nawet osiągnął wartość ujemną -40 dolarów z powodu kilkudniowej nadwyżki w hubie Cushing. Czy jednak te ekstremalne ruchy cen aktywów spowodowały wzrost zmienności rynku w dłuższym okresie?

W rzeczywistości nie. W istocie, pomimo pewnej zmienności na rynku obligacji w I kwartale 2021 r. spowodowanej wyższym niż oczekiwano wzrostem i perspektywami inflacji wynikającymi z amerykańskich pakietów stymulacyjnych i przyspieszonych kampanii szczepień, **zmienność akcji i obligacji korporacyjnych znacznie się zmniejszyła.**

Ruchy na rynku w ostatnich dwóch dekadach powodowały gwałtowny wzrost krótkoterminowej zmienności cen aktywów, ale nie zmieniły ogólnego reżimu zmienności ani jej średnich poziomów w dłuższych okresach. Na przykład w kontekście europejskim Brexit lub kryzys euro powodowały gwałtowny wzrost zmienności, ale wkrótce potem zmienność zrealizowana lub implikowana szybko spadała we wszystkich klasach aktywów – dotyczyło to zarówno funta szterlinga, jak i obligacji z peryferii strefy euro. Dlatego też **wstrząsy te, rozpatrywane osobno, nie były wystarczające, aby spowodować wzrost zmienności rynkowej** – głównie dlatego, że reakcja fiskalna i monetarna typu „cokolwiek potrzeba” zdołała uspokoić obawy inwestorów.

W ubiegłym roku zmienność cen aktywów była konsekwencją bezprecedensowego pod każdym względem kryzysu gospodarczego. Mimo to zmienność na poziomie wielu klas aktywów bardzo szybko maleje, co wynika z fundamentalnego kontekstu, który nie pozwala na odmienny rozwój sytuacji, a także z tego, że uczestnicy rynku wierzą, iż reżim „Wielkiego Umiarkowania” nadal obowiązuje. Dlatego też kryzys Covid-19 będzie stanowić punkt zwrotny w kierunku reżimu wyższej zmienności tylko wtedy, gdy po kryzysie zmieni się jeden lub więcej czynników, które ten reżim definiują (determinując poziom zmienności).

Istnieją jednak co najmniej dwa powody, dla których ceny aktywów jako całość mogą być bardziej zmienne niż w okresie „Wielkiego Umiarkowania”: (1) krótsze i/lub bardziej zmienne cykle koniunkturalne oraz (2) mniejsza dywersyfikacja pomiędzy klasami aktywów.

1. Jeśli „szczęście i dobra polityka” znikną w tym samym czasie bez wystarczająco silnego mechanizmu przywracania równowagi, możemy być świadkami **krótszych, bardziej zmiennych, a nawet niesynchronizowanych cykli koniunkturalnych.** Skutkiem tego byłaby **niestabilność krzywych rentowności obligacji**, z krótszymi cyklami wzrostu i spadku nachylenia, a tym samym niestabilność czynnika dyskontowego. Krótsze cykle koniunkturalne oznaczają większą **zmienność zysków przedsiębiorstw**, co utrudni im emitowanie obligacji o długich terminach wykupu, ponieważ inwestorzy zażądają wyższej premii, aby zabezpieczyć się przed skróconym cyklem niewypłacalności. W tym kontekście prawdopodobne jest, że zmienność zmienności byłaby wyższa.

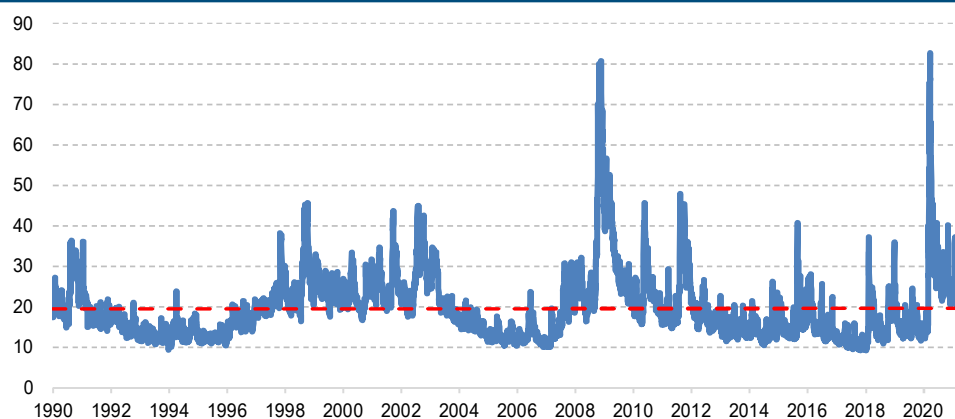
TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

W ciągu ostatnich dziesięcioleci różne wstrząsy wywoływały tymczasowe skoki, ale nie były na tyle silne, by spowodować wzrost zmienności rynkowej, głównie dzięki reakcjom fiskalnym i monetarnym

2. Drugim zmieniającym się czynnikiem może być **mniejsza dywersyfikacja**. Głównym źródłem dywersyfikacji na rynkach finansowych jest ujemna korelacja między obligacjami skarbowymi a akcjami. Ta ujemna korelacja utrzymuje się od połowy lat dziewięćdziesiątych i działa jak amortyzator. Banki centralne kładą nacisk na ten mechanizm pochłaniania wstrząsów, obniżając stopy procentowe i skupując obligacje długoterminowe w ramach luzowania ilościowego. Ujemna korelacja między obligacjami i akcjami oraz luzowanie polityki pieniężnej są jednak możliwe w warunkach niskiej inflacji, gdy oczekiwania inflacyjne są dobrze zakotwiczone w długoterminowym trendzie deflacyjnym. Koniec

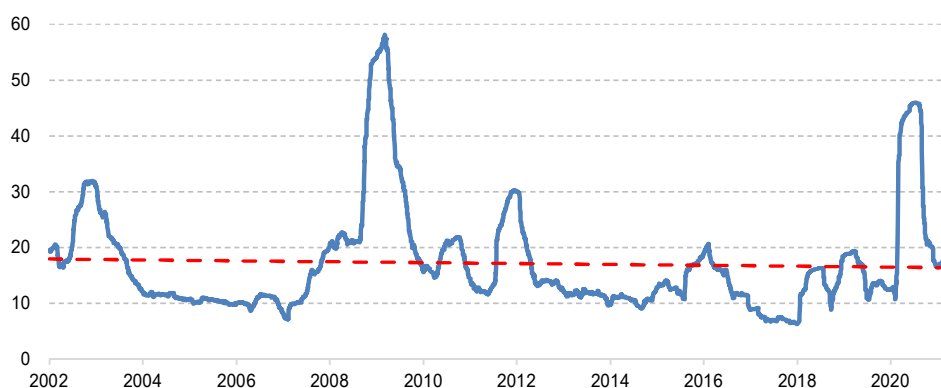
„Wielkiego Umiarkowania” może odpowiadać sytuacji, w której inflacja jest wyższa niż w ostatnich dwóch dekadach, a oczekiwania inflacyjne nie są zakotwiczone. W takim otoczeniu **korelacja między obligacjami a akcjami byłaby zerowa lub nawet dodatnia** (z wyjątkiem etapów korekt na rynku akcji). Banki centralne nie byłyby w stanie utrzymywać luźnej polityki pieniężnej przez dłuższy czas, a portfele zrównoważone byłyby w mniejszym stopniu chronione przez pozycje na obligacjach. W rezultacie inwestorzy byłoby skłonni do **zwiększania** lub **zmniejszania** swoich pozycji na akcjach przy użyciu środków pieniężnych w celu ograniczenia ryzyka, co prowadziłoby do większej zmienności na rynkach akcji.

3/ VIX - krótkoterminowa zmienność implikowana S&P500



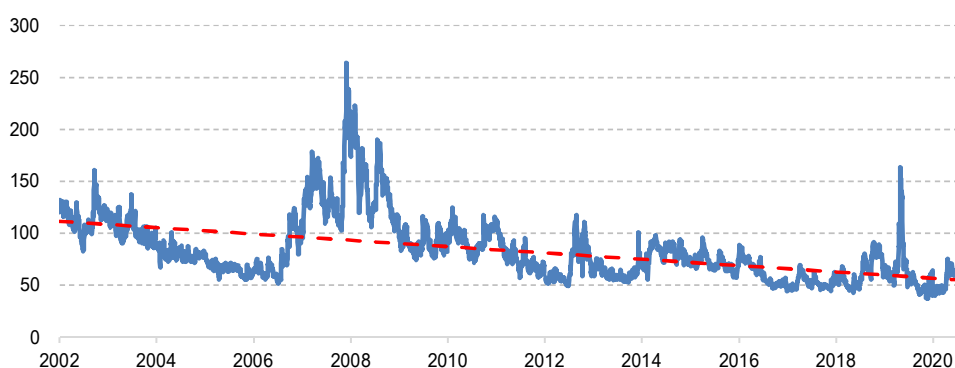
Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

4/ 6-miesięczna zmienność S&P500 od 2002



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

5/ MOVE - zmienność implikowana 10-letnich obl. skarbowych USA



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

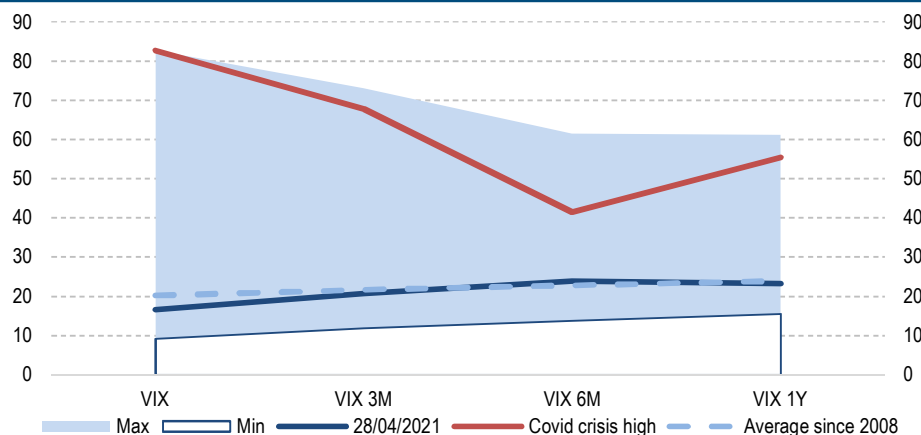
Kryzys związany z Covid-19 może stanowić punkt zwrotny w kierunku większej zmienności cyklu gospodarczego lub przejścia do reżimu wyższej inflacji. Czynniki te prawdopodobnie doprowadzą do większej zmienności na rynkach finansowych niż w poprzednich dwóch dekadach. Jednak w krótkim okresie, dopóki ta zmiana nie

zostanie potwierdzona, inwestorzy będą trzymać się paradygmatu „Wielkiego Umiarkowania”, ograniczając zmienność cen aktywów do „dolnej strefy stanów średnich”.

Sfinalizowano dn. 30 kwietnia 2021 r.

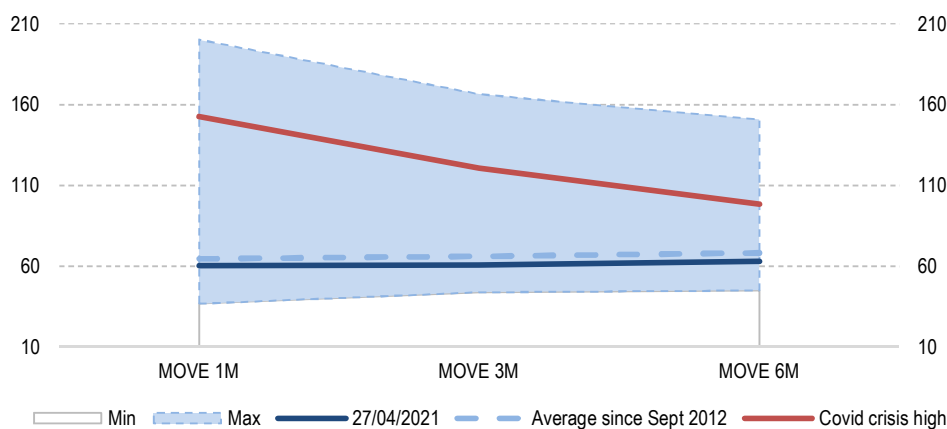
Niestabilne krzywe rentowności obligacji i niestabilna korelacja między akcjami a obligacjami byłyby głównymi konsekwencjami

6/ Struktura terminowa zmienności implikowanej S&P500 od stycznia 2008



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

7/ Struktura terminowa zmienności implikowanej 10-letnich obl. skarbowych USA do 2012



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

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

Aktualizacja miesięczna

Odnotowujemy postępy na froncie szczepionek, pomimo problemów logistycznych i skutków ubocznych. W naszym głównym scenariuszu akcje osiągają lepsze wyniki dzięki dużej płynności, poprawie fundamentów i dostosowawczej polityce monetarnej. Głównymi źródłami ryzyka są odporne na szczepionki odmiany wirusa, niespodziewane zmiany kierunku polityki monetarnej na bardziej jastrzębi oraz napięcia geopolityczne. Oczekujemy, że po upływie 18 miesięcy wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych powróci do poziomu potencjalnego w warunkach wyższej inflacji, a w Europie wzrośnie presja stagflacyjna.

Bilans czynników ryzyka zmienia się w czasie. Chociaż jest zbyt wcześnie, aby znacząco zmniejszać ryzyko portfeli, gdy podstawy makro- i mikroekonomiczne nadal coraz szybciej się poprawiają, uważamy, że marginesy na błąd w zakresie polityki fiskalnej lub monetarnej bądź niekorzystne zdarzenia są coraz mniejsze.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY

10%

Wieloaspektowe naciski*

Analiza

- ✳ Ewolucja genetyczna wirusa prowadzi do gwałtownych wzrostów liczby przypadków i zahamowania wzrostu gospodarczego oraz powrotu lockdownów do IV kwartału 2021 r., co wydłuża kryzys.
- ✳ Skutki uboczne szczepionek i/lub ich długotrwałe niedobory podważają zaufanie i pogarszają globalne perspektywy.
- ▲ Wysoce procykliczna polityka Stanów Zjednoczonych prowadzi do destabilizacji oczekiwań inflacyjnych i powoduje wzrost stóp procentowych, aprecjacje dolara i/lub inflację cen surowców, co szkodzi aktywom ryzykownym (szok zmienności) oraz stabilności finansowej. Zaostrzone warunki finansowe zwiększają niestabilność gospodarczą i finansową.
- ▲ Strefa euro nie jest w stanie zapewnić ponownego ożywienia gospodarczego, a niektóre kraje wpadają w spiralę stagflacji.
- Brak wzrostu gospodarczego stanowi przeszkodę dla zdolności obsługi zadłużenia.
- Spowolnienie wzrostu w Chinach przenosi się na gospodarkę rozwiniętą.
- Przywrócenie równowagi geopolitycznej prowadzi do wzrostu protekcyjizmu i deglobalizacji, negatywnie wpływając na handel i globalne łańcuchy wartości.

Implikacje rynkowe

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

SCENARIUSZ GŁÓWNY

70%

Ożywienie wielu prędkości

Analiza

- ✳ Kampanie szczepień w pierwszym półroczu 2021 r., choć nierównomierne w poszczególnych regionach. Osłabienie wzrostu na rynkach wschodzących i prawdopodobnie w Europie, spowodowane opóźnieniami kampanii szczepień i/lub nowymi lockdownami.
- ▲ Pakiety stymulacyjne umożliwiają ożywienie gospodarcze o wielu prędkościach, co zmniejsza różnice we wzroście gospodarczym między rynkami wschodzącymi a krajami rozwiniętymi (liderem są tu Stany Zjednoczone).
- ▲ Pomimo politycznego zobowiązania do mobilizacji polityk fiskalnych w krajach uprzemysłowionych jego realizacja w UE będzie prawdopodobnie „rozwodniona”.
- ▲ Dostosowawcza polityka pieniężna i fiskalna nadal wspiera ożywienie gospodarcze, zapobiegając zagrożeniom deflacyjnym i pozwalając na tymczasowe ustabilizowanie się wskaźnika zadłużenia w stosunku do PKB.
- Pozytywna, choć zróżnicowana dynamika zysków przedsiębiorstw, zmniejszająca ryzyko wypłacalności.
- ✳ Kryzys Covid pogłębia nierówności dochodowe i majątkowe, tym samym zwiększając ryzyko napięć społecznych i politycznych.
- Pozytywna dynamika fundamentów makro- i mikroekonomicznych pauzuje. Wysokie wyceny aktywów ryzykownych i czynniki techniczne zawężają pole manewru na wypadek niekorzystnego rozwoju sytuacji.

Implikacje rynkowe

- W perspektywie wielu klas aktywów stopniowa rotacja z wysokodochodowych obligacji korporacyjnych do akcji. Segment wartości i akcje cykliczne będą nadal osiągać przynosić ponadprzeciętne zwroty. Korzystne, dwubiegunowe pozycjonowanie („sztanga”) w obszarze akcji i walut.
- Ograniczony wzrost nachylenia krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych oddziałuje na strefę euro i rynki wschodzące.
- Utrzymać obszary wzrostu i dochodu w obrębie akcji z rynków wschodzących i obligacji korporacyjnych w kontekście rosnących zysków przedsiębiorstw. Podejście selektywne do instrumentów wysokodochodowych z rynków wschodzących.
- Preferować obligacje indeksowane inflacją jako zabezpieczenie przed inflacją.

SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY

20%

Trwałe ożywienie gospodarcze sprzyjające włączeniu społecznemu

Analiza

- ✳ Masowe szczepienia rozwiązują kryzys zdrowotny do końca pierwszego półrocza 2021 r., torując drogę do pełnego globalnego ożywienia w drugim półroczu 2021 r.
- ▲ Przy mniejszej niepewności bodźce z zakresu polityki monetarnej i fiskalnej przekładają się na gospodarkę realną oraz rynki finansowe, zmniejszając lukę między sektorami wytwórczym i usługowym.
- ✳ Oszczędności przekształcają się w konsumpcję dzięki wzrostowi dochodu dyspozycyjnego, co pozwala na uruchomienie pozytywnego sprzężenia zwrotnego między wzrostem gospodarczym i inflacją (bez globalnego przegrzania).
- ✳ Zrównoważony wzrost gospodarczy sprzyjający włączeniu społecznemu zmniejsza zapotrzebowanie na nowe środki polityczne mające na celu ograniczanie nierówności.
- ✳ Rynek pracy w Stanach Zjednoczonych ożywia się szybciej niż oczekiwano i pojawia się presja płacowa.
- Średnioterminowy wzrost wydajności dzięki nowym rozwiązaniom cyfrowym i ekologicznym.

Implikacje rynkowe

- Wzrost nachylenia krzywych dochodowości obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych ze względu na wzrost oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego i inflacji.
- Preferować aktywa ryzykowne z ekspozycją na spółki cykliczne i segment „wartości”.
- Preferować obligacje indeksowane inflacją jako zabezpieczenie przed inflacją.

* Nie ma jednego scenariusza negatywnego. Bierzymy tu jednak pod uwagę wiele zidentyfikowanych przez nas czynników ryzyka pogorszenia koniunktury. Te czynniki ryzyka mogą, ale nie muszą, łączyć się ze sobą, prowadząc do ponownego wzrostu gospodarczego i/lub wzrostu presji inflacyjnej, a tym samym powodując powrót niestabilności na rynkach. Niektóre czynniki ryzyka mają charakter zewnętrzny (dynamika pandemii, dostępność szczepionek), podczas gdy inne są bezpośrednio związane z kryzysem i/lub polityką gospodarczą. Podczas gdy ryzyko związane z wirusem powinno z czasem zmaleć dzięki kampaniom szczepień, inne zagrożenia wymienione w grupie największych zagrożeń będą miały większe prawdopodobieństwo wystąpienia w ciągu najbliższych 12 do 18 miesięcy.

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Czynniki ryzyka zostały podzielone na klastry w celu ułatwienia wykrywania strategii hedgingowych, ale są one oczywiście powiązane. Narrację i ryzyko scenariusza centralnego pozostawiliśmy w tym miesiącu bez zmian.

RYZIKO EKONOMICZNE
15%

- **Pandemia 2.0 z problemami z wdrożeniem szczepionek**
 - Problemy logistyczne lub nieoczekiwane skutki uboczne szczepionek mogą mieć bardzo negatywny wpływ na inwestorów i nastroje w przedsiębiorstwach.
 - Jeden lub kilka wariantów wirusa, na które nie działałyby istniejące szczepionki, podważyłyby oczekiwania dotyczące ożywienia gospodarczego.
- **Powolne ożywienie gospodarcze z wieloma nawrotami problemów** może wpłynąć na zaufanie przedsiębiorstw i konsumentów, obejmując sektory, które dotychczas nie zostały bezpośrednio dotknięte pandemią, takie jak finanse.
- **Niedoceniane efekty histerezy na rynku pracy** przy rosnącym bezrobociu mogą powodować napięcia społeczne.
- **Odrodzenie inflacji i drugi epizod „taper tantrum”**
 - W miarę zanikania epidemii może narastać presja inflacyjna.
 - Programy QE mogą stać się problematyczne w kontekście wzrostu oczekiwań inflacyjnych.
 - Dynamika inflacji i reakcje banków centralnych mogą być źródłem niepewności, w szczególności na rynkach wschodzących, gdzie inflacja zbliżona jest najczęściej zbliżona do celów banków centralnych.
 - Wcześniejsza zmiana polityki lub błędy komunikacyjne Fedu mogą doprowadzić do drugiego epizodu „taper tantrum”, podobnego do tego z 2013 r. (doszło wówczas do gwałtownego wzrostu oprocentowania amerykańskich obligacji skarbowych w wyniku reakcji inwestorów na wiadomość o tym, że Fed podjął decyzję o ograniczeniu zwiększania płynności systemu).

RYZIKO FINANSOWE
20%

- **Uwolnienie oczekiwań inflacyjnych** prowadzące do zakłóceń na rynku obligacji spowodowanych błędami w polityce, takimi jak wyprzedzające zacieśnianie polityki monetarnej lub nadmierne programy stymulacji fiskalnej.
- **Ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw:** pomimo poprawy sytuacji fundamentalnej głębokość recesji zwiększyła ryzyko niewypłacalności po wycofaniu płynności z banku centralnego i rządowych programów gwarancji.
- **Kryzys związany z długiem państwowym**
 - Ponieważ dług publiczny jako odsetek PKB osiąga historyczne rekordy z czasów pokoju, większość krajów jest narażona na obniżenie ratingów i rosnące stopy procentowe w przypadku błędów w polityce monetarnej i fiskalnej.
 - Niestabilne rynki wschodzące (eksporterzy jednego surowca, turystyka) również mogą stać w obliczu kryzysu bilansu płatniczego, zbliżając się do niewypłacalności.
- **Niestabilność dolara amerykańskiego może mieć wpływ dwukierunkowy:**
 - **(1) deprecjacja** mogłaby spowodować zawieszenie przez Fed programu skupu aktywów, co miałoby negatywny wpływ na rynek obligacji skarbowych, doprowadziłoby do deflacji w strefie euro i Japonii oraz zagroziłoby ożywieniu gospodarczemu w krajach wschodzących;
 - **(2) aprecjacja** mogłaby być niekorzystna dla krajów wschodzących, a wzrost rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych mógłby wpłynąć na rynek obligacji w strefie euro.

RYZIKO (GEO)POLITYCZNE
15%

- **Zimna wojna USA/Chiny**
 - Demokraci przyjmują twarde stanowisko wobec Chin.
 - Sankcje i wykluczenie chińskich spółek z giełdy to oznaki eskalacji.
 - Ryzyko przypadkowych konfrontacji na Morzu Południowochińskim lub w Cieśninie Tajwańskiej, gdzie regularnie pojawiają się chińskie samoloty.
- **Niestabilność na rynkach wschodzących (wewnętrzna i w relacjach pomiędzy nimi)** spowodowana chaotycznymi reakcjami na kryzys epidemiczny oraz rosnącymi cenami żywności.
- **Ryzyko osłabienia spójności europejskiej po Brexicie**
 - Rok 2020 zakończył się porozumieniem o wyjściu z UE, ale jego wdrożenie powoduje znacznie więcej problemów niż przewidywano.
 - W Irlandii Północnej pojawiają się napięcia w związku z nowymi przepisami dotyczącymi granic.
 - City może tracić udział w rynku szybciej niż oczekiwano.
 - Wielka Brytania musi zdecydować, jakie stanowisko chce zająć w sporach między Stanami Zjednoczonymi i UE, a także Chinami.

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

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

+ Obl. skarbowe z rynków rozwiniętych, gotówka, złoto, obl. indeksowane inflacją, USD, zmienność, jakość

- Ropa, aktywa ryzykowne, AUD/CAD lub AUD/NZD, waluty eksporterów surowców

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

- Ropa, aktywa ryzykowne, EMBI

PORTFELE WIELOAKTYWOWE – STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

Jak odczytywać ocenę punktów zwrotnych

- Zwrotu jeszcze nie było — zbyt wcześnie, by o nim mówić
 ● Zwrot się zbliża
 ● Zwrot już nastąpił

KONTEKST EKONOMICZNY

- Aktywność gospodarcza w strefie euro pozostaje pod silnym wpływem ograniczeń związanych z Covid-19, co potwierdzają dane niskiej oraz wysokiej częstotliwości. Nadal widoczne są rozbieżności na poziomie zarówno krajowym, jak i sektorowym, przy czym sektor wytwórczy radzi sobie lepiej od usługowego. Począwszy od II kwartału wzrost gospodarczy powinien stopniowo nabierać tempa w miarę ponownego otwierania się gospodarek.
- Aktywność gospodarcza w USA stopniowo nabiera tempa, a zarówno dane o wysokiej częstotliwości, jak i dane miękkie wskazują na trwały wzrost aktywności gospodarczej sektora prywatnego w wytwórstwie i usługach. Nowe bodźce fiskalne będą nadal wspierać wzrost gospodarczy.
- Ilość niespodzianek gospodarczych będzie prawdopodobnie stopniowo maleć, ponieważ w kontekście bardzo wysokiego konsensusu maleją szanse na kolejne pozytywne zaskoczenia.

FUNDAMENTY I WYCENA

- Obecne poziomy rynkowe już teraz dyskontują znaczną część oczekiwanego ożywienia zysków.
- Bezwzględne poziomy wskaźników cena/zysk (PE) znajdują się powyżej historycznych trendów, choć wzrost gospodarczy stanowi solidny argument za tymczasowym odejściem od historycznej średniej.
- Po ostatnim skoku stóp procentowych wskaźniki wartości względnej w mniejszym stopniu sprzyjają dalszym znaczącym wzrostom wycen rynkowych.

ALOKACJA
AKTYWÓW
„neutralna
plus”

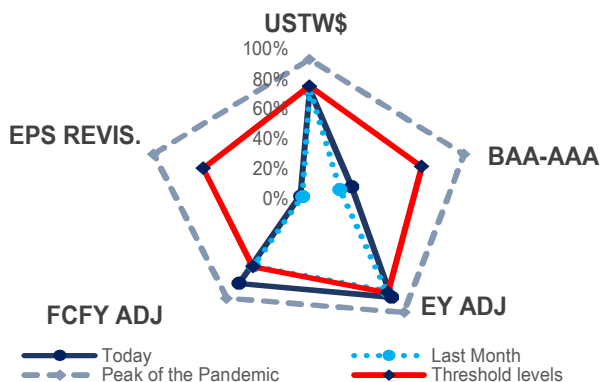
ASPEKTY TECHNICZNE

- Czynniki techniczne w przypadku wszystkich aktywów ryzykownych pozostają mieszane i złożone.
- Z jednej strony, akcje i instrumenty wysokodochodowe nadal mają przyzwoity wynik w zakresie dynamiki (świadczący o tym, że te klasy aktywów są nadal atrakcyjne dla inwestorów), ale z drugiej strony, wskaźniki kontrariańskie zmieniły kolor na pomarańczowy (ekspozycja neutralna), ponieważ większość wspomnianych aktywów zbliża się coraz bardziej do granicy nadmiernego wykupienia.
- Nasz wskaźnik oparty na RSI wygląda na mniej napięty, ponieważ rynki znajdują się w fazie konsolidacji, ale nadal jesteśmy daleko od zielonego światła.
- Uważamy, że czynniki techniczne są obecnie neutralne ze względu na rosnące stopy procentowe, które obciążają mnożniki (te ostatnie pozostają z kolei napięte i zależne od wstrzykiwanej do systemu ogromnej płynności), jak również ze względu na brak wyraźnego kierunku na wielu ryzykownych rynkach.

NASTROJE

- Nastawienie do ryzyka pozostaje pozytywne pomimo zawirowań związanych z korektą alokacji po I kwartale 2021 r.
- Ogólne prawdopodobieństwo AWERSJI DO RYZYKA pozostaje niskie, co sugeruje, że nadal warto przeważać aktywa ryzykowne kosztem defensywnych.
- Naszym zdaniem należy uważnie monitorować następujące dwie kwestie: i) Gwałtowne odbicie USD (na razie ograniczone) nie przełożyło się na korektę prognoz zysku na akcję (EPS) w dół i wyższą premię za ryzyko kredytowe. Jeśli tak się stanie, nasz wskaźnik CAST powinien pogorszyć się w stosunku do obecnych poziomów. ii) Globalne warunki finansowe nie pogorszyły się w związku z gwałtownym przeszacowaniem nominalnych i realnych stóp procentowych w I kwartale i obecnie wydają się odbiegać od norm historycznych (oznaka samozadowolenia rynku).

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



Source: Amundi Research, Data as of 19 April 2021

Wartości czujek CAST sygnalizują, że ryzyko jest postrzegane jako skrajnie niskie.

Ze względu na ogólną poprawę wszystkich komponentów (z wyjątkiem premii za ryzyko rynku akcji, ERP, skorygowanej o ryzyko kredytowe) czujki pozostają na obszarze sygnalizującym atrakcyjność ryzyka.

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

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

1 Taktyczna pauza dynamiki globalnego wzrostu gospodarczego

- Obserwujemy obecnie taktyczną pauzę w ramach bardzo silnej korekty dynamiki globalnego wzrostu gospodarczego, która rozpoczęła się w kwietniu ubiegłego roku.
- Wydaje się, że korekty wskaźnika zysku na akcję (EPS) i niespodzianki gospodarcze osiągnęły poziom maksymalny w stosunku do bardzo wysokich poziomów, co wskazuje, że ceny aktywów już dyskontują znaczną część optymizmu rynku i że konieczna może być przerwa.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Pozytywne nastawienie do ryzyka w różnych klasach aktywów jest potwierdzone, ale ostrożność w odniesieniu do wycen jest nadal zalecana, jeśli chodzi o wartość zarówno bezwzględną, jak i względną.
- Ostatni trend wzrostowy USD może wpłynąć na pozytywne nastawienie do ryzyka, jeśli przeniesie się na obligacje korporacyjne i spowoduje korekty prognoz wskaźnika zysku na akcję (EPS).

2 Normalizacja inflacji w Stanach Zjednoczonych, zróżnicowane trendy w strefie euro, obserwacja inflacji w Brazylii

- W najbardziej rozwiniętych gospodarkach inflacja ma zbliżyć się do celów banków centralnych do końca 2021 roku.
- Inflacja w Stanach Zjednoczonych rośnie szybciej niż w strefie euro. Niemcy powinny odnotować najwyższy szczyt inflacji bazowej, natomiast Hiszpania i Włochy powinny pozostać pod tym względem w tyle.
- Inflacja na rynkach wschodzących jest widoczna po stronie kosztów — dodatkowo powiększa ją słabość walut.
- Patrząc na historyczną ewolucję indeksów inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych, przewidyujemy wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia do 2023 roku otoczenia od normalnego (CPI pomiędzy 2–3%) do inflacyjnego (CPI 3–6%).

Konsekwencje dla inwestorów:

- Aktywa ryzykowne radzą sobie najlepiej, gdy inflacja jest na „normalnym” poziomie.
- Choć w środowisku inflacyjnym akcje nadal przynoszą dodatnie stopy zwrotu (jednocyfrowe), spready obligacji korporacyjnych mają tendencję do wzrostu, ponieważ banki centralne wznawiają politykę zacieśniania. Rzecz jasna, w takich warunkach dobrym zabezpieczeniem okazują się obligacje indeksowane inflacją.

3 Cykliczna rotacja będzie kontynuowana

- Pierwsze sygnały dotyczące sezonu wyników za I kwartał brzmią obiecująco, a konsensus oczekiwań w ciągu ostatnich dwóch tygodni wyraźnie wzrósł. Dla S&P 500 IBES przewiduje +31% w porównaniu do +24% na dzień 1 kwietnia. Podobnie w przypadku indeksu Stoxx 600 odpowiednio +56% w porównaniu do +47%.
- W obu regionach sektory, które jako pierwsze ucierpiały w zeszłym roku, takie jak sektor finansowy i cykliczne akcje z sektora konsumenckiego, obecnie są liderami odbicia. Nawet jeśli te wstępne dane będą ulegać wahaniom, to dobre wyniki akcji cyklicznych raczej się utrzymają.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Rotacja procykliczna trwa i jest dojrzała, ale jeszcze się nie zakończyła. Za segmentem wartości może też przemawiać silniejszy wzrost wskaźnika zysku na akcję (EPS) w przyszłości oraz pewna dynamika.
- Utrzymujemy procykliczne pozycjonowanie również w regionach, przeważając rynki wschodzące, Europejską Unię Monetarną i region „Japonia i Pacyfik” z wyłączeniem Japonii, przyjmujemy nastawienie neutralne do Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii oraz nie dowozimy rynków defensywnych, takich jak Szwajcaria.

4 Intensywne ożywienie wzrostu gospodarczego w Chinach będzie kontynuowane; reflacja bez wysokiej inflacji

- Oczekujemy, że po spowolnieniu w I kwartale ożywienie gospodarcze przyspieszy w kolejnych sektorach, napędzane przez sektor usług.
- Wzrost gospodarczy będzie mniejszym zmartwieniem dla decydentów, co doprowadzi do ostrożnego ograniczania polityki fiskalnej i kredytowej oraz ukierunkowanego zacieśnienia na rynku mieszkaniowym.
- Inflacja nie powinna być problemem dla Chińskiego Banku Ludowego w 2021 roku. Oczekujemy, że inflacja PPI osiągnie najwyższy poziom w II kwartale, przy słabnących bodźcach fiskalnych i kredytowych. W latach 2021/22 inflacja CPI powinna stopniowo rosnąć, a inflacja bazowa utrzymywać się poniżej 3%.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Przejściowy skok inflacji, ponowne, sekwencyjne przyspieszenie wzrostu gospodarczego i zwiększona podaż obligacji powinny wywołać presję wzrostową na rentowność obligacji skarbowych w II kwartale. Wolimy kupować w trakcie ewentualnych wzrostów rentowności, ponieważ rentowności za 12 miesięcy będą prawdopodobnie znajdować się na podobnym poziomie, co obecnie.
- W miarę jak fala płynności zaczyna słabnąć, pozostajemy konstruktywnie nastawieni do chińskiego rynku akcji, utrzymując podejście selektywne i preferując akcje dywidendowe w stosunku do akcji wzrostowych. Małe spółki mają również większe szanse na wzrost w najbliższym czasie — będą korzystać z coraz powszechniejszego ożywienia gospodarczego.
- Ryzyko niewykonania zobowiązań przez przedsiębiorstwa państwowe i podmioty finansujące samorządy lokalne nadal ciąży na rynku kredytowym i zwiększa awersję do ryzyka.

5 Dwutorowe ożywienie w Japonii będzie kontynuowane, a sama Japonia ma dobrą pozycję w globalnym cyklu wzrostu nakładów inwestycyjnych

- Ostry kontrast pomiędzy krajowymi i zagranicznymi zamówieniami na maszyny na początku 2021 r. sugeruje, że zagraniczny popyt inwestycyjny pozostaje główną siłą napędową japońskiego ożywienia gospodarczego.
- Zyski japońskich przedsiębiorstw zwykle są dodatnio skorelowane z globalnym cyklem produkcyjnym. W związku z tym, biorąc pod uwagę ożywienie globalnej produkcji przemysłowej, etap odbicia zysków japońskich firm powinien nadal trwać.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Japonia nadal jest inwestycją cykliczną, która powinna być preferowana w warunkach globalnego ożywienia — jen powinien tymczasem osłabiać się w miarę wzrostu apetytu na transakcje typu carry trade.
- Utrzymujemy jedynie umiarkowanie pozytywne nastawienie ze względu na to, że istnieje ryzyko, iż globalnemu ożywieniu gospodarczemu może również towarzyszyć mniejsza presja na aprecjację USD, gdy Japonia i Europa dołączą do Stanów Zjednoczonych i Chin.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=		Ogromne wsparcie fiskalne, dostosowawcze warunki finansowe, niezaspokojony popyt konsumencki i znaczne oszczędności tworzą sprzyjające środowisko dla amerykańskich akcji. Ważne jest jednak, aby unikać przesadnie wysoko wycenionych segmentów rynku, w przypadku których wyceny nie są uzasadnione danymi fundamentalnymi. Zamiast tego inwestorzy powinni skupić się na rotacji kluczowych tematów w kierunku segmentów „wartości” i „jakości” oraz akcji cyklicznych z silnym nastawieniem na selekcję, jak również na tematach ESG. Opodatkowanie przedsiębiorstw to kolejny temat, który zasługuje na uwagę.
	Segment „wartości”, USA	+		Poprawiające się perspektywy wyników i stroma krzywa rentowności powinny wspierać akcje cykliczne (zwłaszcza z sektora finansowego), które powinny korzystać z normalizacji gospodarki. W długim okresie akcje „wartościowe” ze Stanów Zjednoczonych oferują połączenie wzrostu strukturalnego, jakości, stabilności oraz poprawy w zakresie czynników ESG.
	Segment „wzrostu”, USA	-		Rosnące stopy procentowe i ożywienie gospodarcze mogą mieć negatywny wpływ na wyceny długoterminowych akcji z segmentu „wzrostu”, z których część już teraz wygląda na bardzo drogie. Zalecamy ostrożne podejście do tych obszarów.
	Europa	=/+	▲	Przyspieszenie kampanii szczepień w drugim półroczu oraz poprawa koniunktury i prognoz wskaźnika zysku na akcję (EPS) przemawiają za optymistycznym nastawieniem do europejskich akcji, których relatywne wyceny są atrakcyjne. W regionie mogą jednak wystąpić pewne rozbieżności między sektorami — niektóre z nich skorzystają z ożywienia gospodarczego bardziej niż inne. Dlatego ważne jest przyjęcie podejścia selektywnego i skupienie się na danych oraz wykorzystanie możliwości rotacji w segmentach wartości i cyklicznym. Okazuje do zarobku stanowią również wyjątkowo niskie wyceny w sektorach defensywnych.
	Japonia	+		Podtrzymujemy nasze konstruktywne nastawienie do Japonii ze względu na jej cykliczny i przemysłowy profil, który powinien skorzystać z poprawiającej się sytuacji w gospodarce światowej i zwiększającej konkurencyjność eksportu deprecjacji jena.
	Rynki wschodzące	+	▼	Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do akcji z rynków wschodzących, ponieważ potencjał wzrostu, szczególnie w Azji, pozostaje nienaruszony, choć zdajemy sobie sprawę z krótkoterminowych przeszkód, jakie stwarza umacniający się dolar i sytuacja epidemiologiczna. Wymagają one przyjęcia bardziej selektywnego podejścia w zróżnicowanym wewnętrznym bloku rynków wschodzących, na których konsumpcja krajowa i motywy wartości oraz cykliczności pozostają istotne. Wreszcie, przywrócenie równowagi w Chinach w kierunku bardziej zrównoważonej ścieżki wzrostu powinno wywrzeć pozytywny wpływ na wszystkie rynki wschodzące.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	-/=		Pozostajemy ostrożni co do duracji w Stanach Zjednoczonych w kontekście wzrostu oczekiwań inflacyjnych, wzrostu zadłużenia oraz ożywienia gospodarczego. Uważamy jednak, że stopy zwrotu już gwałtownie wzrosły i dlatego inwestorzy powinni zachować elastyczność, aby móc zwiększać durację, jeśli zmienność na rynku wzrośnie. Z drugiej strony, argumenty przemawiające za amerykańską inflacją i obligacjami skarbowymi indeksowanymi inflacją pozostają przekonujące. Zachowujemy ostrożność w stosunku do amerykańskich obligacji skarbowych w naszych portfelach amerykańskich.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=		Inwestorom zaleca się monitorowanie ryzyka stopy procentowej w ich portfelach i w związku z tym ograniczanie udziału obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej o długim terminie zapadalności. Ogólnie rzecz biorąc, utrzymujemy pozytywne nastawienie, ale dostrzegamy wysokie wyceny w niektórych segmentach, w przypadku których konieczne może być ograniczenie ryzyka. Sekurytyzacyjne obligacje korporacyjne są atrakcyjne ze względu na wysoki poziom dochodów i oszczędności konsumentów, ale kluczem jest selektywność.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Dane fundamentalne emitentów instrumentów wysokodochodowych i sytuacja w zakresie wskaźnika niewypłacalności wydają się poprawiać w miarę ożywienia gospodarczego, a koszty finansowania pozostają na niskim poziomie. Należy jednak zachować szczególną ostrożność przy doborze akcji.
	Skarbowe Europa	-/=		Zachowujemy ostrożność w stosunku do obligacji z rdzenia strefy euro, ale mamy świadomość, że EBC nie pozwoli na zbyt duży wzrost rentowności, aby utrzymać dostosowawcze warunki finansowe. Z drugiej strony, podchodzimy konstruktywnie do długu państw peryferyjnych — zwłaszcza Włoch — ponieważ ostatnie interwencje w ramach Programu zakupów w czasie pandemii (PEPP) potwierdzają wykazywaną przez EBC chęć uniknięcia fragmentacji rynków europejskich.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=/+		Jesteśmy pozytywnie nastawieni do obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej ze względu na poprawiające się fundamenty i poszukiwanie rentowności — koncentrujemy się na krótszych duracjach i segmencie BBB. Selekcja obligacji pozostaje jednak istotna, ponieważ uważamy, że prawdopodobne jest wystąpienie rozbieżności między sektorami najbardziej dotkniętymi kryzysem a tymi, które już z niego wyszły. Wsparcie ze strony EBC pozostaje ważne dla tego rynku.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=/+	▲	Obecnie wolimy rozgrywać możliwości spadku spreadów wśród spółek o niższych ratingach i poszukiwać okazji do wzrostu wartości względnej w sektorze finansowym (jesteśmy pozytywnie nastawieni do długu podporządkowanego i ostrożni w stosunku do obligacji uprzywilejowanych w tym sektorze). Uważamy jednak, że ważne jest zachowanie równowagi pomiędzy jakością a rentownością poprzez rozróżnienie pomiędzy obligacjami wysokiej i niskiej jakości.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Chociaż w dłuższej perspektywie czasowej dług denominowany w twardej walucie wspiera poszukujących rentowności, w krótkim terminie inwestorzy powinni zachować ostrożność w obliczu rosnących stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Szybzy wzrost zysków wspiera obligacje korporacyjne, ale możliwość spadku spreadów obligacji wysokodochodowych pozostaje ograniczona, poza kilkoma przypadkami związanymi ze specyficznymi uwarunkowaniami. Prowadzimy selektywne poszukiwania okazji na rynkach frontier markets.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Biorąc pod uwagę ryzyko związane z aprecjacją dolara, uważamy, że dług denominowany w walutach lokalnych jest bardziej wrażliwy i droższy. Sелеktywność jest zatem nadal niezbędna.
INNE	Surowce			Surowce, w tym metale bazy, powinny skorzystać z oczekiwań dotyczących szybkiego ożywienia gospodarczego w 2021 roku oraz wpływu inwestycji związanych z motywem reflacji. Sytuacja ta powinna być również korzystna dla cen ropy naftowej, które w najbliższych miesiącach powinny utrzymać się na obecnym poziomie. Wśród metali szlachetnych złoto znalazło pewne wsparcie w ostatnich komunikatach Fedu, sugerujących utrzymanie dostosowawczej polityki monetarnej.
	Waluty			Ostatnia aprecjacja dolara nie wpłynęła na warunki finansowe, ale według naszych wewnętrznych modeli dolar wydaje się osiągać poziom ostrzegawczy. Mimo to uważamy, że niektóre z czynników wspierających tymczasową trajektorię wzrostową dolara ulegają zmianie.

LEGENDA



Źródło: Amundi, na dzień 22 marca 2021 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

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

KRAJE ROZWINIĘTE

Prognoza
makroekonomiczna

Dane z dnia 2021-04-28

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	zakres					
Świat	-3,5	5,7/6,5	3,7/4,5	2,6	2,9	3,1
Kraje rozwiniete	-5,2	4,7/5,6	3,2/3,9	0,7	1,8	1,8
USA	-3,5	6,5/7,9	3,5/4,4	1,3	2,6	2,5
Japonia	-4,9	4,0/4,6	1,4/2,0	0,0	0,1	0,2
Wlk. Brytania	-9,9	3,8/4,4	4,6/5,2	0,9	1,7	2,0
Strefa euro	-6,8	3,0/3,6	3,2/3,9	0,3	1,4	1,5
Niemcy	-5,0	2,8/3,4	2,6/3,2	0,5	1,8	1,5
Francja	-8,2	4,0/4,6	3,2/3,8	0,5	1,2	1,6
Włochy	-8,9	3,0/3,6	2,7/3,3	-0,1	1,0	1,4
Hiszpania	-11,0	3,9/4,5	4,2/4,8	-0,3	1,1	1,2

Źródło: Amundi Research

- Stany Zjednoczone:** Dzięki niezwykle dostosowawczej polityce makroekonomicznej, gospodarka Stanów Zjednoczonych w połowie roku powróci do poziomu sprzed pandemii. Zniesienie ograniczeń zdrowotnych, powszechne kampanie szczepień i akumulacja nadwyżek oszczędności stanowią ryzyko dla naszych oczekiwani dotychczasowych wzrostu gospodarczego i inflacji na rok 2021. Plan „Build Back Better”, który przewiduje wydatki na infrastrukturę w wysokości od 2 do 4 bilionów dolarów w ciągu 10 lat, może podnieść PKB już w przyszłym roku, jednocześnie zwiększając potencjalny wzrost w średnim i długim okresie. Inflacja rośnie i w bieżącym kwartale przekroczy wartość docelową ze względu na czynniki tymczasowe, a następnie ustabilizuje się począwszy od 2022 r. na poziomie nieco wyższym niż przed pandemią.
- Strefa euro:** Kluczowym czynnikiem pozostaje tempo kampanii szczepień. Mimo że ożywienie gospodarcze pozostawało odporne w trakcie jesiennych i zimowych lockdownów, prawdopodobnie ulegnie ono pogorszeniu w wyniku przedłużających się ograniczeń sanitarnych w pierwszym półroczu, co spowoduje kontynuację bardzo chaotycznej ścieżki ożywienia w kontekście bardzo stopniowego otwierania gospodarki. Wyniki gospodarcze prawdopodobnie znacznie się poprawią począwszy od lata. Rządy będą nadal oferować wsparcie fiskalne, dopóki ożywienie gospodarcze nie wejdzie na właściwą tory, a Europejski Bank Centralny będzie nadal prowadzić dostosowawczą politykę monetarną. Inflacja przyspieszy, wykazując zmienność wynikającą z czynników przejściowych i pozostając poniżej celu pod koniec okresu objętego prognozą.
- Japonia:** Oczekuje się, że w 2021 r. ożywienie gospodarcze będzie lepsze niż w strefie euro, ale gorsze niż w Stanach Zjednoczonych. Oczekujemy, że eksport pozostanie głównym motorem wzrostu, ponieważ będzie korzystać z globalnego ożywienia inwestycji. Było to widoczne w gwałtownym wzroście zamówień na maszyny na początku roku. Powolne tempo kampanii szczepień i nawracające ogniska chorób w dużych miastach kładą się jednak cieniem na perspektywach dla popytu wewnętrznego. Dlatego spodziewamy się, że inflacja pozostanie bliska zeru. Wpływ inflacji „importowanej” wynikającej z deprecjacji jena i rosnących cen surowców będzie ograniczony.
- Wielka Brytania:** Oczekujemy, że brytyjska gospodarka skurczy się w I kwartale — dzięki szybkiej kampanii szczepień, która objęła 50% populacji w połowie kwietnia rząd mógł jednak rozpocząć stopniowe wycofywanie restrykcji, które zostaną całkowicie zniesione do 21 czerwca. W związku z tym oczekuje się, że począwszy od II kwartału gospodarka nabierze tempa, a w drugim półroczu będzie cieszyć się wysoką dynamiką. Inflacja powinna rosnąć w następstwie oddziaływania czynników o charakterze przejściowym, utrzymując się jednak zasadniczo w granicach celu i nie zagrażając wspierającemu kursowi polityki pieniężnej, który powinien współgrać ze wzmocnioną ostatnio polityką fiskalną w ramach stabilnego podtrzymywania ożywienia gospodarczego.

Prognoza kluczowych stóp
procentowych

	23-04 2021	Amundi + 6 m.	Konsensus + 6 m.	Amundi + 12 m.	Konsensus + 12 m.
USA	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,16
Strefa euro	-0,52	-0,50	-0,52	-0,50	-0,52
Japonia	-0,10	-0,1	-0,01	-0,1	-0,06
Wlk. Brytania	0,10	0,1	0,11	0,1	0,13

Źródło: Amundi Research

- Fed:** FOMC podniósł swoje prognozy wzrostu gospodarczego, zatrudnienia i inflacji, nie zmieniając jednak ścieżki stóp procentowych, które mają zostać podniesione dopiero w 2024 roku. Fed był zdecydowany zasygnalizować cierpliwość, kładąc silny nacisk na swoją nową funkcję reakcji i zobowiązanie do utrzymania stóp bliskich zeru, dopóki inflacja wyraźnie nie przekroczy 2% i dopóki nie powróci pełne zatrudnienie. Fed ponownie podkreślił, że będzie postrzegać nadchodzące dane o wysokiej inflacji jako przejściowe, a z drugiej strony skupił się na mandacie pełnego zatrudnienia. Założenie dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w 2021 r. mogłoby zostać skorygowane w górę, jeśli FOMC obniży swoje oszacowanie ryzyka związanego z Covid w trakcie najbliższych kilku miesięcy.
- EBC:** Zgodnie z oczekiwaniami, kwietniowe posiedzenie nie przyniosło żadnych istotnych wieści dotyczących polityki monetarnej — EBC utrzymuje gołębie nastawienie i potwierdza swoje wysoce dostosowawcze stanowisko w zakresie polityki pieniężnej. Prezes EBC mówiła o miesięcznych zakupach w ramach PPP na poziomie blisko 85 mld euro w najbliższych miesiącach, uznała wszelkie dyskusje o możliwym stopniowym ograniczaniu skupu za przedwczesne i podkreśliła, że w kontekście rozwoju sytuacji w innych jurysdykcjach istnieje konieczność utrzymania wsparcia monetarnego jeszcze przez jakiś czas, ponieważ gospodarka przebędzie długą drogę, zanim ostatecznie upora się z pandemią. Pomimo pewnych rozbieżności wśród członków EBC co do perspektyw stymulowania gospodarki i miarę jej ożywienia, ostatnie posiedzenie potwierdziło zasadniczo dostosowawcze stanowisko.
- Bank Japonii:** Na marcowym posiedzeniu Bank Japonii dokonał kilku niewielkich zmian w swojej polityce, aby podkreślić potrzebę zrównoważonego rozwoju. Bank centralny potwierdził zakończenie regularnego skupu ETF-ów i J-REIT-ów, ogłosił poszerzenie przedziału rentowności 10-letnich japońskich obligacji skarbowych o +/- 25 punktów bazowych wokół 0% oraz wzmocnił program subsydiów, aby złagodzić skutki polityki ujemnych stóp procentowych. Od tego czasu Bank Japonii ograniczył skup japońskich obligacji skarbowych, a ponadto przez większą część kwietnia powstrzymywał się od kupowania ETF-ów. W związku z perspektywą ożywienia gospodarczego opartego na eksporcie w globalnym cyklu inwestycyjnym w 2021 roku, uważamy, że Bank Japonii będzie nadal ograniczał średnią wielkość zakupów aktywów.
- Bank Anglii:** Na marcowym posiedzeniu nie doszło do zmian w polityce — utrzymano gołębi ton, choć Bank Anglii wydaje się ostrożnie optymistyczny w swoich prognozach. Podobnie jak Fed, Bank Anglii nie wydaje się zaniepokojony wzrostem nachylenia krzywej w ostatnich miesiącach, zgodnie z komentarzem gubernatora Baileya sugerując, że wzrost rentowności odzwierciedla lepsze perspektywy ożywienia gospodarczego. Jednocześnie dopóki kwestia dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej nie stanie się jaśniejsza, Bank Anglii będzie nadal dążył do zapewnienia dość łatwych warunków finansowania, koncentrując się raczej na luzowaniu ilościowym niż na innych narzędziach polityki.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
Rezerwa Federalna (FOMC)	16 czerwca
EBC (Rada Prezesów)	10 czerwca
Bank Japonii (MPM)	18 czerwca
Bank Anglii (MPC)	6 maja

Źródło: Amundi Research

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza
makroekonomiczna

Dane z dnia 2021-04-28

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2020	2021	2022 zakres	2020	2021	2022
Świat	-3,5	5,7/6,5	3,7/4,5	2,6	2,9	3,1
Kraje wschodzące	-2,2	6,3/7,1	4,0/5,0	4,0	3,8	4,0
Brazylia	-4,1	3,1/4,1	1,5/3,5	3,2	6,5	4,0
Meksyk	-8,2	4,4/5,4	1,9/3,9	3,4	4,3	3,3
Rosja	-3,1	3,0/4,0	2,0/3,5	3,4	5,1	4,2
Indie	-7,1	9,0/10,2	5,2/6,6	6,6	5,2	6,1
Indonezja	-2,0	3,8/4,6	4,4/5,4	2,0	2,1	3,2
Chiny	2,3	8,9/9,5	4,9/5,5	2,5	1,2	2,4
RPA	-6,9	3,1/4,1	2,1/3,1	3,2	4,1	4,6
Turcja	1,6	3,6/4,6	3,7/4,7	12,3	15,7	11,6

Źródło: Amundi Research

- Chiny:** PKB wzrósł w I kwartale o 18,3% w ujęciu rocznym ze względu na efekt bazy. W ujęciu sekwenecyjnym wzrost spowolnił do wyrównanego sezonowo kwartalnego tempa ok. 1,2% w I kwartale, co oznacza spadek w stosunku do naszych szacunków na poziomie 3,4% w IV kwartale 2020 r. ze względu na spowolnienie w sektorach budowlanym i usługowym. Przyspieszenie kampanii szczepień i powstrzymanie pandemii powinno umożliwić wzrost w sektorze usług i pobudzić całą gospodarkę w pozostałej części roku. Ożywienie popytu konsumpcyjnego i zmniejszenie luki na rynku pracy doprowadzi do stopniowego wzrostu inflacji bazowej, natomiast niższe ceny wieprzowiny powinny przyczynić się do ograniczenia inflacji bazowej.
- Indie:** Pod koniec kwietnia liczba zakażeń w kraju osiągnęła rekordowy poziom 350 tysięcy. Liczba dziennych podróży gwałtownie spadła, a warunki lockdownów zostały nieco zaostrzone. Rząd nie chce jednak wprowadzać ogólnokrajowego lockdownu, jak w przypadku pierwszej fali, więc oczekuje się, że wpływ na gospodarkę będzie mniejszy niż w 2020 r. W ostatnim czasie kampania szczepień nabrała tempa, ale brak dostępnych dawek może ją spowolnić. Upowszechnienie dostępności szczepionki potrwa prawdopodobnie do 2022 roku.
- Brazylia:** Obecnie w Brazylii mamy do czynienia z kilkoma punktami zwrotnymi. Dynamika epidemii spada w stosunku do wysokiego poziomu, podczas gdy mobilność ludności wzrasta w miarę znoszenia ograniczeń sanitarnych. Powinno to pozwolić gospodarce na odzyskanie równowagi po załamaniu z marca i kwietnia. Oczekuje się, że inflacja roczna, która obecnie znacznie przewyższa cel, osiągnie szczyt dopiero w miesiącach letnich, chociaż trend inflacji sekwenecyjnej jest już spadkowy. To dobra wiadomość dla banku centralnego, który stara się dogonić krzywą, podnosząc stopy procentowe o 75 punktów bazowych. Budżet został ostatecznie zatwierdzony po zawetowaniu niektórych zapisów.
- Kolumbia:** Nowa fala epidemii wymusiła zaostrzenie ograniczeń w podróżowaniu, co powinno zaważyć na wzroście gospodarczym na przełomie I i II kwartału, który poza tym okresem osiągał całkiem przyzwoite tempo. Dzięki korzystnej dynamice inflacji normalizacja nie jest pilną potrzebą banku centralnego, ale efekty bazy powinny zbliżyć inflację do celu w II kwartale. Władze ogłosiły szczegóły bardzo potrzebnej reformy podatkowej, która ma na celu zwiększenie dochodów o około 1,4% PKB (poprzez rozszerzenie podstawy opodatkowania VAT i podatku dochodowego), a także poprawę sieci bezpieczeństwa socjalnego i wzmocnienie zasad fiskalnych. Plan ten zostanie prawdopodobnie złagodzony, ale niezbędne jest utrzymanie dochodów netto na poziomie około 1% PKB w celu uniknięcia obniżenia ratingu poniżej klasy inwestycyjnej.

Prognoza kluczowych stóp
procentowych

	27.04. 2021	Amundi + 6 m.	Konsensus + 6 m.	Amundi + 12 m.	Konsensus + 12 m.
Chiny	3,85	3,85	3,85	3,90	3,85
Indie	4,00	4,00	4,00	4,50	4,15
Brazylia	2,75	5,50	5,00	6,00	5,60
Rosja	5,00	5,75	5,00	6,00	5,20

Źródło: Amundi Research

- ChBL (Chiny):** Polityka mająca na celu ograniczenie ryzyka związanego z zadłużeniem zyskała na znaczeniu, co świadczy o tym, że w 2021 r. prawdopodobne jest umiarkowane zmniejszenie łącznego poziomu zadłużenia w ramach nadrzędnego celu, jakim jest kontrola zadłużenia w skali makroekonomicznej. Dla przykładu, gdy organy nadzoru ostrzegły przed ryzykiem lokalnych instytucji finansowych, Ministerstwo Finansów wydało nowe zasady ograniczające warunkowe zadłużenie samorządów, zachęcające do dalszej rezygnacji z korzystania z podmiotów finansujących samorządy. W kontekście zaostrzenia warunków kredytowych płynność międzybankowa pozostaje stabilna i oczekujemy, że Chiński Bank Ludowy będzie nadal utrzymywać stopy procentowe na pożądanych poziomach, aby uniknąć nadmiernego zacieśnienia.
- RBI (Indie):** 7 kwietnia Komitet Polityki Pieniężnej jednogłośnie opowiedział się za utrzymaniem stopy procentowej na poziomie 4%. Indie borykają się ostatnio z powrotem epidemii, co osłabiło ożywienie gospodarcze i doprowadziło do niewielkiego wzrostu cen (indeks cen hurtowych w Indiach, oparty na surowcach, wzrósł w marcu do 7,4% r/r). Jeśli chodzi o krajowe warunki gospodarcze i globalne warunki finansowe, podtrzymujemy nasze przekonania co do tegorocznej polityki indyjskiego banku centralnego. Po stronie płynnościowej indyjski bank centralny przedstawił swoją strategię na lata 2021-2022, jak również program skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym (G-SAP 1.0).
- BCB (Brazylia):** Większej niż oczekiwano podwyższenie stóp procentowych w marcu (75 p.b. w stosunku do 50 p.b.) do 2,75% towarzyszyła zapowiedź kolejnej podwyżki tej samej wielkości na kolejnym posiedzeniu w 5 maja. Zdaniem Brazylijskiego Banku Centralnego takie przyspieszenie jest konieczne, aby zapobiec przekroczeniu celu przez szybko rosnącą inflację (głównie bazową i ceny energii) w 2022 roku. Co jednak istotne, BCB postrzega obecne dostosowanie jedynie jako element częściowej renormalizacji. Częściowo się z tym zgadzamy, ale spodziewamy się szybszej i bardziej neutralnej podwyżki w tym roku (5,50%) ze względu na narastanie presji inflacyjnej i rosnące oczekiwania inflacyjne.
- CBR (Rosja):** W dniu 23 kwietnia CBR ponownie podwyższył główną stopę procentową o 50 p.b., do 5%, nieco wcześniej niż oczekiwano. CBR wymienił w swoim komunikacie prasowym szereg czynników, które doprowadziły do tej decyzji: między innymi szybsze niż oczekiwano ożywienie popytu krajowego, lepsze perspektywy popytu zewnętrznego oraz podwyższone oczekiwania inflacyjne, a także większe znaczenie sprzyjających inflacji czynników ryzyka. Inflacja w marcu wyniosła 5,8% r/r, a w kwietniu zgodnie z oczekiwaniami ma wynieść 5,5%. CBR przyjął bardziej jastrzębi ton i pozostaje otwarty na dalsze podwyżki głównej stopy procentowej. Obecnie instytucja ta spodziewa się powrotu inflacji do celu 4% dopiero w pierwszej połowie 2022 roku. Obecnie oczekujemy podwyżek o nie więcej niż 100 p.b. w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
ChBL	20 maja
BRI:	4 czerwca
BCB, Brazylia	5 maja
CBR	11 czerwca

Źródło: Amundi Research

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy makroekonomiczne

(28 kwietnia 2021)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	zakres					
USA	-3,5	6,5/7,9	3,5/4,4	1,3	2,6	2,5
Japonia	-4,9	4,0/4,6	1,4/2,0	0,0	0,1	0,2
Strefa euro	-6,8	3,0/3,6	3,2/3,9	0,3	1,4	1,5
Niemcy	-5,0	2,8/3,4	2,6/3,2	0,5	1,8	1,5
Francja	-8,2	4,0/4,6	3,2/3,8	0,5	1,2	1,6
Włochy	-8,9	3,0/3,6	2,7/3,3	-0,1	1,0	1,4
Hiszpania	-11,0	3,9/4,5	4,2/4,8	-0,3	1,1	1,2
Wlk. Brytania	-9,9	3,8/4,4	4,6/5,2	0,9	1,7	2,0
Brazylia	-4,1	3,1/4,1	1,5/3,5	3,2	6,5	4,0
Meksyk	-8,2	4,4/5,4	1,9/3,9	3,4	4,3	3,3
Rosja	-3,1	3,0/4,0	2,0/3,5	3,4	5,1	4,2
Indie	-7,1	9,0/10,2	5,2/6,6	6,6	5,2	6,1
Indonezja	-2,0	3,8/4,6	4,4/5,4	2,0	2,1	3,2
Chiny	2,3	8,9/9,5	4,9/5,5	2,5	1,2	2,4
RPA	-6,9	3,1/4,1	2,1/3,1	3,2	4,1	4,6
Turcja	1,6	3,6/4,6	3,7/4,7	12,3	15,7	11,6
Kraje rozwinięte	-5,2	4,7/5,6	3,2/3,9	0,7	1,8	1,8
Kraje wschodzące	-2,2	6,3/7,1	4,0/5,0	4,0	3,8	4,0
Świat	-3,5	5,7/6,5	3,7/4,5	2,6	2,9	3,1

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte					
	2021-04-23	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,16
Strefa euro	-0,52	-0,50	-0,52	-0,50	-0,52
Japonia	-0,10	-0,1	-0,01	-0,1	-0,06
Wlk. Brytania	0,10	0,1	0,11	0,1	0,13
Kraje wschodzące					
	2021-04-27	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,85	3,85	3,85	3,90	3,85
Indie	4,00	4,00	4,00	4,50	4,15
Brazylia	2,75	5,50	5,00	6,00	5,60
Rosja	5,00	5,75	5,00	6,00	5,20

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich					
	2021-04-23	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 M
USA	0,16	0,15/0,25	0,31	0,20/0,35	0,46
Niemcy	-0,69	-0,70/-0,50	-0,72	-0,70/-0,50	-0,73
Japonia	-0,13	-0,20/-0,10	-0,15	-0,20/-0,10	-0,16
Wlk. Brytania	0,05	0/0,25	0,12	0/0,25	0,22
Rentowność obl. 10-letnich					
	2021-04-23	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 M
USA	1,58	1,5/1,8	1,70	1,8/2,0	1,84
Niemcy	-0,25	-0,40/-0,20	-0,19	-0,20/-0,0	-0,14
Japonia	0,07	0/0,20	0,11	0/0,20	0,15
Wlk. Brytania	0,76	0,7/0,9	0,90	0,9/1,1	0,99

Prognoza dla walut

	2021-04-26	Amundi III kw. 2021 r.	Konsensus III kw. 2021 r.	Amundi I kw. 2022 r.	Konsensus I kw. 2022
EUR/USD	1,21	1,18	1,20	1,16	1,22
USD/JPY	108	112	108	114	107
EUR/GBP	0,87	0,84	0,85	0,86	0,86
EUR/CHF	1,10	1,12	1,11	1,12	1,12
EUR/NOK	10,02	9,64	9,90	10,16	9,80
	2021-04-26	Amundi III kw. 2021 r.	Konsensus III kw. 2021 r.	Amundi I kw. 2022 r.	Konsensus I kw. 2022
EUR/SEK	10,13	9,97	10,00	10,31	9,87
USD/CAD	1,24	1,22	1,25	1,26	1,25
AUD/USD	0,78	0,80	0,78	0,75	0,79
NZD/USD	0,72	0,72	0,73	0,68	0,74
USD/CNY	6,49	6,50	6,50	6,60	6,42

Źródło: Amundi Research

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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

METODOLOGIA

– Scenariusze

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

– Ryzyko

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

ASSET CLASS VIEWS

**Asset Classes Views: Climbing the hill (12-03-2021)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment, DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Head of Quant solutions

SHIFTS & NARRATIVES

**Shifts & Narratives #2 - Inflation: something deep awakens (26-04-2021)**

Monica DEFEND, Global Head of Research - Vincent MORTIER, Deputy CIO - Bastien DRUT, Senior Strategist at CPR AM - Francesca PANELLI, Investment Insight Unit - Tristan PERRIER, Global Views Analyst

Shifts & Narratives #1 - Do not give up on fundamental valuations (09-04-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS

**Why now is the time for active management in US equities (27-04-2021)**

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - Dino DAVIS, CFA Client Portfolio Manager - Equities - Alec MURRAY, Client Portfolio Manager - Equities

Temperature scores: an innovative tool for ESG fundamental investors (13-04-2021)

DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Division - Joan ELBAZ, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

Why investors should look at Indian assets (06-04-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Alessia BERARDI, Head of EM Macro and Strategy Research

Allocating to real and alternative assets: a framework for institutional investors (06-04-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - TAZE-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

Dollar: short-term bull, medium-term dull? (02-04-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - CESARINI Federico Head of DM FX Research, Cross Asset Research

How hot is the inflation pot? Strategies to protect portfolios from inflation risk (31-03-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

WORKING PAPERS

**Robo-Advising: Less AI and More XAI? (26-04-2021)**

Milo BIANCHI, Toulouse School of Economics, TSM, and IUF, University of Toulouse Capitole - Marie BRIÈRE, Amundi Research

Bond Index Tracking with Genetic Algorithms (24-03-2021)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

Understanding the Performance of the Equity Value Factor (26-02-2021)

LAUREN Stagnol, Quantitative Research - LOPEZ Christian, Strategic Investment Advisor, CPR AM - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - TAILLARDAT Bruno, Smart Beta & Factor Investing

Tracking ECB's Communication:**Perspectives and Implications for Financial Markets (22-02-2021)**

FORTES Roberta, University of Paris 1 Panthéon Sorbonne - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

INVESTMENT TALKS

**European equity value has further to go in this cycle (29-03-2021)**

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value

Italy: ECB's umbrella to protect bond market, despite uncertain political situation (15-01-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi Asset CIO Italy - BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategist - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

REPORT

**Emerging Market Green Bonds - Report 2020 (19-04-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LACOMBE Jean-Pierre, Director, Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

NOTATKI

Amundi Research Center



**Dowiedz się więcej
o publikacjach Amundi**

research-center.amundi.com

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

OŚWIADCZENIE

Informacje MSCI 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 jakiegokolwiek instrumentów, produktów lub indeksów finansowych. Żadne z informacji MSCI nie stanowią porad inwestycyjnych ani rekomendacji do podjęcia (lub powstrzymania się od) jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnych, a ponadto nie należy na nich polegać w tym celu. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakiegokolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Informacje MSCI są dostarczane bez jakiegokolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. MSCI, każda z jej jednostek stowarzyszonych oraz wszystkie pozostałe osoby zaangażowane w gromadzenie, obliczanie lub tworzenie dowolnych informacji MSCI (zwane łącznie „Stronami MSCI”) wyraźnie wykluczają wszelkie gwarancje (w tym m.in. gwarancje oryginalności, precyzji, kompletności, terminowości, braku naruszeń, pokupności oraz przydatności do określonego celu) w odniesieniu do tych informacji. Bez uszczerbku dla któregośkolwiek z powyższych postanowień zastrzega się, że żadna ze Stron MSCI nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody bezpośrednie, pośrednie, wymierne, uboczne lub wynikowe (w tym m.in. utracone korzyści), jak również za nawiazki. (www.msicibarra.com).

W Unii Europejskiej niniejszy dokument przeznaczony jest wyłącznie dla inwestorów „profesjonalnych” zgodnie z definicją w Dyrektywie 2004/39/WE z dn. 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych („MIFID”), do dostawców usług inwestycyjnych, a także wszelkich pozostałych profesjonalistów z sektora finansowego, jak również — w zależności od ujęcia w poszczególnych przepisach krajowych oraz w Szwajcarii — „inwestorów wykwalifikowanych” w rozumieniu postanowień szwajcarskiej Ustawy o planach inwestowania zbiorowego z dn. 23 czerwca 2006 r. (CISA), szwajcarskiego Rozporządzenia w sprawie planów inwestowania zbiorowego z dn. 22 listopada 2006 r. (CISO) oraz Okólnika 08/8 szwajcarskiego Urzędu Nadzoru nad Rynkiem Finansowym FINMA w sprawie publicznej reklamy wydanego na podstawie przepisów w sprawie planów inwestowania zbiorowego z dnia 20 listopada 2008 r. Niniejszy materiał nie może być w żadnym wypadku rozpowszechniany w Unii Europejskiej wśród inwestorów innych niż „profesjonalni” w rozumieniu MIFID lub w rozumieniu poszczególnych przepisów krajowych, ani w Szwajcarii wśród inwestorów niespełniających definicji „inwestorów wykwalifikowanych” przewidzianej w obowiązujących ustawach i rozporządzeniach. Niniejszy dokument nie jest przeznaczony dla obywateli lub mieszkańców Stanów Zjednoczonych Ameryki ani dla jakiegokolwiek osób spełniających definicję „U.S. Person” zamieszczoną w Rozporządzeniu S Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) wydanym na mocy ustawy Securities Act Stanów Zjednoczonych z 1933 r. Niniejszy dokument nie stanowi oferty zakupu ani zachęty do sprzedaży jakiegokolwiek produktu i nie powinien być uważany za bezprawną próbę pozyskania klienta lub poradę inwestycyjną. Amundi nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności — ani pośredniej, ani bezpośredniej — która może wynikać z posługiwania się informacjami zawartymi w niniejszym materiale. Amundi nie może ponosić żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzję podjętą na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale ani za jakiegokolwiek dokonane na ich podstawie inwestycje. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie zostają Państwu ujawnione jako poufne i nie powinny być kopiowane, reproduktowane, modyfikowane, tłumaczone ani rozpowszechniane bez uprzedniej pisemnej zgody Amundi wśród jakiegokolwiek osób lub podmiotów trzecich w jakimkolwiek kraju lub jurysdykcji, jeśli miałyby to narazić Amundi lub którykolwiek z „Funduszy” na konieczność spełnienia jakiegokolwiek wymogów dotyczących rejestracji w tych jurysdykcjach lub jeśli mogłoby to zostać uznane za niezgodne z prawem. W związku z tym niniejszy materiał przeznaczony jest do rozpowszechniania wyłącznie w jurysdykcjach, w których jest ono dozwolone, a także wśród osób, które mogą otrzymać go bez naruszania obowiązujących wymogów prawnych lub regulacyjnych. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie uważane są za rzetelne na dzień publikacji podany na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Dane, opinie i oszacowania mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Przysługuje Państwu prawo do otrzymania informacji o przechowywanych przez nas Państwa danych osobowych. Mogą Państwo uzyskać kopię takich przechowywanych przez nas dotyczących Państwa informacji, wysyłając e-mail na adres info@amundi.com. Jeśli sądzą Państwo, że jakiegokolwiek posiadane przez nas informacje o Państwie są nieprawidłowe, prosimy o kontakt z nami pod adresem info@amundi.com.

Dokument wydany przez Amundi Asset Management, spółkę typu société par actions simplifiée — SAS — o kapitale zakładowym 1 086 262 605 EUR - Menedżera portfela regulowanego przez AMF i posiadającego numer GP04000036 - Siedziba: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com
Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - marcutti

Redaktor naczelny

BLANQUÉ Pascal, Szef Grupy ds. Inwestycji

Redaktor

DEFEND Monica, Globalny szef ds. badań

Z udziałem jednostki Global Research

AINOUZ Valentine, Zastępca szefa Działu Badań nad Strategią Rynków Rozwiniętych, CFA
BELLAICHE Mickael, Specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych i analiz rynku obligacji korporacyjnych
BERARDI Alessia, Szef ds. badań makroekonomicznych i strategicznych rynków wschodzących
BERTONCINI Sergio, starszy specjalista ds. strategii badań instrumentów stałodochodowych
BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych
BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych
CESARINI Federico, Specjalista ds. analiz strategii wieloaktywnych
DELBO’ Debora, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
DI SILVIO Silvia, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych
DROZDZIK Patryk, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

Z udziałem jednostki Amundi Insights

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights
CARULLA POL, Jednostka Amundi Investment Insights

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia, Dział Badań
PONCET Benoit, Dział Badań

Zastępcy redaktora

BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych
BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych

GEORGES Delphine, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałodochodowych
HERVÉ Karine, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
HUANG Claire, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
LEONARDI Michele, Młodszy analityk ds. analiz portfeli wieloaktywnych
MIJOT Éric, Szef ds. badań nad strategią rynków rozwiniętych
PERRIER Tristan, Poglądy globalne
PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywnych
STRENTA Aurelien, Analityk ds. rynków wschodzących (V.I.E)
USARDI Annalisa, Starszy ekonomista ds. analiz portfeli wieloaktywnych
VARTANESYAN Sasi, Analityk ds. obligacji skarbowych, badania makroekonomiczne i strategii rynków wschodzących

FIOROT Laura, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights
DHINGRA Ujjwal, Jednostka Amundi Investment Insights
PANELLI Francesca, Jednostka Amundi Investment Insights