

Research



Nr 6
Czerwiec
2021

CROSS ASSET

Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Czas na inflację

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

Co się stanie, jeśli Demokratom uda się uchwalić podatek od zysków kapitałowych?

**Confidence
must be earned**

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 6 - Czerwiec 2021

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Czas na inflację

s. 3

Sądymy, że inflacja znajduje się obecnie pod wpływem czynników o charakterze strukturalnym — oczekiwań dotyczących szybkiego wzrostu gospodarczego, ogromnego niewykorzystanego popytu konsumpcyjnego i oszczędności oraz niedoborów podaży. Jednocześnie wzrosła niepewność otoczenia, w którym zmienność inflacji jest wyższa, a niektóre segmenty rynku akcji wyglądają na przeszacowane. W rezultacie inwestorzy powinni taktycznie ograniczać ryzyko, przyjmując podejście neutralne wobec tego aspektu inwestycji — oparte z jednej strony na spółkach cyklicznych i segmencie „wartości”, a z drugiej na akcjach defensywnych. W przypadku instrumentów stałodochodowych inwestorzy powinni utrzymywać na umiarkowaną skalę pozycje długie na obligacjach korporacyjnych, a także ograniczać durację — zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych — zachowując jednak elastyczność. Ogólnie rzecz biorąc, wyceniany obecnie przez rynki optymistyczny scenariusz niskiej inflacji wydaje się mało prawdopodobny.

Makroekonomia

Miedź: nierównowaga popytu i podaży oraz wpływ na ceny

s. 4

Potencjalny impuls popytowy wynikający z silnych bodźców fiskalnych i zwiększania ekologiczności gospodarek, w połączeniu ze wciąż wysokim poziomem koncentracji produkcji, powinien wspierać ceny miedzi w długim terminie.

Portfele zróżnicowane

Na razie neutralne podejście do ryzyka, rozgrywajcie wartość względną

s. 5

Uważamy, że obecna pauza dynamiki nie powinna skutkować strukturalnym ograniczaniem ryzyka, ale raczej dokonaniem przez inwestorów ponownej oceny sytuacji, zabezpieczeniem dotychczasowych dobrych wyników oraz poszukiwaniem atrakcyjnych punktów wejścia w przyszłości.

Instrumenty stałodochodowe

Historia wzrostu, inflacji i realnych stóp

s. 6

Pomimo wzrostu oczekiwań inflacyjnych realne stopy procentowe są nadal ujemne. Inwestorzy powinni monitorować, jak wzrost gospodarczy wpływa na nominalne i realne stopy zwrotu oraz aktywnie zarządzać duracją.

Akcje

Rotacja do spółek cyklicznych i segmentu „wartości” nie będzie mieć charakteru liniowego

s. 7

W otoczeniu inflacyjnym inwestorzy powinni skupić się na spółkach z wysokimi marżami i silną pozycją przetargową, którą prezentują poprzez marki i własność intelektualną.

Tematyczne poglądy globalne

Co się stanie, jeśli Demokratom uda się uchwalić podatek od zysków kapitałowych?

s. 8

Od czasu wyboru Joe Bidena większość obserwatorów była zaskoczona tym, jak skutecznie Demokratom udawało się uchylać znaczące programy fiskalne pomimo niewielkiej większości w parlamencie. Uważamy, że podwyżka podatku od zysków kapitałowych może zostać wprowadzona niezależnie od sprzeciwu Republikanów. Wpływ poprzednich podwyżek podatków na rynki w krótkim i długim okresie nie jest jednoznaczny. W połączeniu ze spowolnieniem gospodarczym i obawami o zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed obecna może jednak stanowić krótkoterminowy czynnik negatywny dla amerykańskich akcji w IV kwartale 2021 roku.

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 11
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 12
> Portfele wieloaktywowe – stan obecny:	
wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	s. 13
> Wnioski z analiz globalnych	s. 14
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 15

Perspektywa makroekonomiczna

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

POGLĄDY CIO

Czas na inflację



Pascal BLANQUÉ,
Szef grupy ds. inwestycji



Vincent MORTIER,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Inflacja długo pozostawała w uśpieniu, przez lata utrzymując się poniżej celu, jednak obecnie znajdujemy się w specyficznym punkcie, w którym zaczyna ona odgrywać kluczową rolę na rynkach finansowych. **Kluczowym pytaniem jest, czy stan ten będzie mieć charakter tymczasowy, czy też okaże się trwały — w tym momencie mamy do czynienia z dwiema sprzecznymi narracjami na temat inflacji.** Wielu analityków twierdzi, że inflacja ma charakter wyłącznie przejściowy. Z kolei inni ostrzegają przed możliwością, że inflacja stanie się strukturalnie wyższa, niż początkowo sądzono, z powodu wzrostu gospodarczego, presji na wzrost płac, impulsu fiskalnego, silnego popytu konsumpcyjnego oraz rosnących ograniczeń podaży (strona surowcowa). **Ostatecznie czynniki strukturalne to tylko czynniki tymczasowe, które przetrwały... Uważamy, że jest mało prawdopodobne, aby inflacja wzrosła jedynie na kilka miesięcy, a następnie szybko powróciła do poziomu około 2%.** Sądzymy raczej, że jest to początek drogi w kierunku średnio- i długoterminowego okresu wyższej inflacji i niższego wzrostu gospodarczego w porównaniu z obecnym konsensem. Fed ma ograniczoną swobodę w zakresie ewentualnych błędów polityki monetarnej, ponieważ utrata kontroli nad krzywą dochodowości jest na obecnym etapie czynnikiem ryzyka o rosnącym znaczeniu. Poniżej przedstawiamy zarys naszych przekonań:

- **Taktycznie zmniejszamy ryzyko, przechodząc z pozycji umiarkowanie długiej do neutralnej.** Otoczenie stało się niepewne i bardziej ryzykowne — zmienność wzrasta, a korelacja akcji z obligacjami staje się dodatnia. Uważamy, że należy zachować ostrożność i zrealizować część zysków z aktywów ryzykownych. Ze strategicznego punktu widzenia pewna ekspozycja na akcje jest uzasadniona w kontekście wzrostu i zmienności inflacji. W przypadku akcji inwestorzy powinni szukać ochrony przed pęknięciem bańki technologicznej. Oznacza to zachowanie ostrożności w stosunku do akcji wrażliwych na stopy procentowe przy jednoczesnym preferowaniu akcji przynoszących dywidendę oraz akcji narażonych na ryzyko związane z aktywami realnymi. W ujęciu bezwzględnym wyniki akcji będą dobre, dopóki inflacja nie wybije się ponad dotychczasowe „poziomy opór”. Negatywny wpływ na zwrot z portfela zrównoważonego skorygowany o ryzyko będą jednak mieć zmiany w zakresie korelacji pomiędzy akcjami i obligacjami (która staje się dodatnia). Inwestorzy powinni preferować aktywa o krótszej duracji, instrumenty stałochodowe, carry trade, zwroty z przepływów pieniężnych z akcji, nieruchomości, sektor wartości oraz czynnik niskiej zmienności.
- **Akcje: przyjmujemy podejście dwutorowe, preferując z jednej strony wartość cykliczną, a z drugiej sektor defensywny.** Taktycznie przechodząc do bardziej neutralnego podejścia do akcji, inwestorzy powinni utrzymać preferencje dla segmentu wartości i spółek cyklicznych w stosunku do segmentu wzrostu, jednocześnie do pewnego stopnia angażując się w akcje defensywne. Jak wspomnieliśmy wcześniej, należy spodziewać się „pauzy” na rynkach, podczas której naszym zdaniem rozsądne byłoby przyjęcie neutralnego podejścia do akcji, w tym na bardziej rynkach cyklicznych, takich jak rynki wschodzące i Europa. Co najważniejsze, wspomniana „przerwa” może pomóc w dalszym oczyszczaniu rynku z przeszacowań i będzie nadal wspierać rotację z segmentu wzrostu do segmentu wartości.
- **Obligacje: trzymamy się krótkiej duracji, aktywnie nią zarządzając, a ponadto stawiamy na obligacje korporacyjne o umiarkowanie długim okresie zapadalności.** Oznacza to ograniczenie duracji, w szczególności w przypadku Stanów Zjednoczonych, i oczekiwanie na lepsze punkty wejścia. Na tym etapie inwestorzy powinni zachować elastyczność w zakresie rozgrywania duracji, ponieważ fazy niedowartościowania i przewartościowania mogą oferować możliwości taktyczne. Ograniczeniu pozycji na instrumentach krótkoterminowych w stosownym momencie powinno jednak towarzyszyć oparcie się pokusie zakupu instrumentów długoterminowych. W nadchodzących latach należy spodziewać się wzrostu stóp. Będą występować wahania, ale trend jest już widoczny. Oznacza to, że inwestorzy z rynku instrumentów stałochodowych powinni poszukiwać możliwości na wybranych poziomach krzywej (nadal oczekujemy wzrostu nachylenia krzywej amerykańskiej), a także okazji związanych z wyżej oprocentowanymi instrumentami o krótkiej duracji, takich jak obligacje wysokochodowe i obligacje z rynków wschodzących.
- **Rynki wschodzące: w obliczu zagrożeń związanych z wrażliwością w centrum uwagi znajdują się Chiny i reszta Azji.** Rynki wschodzące również powinny znaleźć się pod presją w związku z rosnącymi rentownościami. Po stronie dolara występuje średnioterminowy trend spadkowy, ponieważ czynnikami dominującymi są bilans Fedu oraz dynamika budżetu państwa Stanów Zjednoczonych. W bloku rynków wschodzących, który w kontekście malejącego wolumenu globalnego handlu i rosnącej inflacji nadal charakteryzuje się podatnością na zagrożenia, nadal występują jednak wyzwania o charakterze krótkoterminowym. Chiny i niektóre inne kraje azjatyckie będą zwycięzcami, a ich waluty będą kluczowym kanałem dostosowania cen względnych w nowym systemie. Juan stanie się „marką niemiecką” regionu, co doprowadzi do szybkiego wzrostu statusu gotówki oraz denominowanych w juanach obligacji skarbowych w globalnych portfelach jako środka przechowywania wartości ze względu na ich dodatnie realne zwroty.

Można się spodziewać, że w przewidywalnej przyszłości rynki będą musiały zmierzyć się z inflacją. Zbliżamy się do końca pierwszego etapu drogi na szczyt, charakteryzującego się silnymi rotacjami. Wkrótce wejdziemy w etap drugi, fazę szczytową. Jest to nadal stosunkowo korzystne dla inwestorów, ponieważ inflacja nie jest postrzegana jako zagrożenie dla wzrostu gospodarczego, lecz jako naturalna konsekwencja ożywienia, jednak im bardziej wkraczamy w tę fazę, tym większe jest ryzyko przykrych niespodzianek. Najbliższym etapem będzie dalsza część drogi do szczytowego poziomu inflacji (przy czym najprawdopodobniej nie będzie to sielanka, którą obecnie dyskontują rynki).

Ogólne nastroje
związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka < Akceptacja ryzyka



Przyjmujemy podejście neutralne do aktywów ryzykownych, aby zrealizować zyski w bardziej niepewnym otoczeniu w obliczu ryzyka inflacji.

Zmiany w stosunku do
poprzedniego miesiąca

- ▶ Na rynku akcji ograniczamy poziom ryzyka do neutralnego.
- ▶ Przyjmujemy bardziej ostrożne podejście do duracji w Stanach Zjednoczonych oraz neutralne do instrumentów stałochodowych z rynków wschodzących w kontekście portfeli zróżnicowanych.

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

MAKROEKONOMIA

Miedź: nierównowaga popytu i podaży oraz wpływ na ceny



Monica DEFEND,
Globalny szef ds. badań



LORENZO PORTELLI,
Szef ds. badań nad strategiami
wieloaktywowymi

Potencjalny impuls popytowy wynikający z silnych bodźców fiskalnych i zwiększania ekologiczności gospodarek, w połączeniu ze wciąż wysokim poziomem koncentracji produkcji, powinien wspierać ceny miedzi w długim terminie

Rosnący popyt globalny i powolny wzrost produkcji w poszczególnych krajach jest najistotniejszym źródłem długoterminowej nierównowagi na rynku miedzi. Perspektywa długoterminowa oraz oczekiwania dotyczące globalnego przejścia na gospodarkę ekologiczną doprowadzą do strukturalnego niedoboru i znacznie wyższej ceny miedzi (18–20 tysięcy USD/t), nawet bez ponadprzeciętnego wzrostu gospodarczego i przy założeniu zaledwie powrotu na bardziej zrównoważoną ścieżkę wzrostu.

Po kilku latach nadpodaży surowców przemysłowych spodziewamy się spowodowanej wieloma czynnikami presji na popyt na tym rynku — wdrażanie nowych pakietów fiskalnych koncentrujących się na planach infrastrukturalnych i związanych z polityką proekologiczną przyspieszyło na całym świecie, podczas gdy podaż, lub ogólnie rzecz biorąc produkcja, jest zapóźniona z powodu pandemii i lockdownów w krajach będących głównymi eksporterami.

Popyt na miedź ma rosnąć o 2% rocznie przez następne 20 lat, ponieważ jest to metal niezbędny do „zielonej transformacji”. Produkcja nie będzie w stanie nadążyć za tym wzrostem. Dzieje się tak dlatego, że produkcja jest nadal skoncentrowana w kilku krajach, co naraża rynek na wąskie gardła i niedobory, tak jak miało to miejsce ostatnio. Prawie 50% produkcji pochodzi z czterech krajów: Chile, Peru, Kongo i Zambii. Na ogólną produkcję mogą wpływać specyficzne czynniki ryzyka o charakterze lokalnym oraz mechanizmy nakładów kapitałowych, które nie są w pełni zintegrowane.

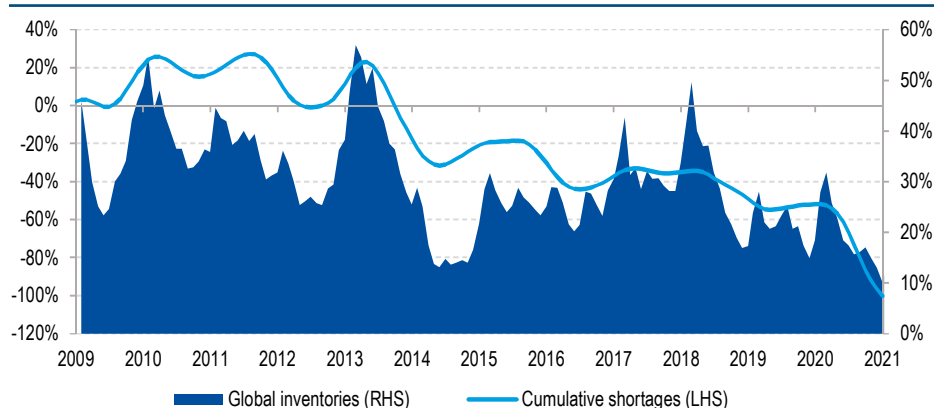
Z drugiej strony, popyt koncentruje się głównie w Chinach, pozostałych krajach azjatyckich i tych zachodnich krajach rozwiniętych, które są najbardziej zaangażowane w ekologiczną transformację gospodarki, z systemowymi zmianami długoterminowymi w przeciwieństwie do odosobnionych programów tymczasowych. Wielka fala niedoborów i malejących zapasów rozpoczęła się w 2013 roku, kiedy Chiny zaczęły przyspieszać przejście na bardziej zrównoważony i ekologiczny model wzrostu. Ostatnio jednak, od 2020 r., niedobory pogłębiły się z powodu pandemii i wpływu lockdownów na sektor górniczy w Ameryce Łacińskiej.

Niedobory związane z pandemią osiągnęły szczyt w styczniu 2021 r., kiedy to stosunek światowych zapasów do popytu spadł poniżej 10%, chociaż w ostatnich miesiącach odnotowano oznaki powrotu do równowagi w cyklu zapasów. Ponieważ ostatnie niedobory były w większości związane z opóźnieniami produkcji spowodowanymi nadzwyczajnymi wydarzeniami, które powinny okazać się tymczasowe (rozprzestrzenienie się brazylijskiego wariantu Covid na Chile i Peru oraz strajki w Chile), w najbliższym czasie prawdopodobne jest pewne złagodzenie rajdu cen surowców.

W długim okresie premia za ryzyko powinna jednak okazać się znacząco dodatnia. W ciągu ostatnich pięciu lat narracja dotycząca miedzi była zdmiowana przez obawy o słaby bezwzględny wzrost gospodarczy. W rzeczywistości nastąpiło ogólne niedoszacowanie wpływu trwałego przejścia na nowe motory wzrostu (głównie na rynkach wschodzących), co może mieć długotrwałe konsekwencje dla wykorzystywanych czynników produkcji. Obecnie narracja przesuwana się w kierunku zielonej transformacji, a cena skorygowana ze względu na wpływ niedoborów i poziomów zapasów będzie rostała.

Prognozy branżowe sygnalizują wieloletni niedobór oraz potrzebę rekalkulacji na rynku metali nieszlachetnych. Ten brak równowagi zwiększy presję nie tylko na inflację i wzrost gospodarczy, ale także na poszukiwanie nowych technologii, które umożliwią osiągnięcie w pełni ekologicznego rozwoju gospodarczego. **Z punktu widzenia inwestorów będzie to oznaczać znaczącą dodatnią premię za ryzyko dla metali nieszlachetnych w porównaniu z pozostałymi aktywami ryzykownymi.**

Światowe zapasy i niedobory miedzi



Source: Amundi Research, Bloomberg, as of 31 January 2021. Cumulative shortages = cumulative production/demand, Global inventories = inventories/demand

PORTFELE
ZRÓŻNICOWANE

Matteo GERMANO,
Szef ds. portfeli zróżnicowanych

Uważamy, że obecna pauza dynamiki nie powinna skutkować strukturalnym ograniczaniem ryzyka, ale raczej dokonaniem ponownej oceny sytuacji, zabezpieczeniem dotychczasowych dobrych wyników oraz poszukiwaniem atrakcyjnych punktów wejścia w przyszłości

Na razie neutralne podejście do ryzyka, rozgrywajcie wartość względną

Oczekuje się, że Stany Zjednoczone i Europa osiągną w tym roku silny wzrost, co pozwala nam utrzymać ogólnie pozytywne podejście do ryzyka w perspektywie średnioterminowej. W zeszłym miesiącu wspomnieliśmy jednak, jak ważne jest uważne śledzenie danych twardych i miękkich, które wskazywały na wyhamowanie ożywienia gospodarczego. Teraz potwierdzamy nieznaczne osłabienie nastrojów i wzrost inflacji — poprzeczka dla pozytywnych niespodzianek ustawiona jest znacznie wyżej. W rezultacie **zalecamy inwestorom taktyczną redukcję ryzyka do poziomu neutralnego oraz odłożenie poszukiwania punktów wejścia na później, kiedy wyceny będą bardziej atrakcyjne. Inwestorzy powinni przyjąć w tym roku podejście uwzględniające całkowitą stopę zwrotu, chroniącą zyski przed inflacją w kontekście ogólnego ożywienia gospodarczego.**

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Przechodzimy na neutralne nastawienie do akcji, taktycznie zmieniając konstruktywne nastawienie do Europy i rynków wschodzących na neutralne. **Nie jest to wezwanie do ograniczania ryzyka w długim terminie,** ale sposób na sprawdzenie, jak wpływają na wyceny rosnące ceny nakładów (marże) i presja na wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, a także jak zmieniają się oczekiwania dotyczące zysków po okresie, w którym rynki popadły w samozadowolenie. W przypadku akcji z rynków wschodzących ryzyko niespodzianki inflacyjnej i umocnienie dolara stanowią główne przeszkody, przynajmniej w krótkim okresie. Pozostajemy jednak umiarkowanie pozytywnie nastawieni do Chin, w których inwestujemy za pośrednictwem Hongkongu.

Z drugiej strony jesteśmy obecnie nastawieni defensywnie w odniesieniu do amerykańskiej duracji i neutralnie w stosunku do Europy, ponieważ bezprecedensowe korekty wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych mogą wywierać presję wzrostową na rentowności amerykańskich papierów skarbowych w średnim terminie, choć uważamy, że tempo wzrostu będzie wolniejsze niż w I kwartale. Ogólnie rzecz biorąc, potrzeba aktywnego podejścia jest wysoka.

Nadal spodziewamy się reflacji, utrzymując pozytywne podejście do inflacji w Stanach Zjednoczonych i wzrostu nachylenia krzywej dochodowości w Wielkiej Brytanii (2-10 lat) w związku z postępującymi kampaniami szczepień i ponownym otwarciem gospodarki. Dług z peryferii strefy euro, a zwłaszcza spread między 30-letnimi obligacjami włoskimi i niemieckimi, nadal oferuje atrakcyjne stopy zwrotu przy silnych danych fundamentalnych i aspektach technicznych. Globalny kontekst gospodarczy oraz nasze oczekiwania dotyczące ożywienia i ponownego otwarcia pozwalają nam zachować konstruktywne

nastawienie do obligacji korporacyjnych ze strefy euro — zarówno klasy inwestycyjnej, jak i instrumentów wysokodochodowych — w kontekście wspierających czynników fundamentalnych. Klasa inwestycyjna powinna skorzystać na skupie obligacji przez EBC, podczas gdy poprawiające się perspektywy w zakresie odsetka niewypłacalności stwarzają pozytywny obraz dla instrumentów wysokodochodowych, jednak podejście selektywne pozostaje istotne. Ogólnie rzecz biorąc, nastawienie do ryzyka zaczyna sprzyjać tej klasie aktywów.

Dług z rynków wschodzących jest klasą aktywów zwiększającą dochód portfela w długim terminie. Na razie jednak zmieniamy nastawienie na neutralne ze względu na osiągnięcie przez dług z rynków wschodzącej wartości godziwej. Ponadto istnieją obawy związane z podwyżkami stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i zmniejszającą się różnicą tempa wzrostu gospodarczego między rynkami wschodzącymi i krajami wschodzącymi, a także z wolniejszym wprowadzaniem szczepionek i niepewną sytuacją fiskalną (rosnący stosunek długu do PKB) na niektórych rynkach wschodzących.

Waluty są kluczowym sposobem na rozgrywanie relatywnej wartości i reflacji, choć należy przygotować się na selektywne dostosowywanie zajmowanych pozycji. Na przykład nie jesteśmy już pozytywnie nastawieni do MXN/USD z powodu rosnącego ryzyka krajowego w Meksyku oraz mniej atrakcyjnych fundamentów gospodarczych. Podchodzimy jednak pozytywnie do koszyka carry poprzez pary RUB/EUR i BRL/JPY, a w Azji utrzymujemy konstruktywne podejście do KRW/EUR (cykl półprzewodników) oraz CNH/EUR, ze względu na rosnącą rolę Chin w handlu wewnątrzazjatyckim.

W obrębie bloku krajów rozwiniętych podwyższyliśmy ocenę pary USD/JPY do pozytywnej, ponieważ dolar będzie prawdopodobnie wspierany w krótkim terminie przez presję na wzrost rentowności, podczas gdy jen będzie osłabiony przez stosunkowo słaby japoński wzrost gospodarczy. Utrzymujemy nasz koszyk reflacyjnych pozycji walutowych na CAD/USD i NOK/EUR, ale pozostajemy ostrożni wobec par CHF/GBP i CHF/CAD.

Czynniki ryzyka i hedging

Chociaż ponowne napięcia na linii USA-Chiny powinny okazać się przejściowe, jakiegokolwiek rozczarowanie na tym froncie może doprowadzić do wzrostu zmienności. Ponadto w przypadku Wielkiej Brytanii dostrzegamy również pewne ryzyko związane z partiami niepodległościowymi w Szkocji. W rezultacie inwestorzy powinni utrzymywać odpowiednie zabezpieczenia, aby chronić swoją ekspozycję na obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej i amerykańskie stopy procentowe poprzez instrumenty pochodne.

Amundi Cross Asset – przekonania

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

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

UST = obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, DM = rynki rozwinięte, EM/GEM = rynki wschodzące, FX = rynek walutowy, FI = instrumenty stałodochodowe, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, NOK = korona norweska, BTP = włoskie obligacje skarbowe, EMBI = indeks obligacji z rynków wschodzących

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

Éric BRARD,
Szef ds. instrumentów
stałodochoodowych



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Pomimo wzrostu oczekiwań inflacyjnych realne stopy procentowe są nadal ujemne. Inwestorzy powinni monitorować, jak wzrost gospodarczy wpływa na nominalne i realne stopy zwrotu oraz aktywnie zarządzać duracją

Historia wzrostu, inflacji i realnych stóp

Globalne ożywienie gospodarcze nabiera tempa, ale wywołuje również dyskusję na temat inflacji, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. Pomimo ostatniego przekroczenia celu inflacyjnego Fed będzie prawdopodobnie bagatelizować ten czynnik ryzyka. Rosną jednak zarówno ceny konsumpcyjne, jak i ceny producentów, a jeśli spojrzymy na dane PMI, to wskazują one, że presja cenowa utrzymuje się już od jakiegoś czasu. W związku z tym, w obliczu ryzyka popełnienia błędów w polityce, można stwierdzić, że z pewnością występuje potrzeba zachowania ostrożności i elastyczności w zakresie duracji, podczas gdy kontekst pozostaje pozytywny dla obligacji korporacyjnych.

Światowe i europejskie instrumenty stałodochoodowe

Nieznacznie zwiększyliśmy nasze nastawienie defensywne w odniesieniu do duracji w Stanach Zjednoczonych, ale pozostajemy aktywni na całej krzywej dochodowości, aby monitorować ruchy stóp. Jeśli chodzi o rdzeń strefy euro, podtrzymujemy ostrożne podejście w świetle oczekiwań dotyczących wzrostu nachylenia krzywej, ale podchodzimy konstruktywnie do długu peryferyjnego. Ten ostatni oferuje atrakcyjne stopy zwrotu i powinien być należycie wspierany przez EBC. Optymistycznie patrzymy również na durację w Chinach i Australii. Potwierdzamy nasz pozytywny pogląd na inflację w USA i Europie, choć sądzimy też, że inwestorzy powinni szukać okazji do dywersyfikacji tej strategii, zajmując pozycję na obligacjach o stałym oprocentowaniu równym oprocentowaniu obligacji indeksowanych o tym samym terminie zapadalności („breakeven bonds”) w Australii.

Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, oceniamy aspekty związane z ESG, plan budowy infrastruktury w Stanach Zjednoczonych oraz ożywienie gospodarcze. Ten ostatni czynnik wpływa również pozytywnie na dane fundamentalne przedsiębiorstw, co prowadzi do lepszych perspektyw w zakresie wypłacalności. Ponadto inwestorzy powinni dostosować portfele tak, aby uwzględnić ryzyko wzrostu stóp procentowych związane z inflacją poprzez zmniejszenie ryzyka związanego z duracją i zwiększenie spreadów oraz udziału długu o krótszym terminie zapadalności, tak aby ogólna beta obligacji korporacyjnych pozostała na stałym poziomie. Ogólnie rzecz biorąc, preferujemy dług podporządkowany sektora finansowego oraz zarabiające na odbiciu sektory cykliczne (energetyka, motoryzacja). W przypadku klasy inwestycyjnej ze strefy euro preferujemy emitentów o ratingu BBB, a wśród instrumentów wysokodochodowych szukamy dalszej kompresji spreadów, choć dążymy też do równoważenia carry trade z jakością.

Instrumenty stałodochoodowe ze Stanów Zjednoczonych

Wydatki fiskalne prezydenta Bidena zapewnią silny impuls pobudzający wzrost gospodarczy. Z drugiej strony, wysoki popyt, braki podaży oraz niższe zapasy mogą przyczynić się do wzrostu inflacji. W rezultacie obligacje skarbowe znajdują się pod dalszą presją, co spowoduje wzrost nachylenia krzywej. **Pozostajemy ostrożni, ale aktywni w zakresie duracji, a ponadto monitorujemy zmiany nominalnych stóp zwrotu, inflacji i stóp realnych.** TIPS pozostają dobrze wspierane. Solidne dochody i oszczędności konsumentów pozwalają nam pozytywnie oceniać rynki kredytów konsumenckich, mieszkaniowych kredytów hipotecznych i kredytów sekurytyzowanych, jednak przyjmujemy podejście selektywne. Zwracanie uwagi na wyceny jest niezwykle ważne, zwłaszcza w sektorze kredytów niehipotecznych oraz nieruchomości komercyjnych, na etapie, gdy płynność jest duża. Wreszcie, jesteśmy pozytywnie nastawieni do obligacji korporacyjnych, jednak unikamy zmiennych instrumentów, które zdążyły już podrożeć. Presja na wzrost rentowności bazowej i inflacji wymaga od nas ostrożnego podejścia do ryzyka związanego ze stopami procentowymi oraz duracją. Zalecamy ograniczanie długu o długim terminie zapadalności w klasie inwestycyjnej oraz preferowanie długu o krótszym terminie zapadalności. Instrumenty wysokodochodowe oferują lepsze okazje związane z carry trade, ale selekcja będzie mieć kluczowe znaczenie.

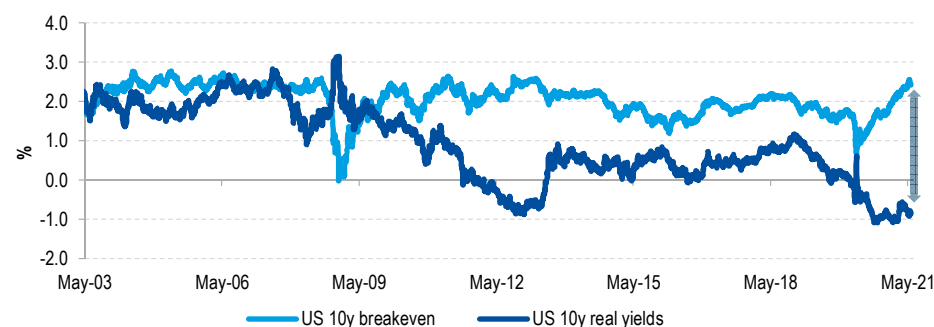
Obligacje z rynków wschodzących

Powolne programy szczepień, nawrót pandemii i rosnące stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych skłaniają nas do ostrożności wobec instrumentów stałodochoodowych z rynków wschodzących w najbliższym czasie. Przyjmujemy podejście defensywne do duracji, a ponadto zachowujemy ostrożność w stosunku do lokalnych stóp procentowych, przeważając instrumenty o krótkiej duracji. W przypadku długu denominowanego w twardej walucie spready obligacji skarbowych okazały się odporne na wyższe rentowności w Stanach Zjednoczonych, choć klasa inwestycyjna pozostaje obecnie drogą – instrumenty wysokodochodowe są wycenione bardziej godziwie.

Waluty

Podwyższamy nasze pozytywne nastawienie do USD w związku z silnym ożywieniem gospodarczym w Stanach Zjednoczonych, które powinno spowodować wzrost krajowych rentowności. Obniżyliśmy jednak ocenę pary GBP/EUR w związku z potencjalną presją związaną z referendum w Szkocji.

Realne oprocentowanie 10-letnich obligacji USA a rentowność progowa



Source: Amundi, Bloomberg, as of 17 May 2021. USGGBE10 Index, H15X10YR Index

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

AKCJE

Rotacja do spółek cyklicznych i segmentu „wartości” nie będzie mieć charakteru liniowego



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

W otoczeniu inflacyjnym inwestorzy powinni skupić się na spółkach z wysokimi marżami i silną pozycją przetargową, którą prezentują poprzez marki i własność intelektualną

Ocena ogólna

Wprowadzanie szczepionek w krajach rozwijających się postępuje, a gospodarki otwierają się na nowo. Wydaje się jednak, że rynki wyceniają wybitnie optymistyczny scenariusz, w którym przyszły wzrost zysków będzie na tyle silny, że zrekomensuje rosnące ceny czynników produkcji. Oznacza to, że presja inflacyjna zostanie prawdopodobnie przeniesiona na konsumentów. Jeśli jednak wzrost gospodarczy rozczaruje — co nie jest naszym bazowym scenariuszem — wyceny mogą uciepnieć. Wszystko to wskazuje na to, że inwestorzy powinni zachować podejście zrównoważone, z tendencją do normalizacji. Świadczy to jednak również o tym, że wpływ oczekiwanego ożywienia gospodarczego nie będzie jednoznacznie pozytywny. **Oddolna analiza fundamentalna powinna pomóc inwestorom w zidentyfikowaniu firm, których działalność nie uległa zakłóceniom, a także tych z silnymi bilansami** — zwłaszcza w segmencie akcji cyklicznych oraz w segmencie wartości.

Akcje europejskie

Uważamy, że pomimo tego iż korekty prognoz wyników finansowych w Europie były bardzo zdecydowane, reakcja rynku sugeruje, że wiele dobrych wiadomości zostało już zdyskontowanych. W związku z tym **ważna jest selekcja akcji oraz identyfikacja spółek o dobrej pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen**. Nie dziwi zatem, że ze względu na profil działalności europejski segment akcji cyklicznych oraz segment „wartości” uciepiał w trakcie kryzysu najbardziej, gdy wzrost gospodarczy był słaby. Oznacza to jednak również, że tegoroczny powrót wzrostu gospodarczego będzie dla nich dobrą informacją, ponieważ rotacja zdecydowanie jeszcze się nie zakończyła. Na poziomie sektorowym przyjmujemy podejście bardziej konstruktywne w stosunku do przemysłu i utrzymujemy pozytywne nastawienie do sektora finansowego (potencjał zysków, dobra jakość aktywów, pozytywny efekt wzrostu stóp). Z drugiej strony, utrzymujemy w portfelu akcje wysokiej jakości spółek defensywnych (telekomunikacja), które stają się coraz bardziej atrakcyjne i zapewniają dobre przepływy gotówkowe. Jesteśmy ostrożni w takich obszarach jak technologie (wrażliwość na stopy procentowe), a ponadto zwiększyliśmy preferencje dla sektora dóbr luksusowych, w przypadku którego wyceny nie odzwierciedlają danych fundamentalnych.

Akcje ze Stanów Zjednoczonych

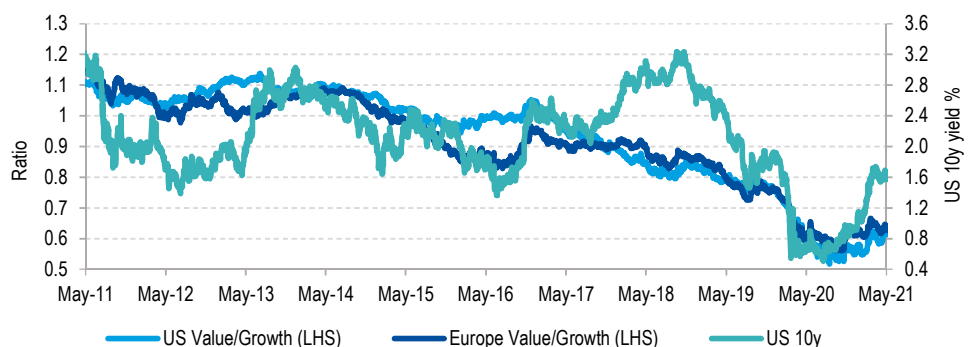
Gdy oczekiwania dotyczące wzrostu inflacji są przesadzone, a wyceny wysokie, wzrost zysków, ponowne otwarcia i rotacje liderów będą napędzać rynki. Już teraz zyski i perspektywy na przyszłość dla akcji cyklicznych i segmentu „wartości” wykazują wyraźny trend, co przekonuje nas do utrzymania pozytywnego nastawienia do tych obszarów. Jest to jednak również sygnał świadczący o tym, że selekcja akcji będzie jeszcze ważniejsza, ponieważ wyceny zbliżają się do maksimów. Co ważne, akcje z segmentu „wartości” stanowią również zabezpieczenie przed inflacją, a sektory takie jak finansowy, energetyczny i materiałowy stanowią trzon tego trendu. W przypadku niektórych spółek z segmentu „wzrostu” większość dobrych wiadomości została już zdyskontowana, co potwierdza nasze ostrożne nastawienie (wysoka dynamika, wysoki wzrost). Chociaż sektor technologiczny nie jest atrakcyjny pod względem wycen względnych, istnieją pewne pozytywne i przekonujące trendy długoterminowe, które warto wziąć pod uwagę.

Z drugiej strony, oczekiwania dotyczące wyższych stóp procentowych (kosztu kapitału) skłaniają nas do stwierdzenia, że segmenty defensywne nie są tanie, z wyjątkiem ochrony zdrowia. Wynika to z tego, że oczekiwane reformy w sektorze są już prawdopodobnie zdyskontowane. Jednak tylko firmy o silnej kulturze innowacyjności będą w stanie zapewnić trwałe zyski.

Akcje z rynków wschodzących

Wycenom sprzyjają ożywienie gospodarcze oraz poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw. Należy jednak monitorować ryzyko geopolityczne i lokalne (Rosja/Ukraina, protesty w Ameryce Łacińskiej, napięcia regionalne w Azji). W kontekście oczekiwań na ożywienie preferujemy akcje „wartościowe”/cykliczne w stosunku do segmentu „wzrostu”. Na poziomie sektorowym ze względu na ponowne otwarcia jesteśmy bardziej pozytywnie nastawieni do dóbr luksusowych — zmieniamy też jednak podejście do spółek technologicznych na mniej pozytywne. Z drugiej strony, ze względu na wysokie wyceny jesteśmy bardziej ostrożni wobec sektora opieki zdrowotnej, a ponadto utrzymujemy podejście defensywne w stosunku do konsumenckich dóbr podstawowych i chińskich spółek finansowych.

Rotacja na korzyść wartości będzie trwać, ale nie będzie mieć charakteru liniowego



Source: Amundi, Bloomberg, data as of 19 May 2021. Russell 1000 Value, Russell 1000 Growth, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth.

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE



Didier BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych



Pierre BLANCHET,
Szef ds. analiz inwestycyjnych

*Demokraci nie
szukają kompromisu
z Republikanami*

Co się stanie, jeśli Demokratom uda się uchwalić podatek od zysków kapitałowych?

Od czasu wyboru Joe Bidena większość obserwatorów była zaskoczona tym, jak skutecznie Demokratom udało się uchwalić znaczące programy fiskalne pomimo niewielkiej większości w parlamencie. Uważamy, że podwyżka podatku od zysków kapitałowych może zostać wprowadzona niezależnie od sprzeciwu Republikanów. Wpływ poprzednich podwyżek podatków na rynki w krótkim i długim okresie nie jest jednoznaczny. W połączeniu ze spowolnieniem gospodarczym i obawami o zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed obecna może jednak stanowić krótkoterminowy czynnik negatywny dla amerykańskich akcji w IV kwartale 2021 roku.

Kiedy Joe Biden został wybrany w listopadzie ubiegłego roku, Demokraci nie mieli większości w Senacie. Panowała wówczas zgoda co do tego, że nowa administracja będzie dążyć do kompromisu z Republikanami w sprawie polityki fiskalnej. Uzyskanie większości w Senacie na początku stycznia nie zmieniło przekonania obserwatorów. Posiadana przez Demokratów większość była postrzegana jako niewystarczająca do realizacji wszystkich obietnic wyborczych. Tym bardziej, że niektórzy centrowi senatorzy Demokratów otwarcie sprzeciwiali się niektórym obietnicom.

Dlatego właśnie rynki okazały się nieco zaskoczone tym, że administracji Bidena udało się bez konieczności godzenia się na kompromis uchwalić pakiet stymulacyjny o wartości 1,9 bln dolarów, podczas gdy większość obserwatorów spodziewała się pakietu o wartości od 1,1 do 1,3 bln dolarów. Jedyną rzeczą, z której Demokraci musieli zrezygnować, były przepisy mające na celu podniesienie federalnej płacy minimalnej, ponieważ procedura uzgodnień nie mogła zostać wykorzystana do uchwalenia środka, który nie miał bezpośredniego wpływu na budżet.

Wkrótce potem Joe Biden przedstawił swój plan inwestycji infrastrukturalnych („American Jobs Plan”), który zawiera wiele z jego zobowiązań z kampanii prezydenckiej. Plan ten, opiewający na blisko 2,25 bln USD w ciągu 8 lat, miałby być finansowany poprzez podwyżkę podatków

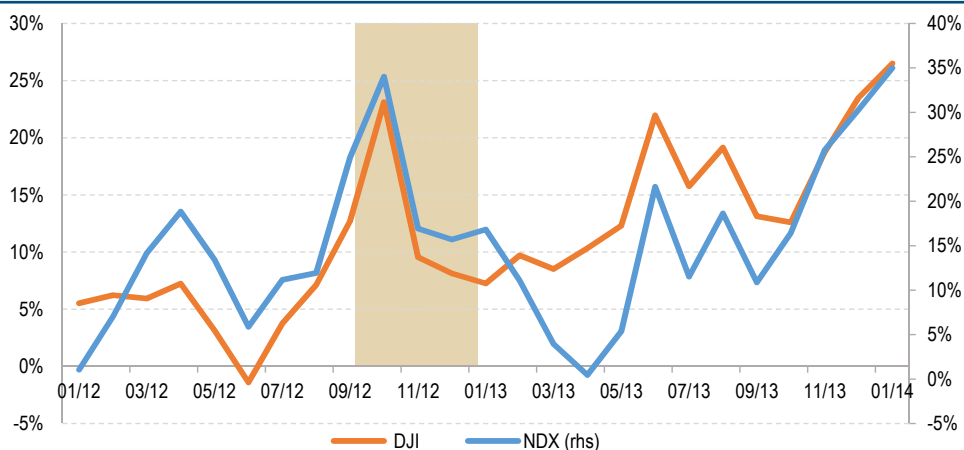
od przedsiębiorstw o równoważnej wysokości, ale w okresie 15 lat. Joe Biden przedstawił następnie drugą część swojego planu naprawczego, zakładającego 1,8 bln dolarów nowych wydatków socjalnych w ciągu 10 lat, finansowanych z podwyżek podatków od najbogatszych gospodarstw domowych. Równocześnie administracja chce zlikwidować ulgi podatkowe dla zarządzających funduszami private equity¹. Joe Biden podpisał też rozporządzenie wykonawcze o podniesieniu minimalnej płacy godzinowej z 10,95 do 15,00 USD w firmach realizujących kontrakty rządu federalnego.

W rzeczywistości Demokraci nie są zainteresowani znalezieniem kompromisu z Republikanami, którzy są oczywiście bardzo przeciwni wszystkim tym projektom — zwłaszcza tym dotyczącym podatków.

Wyniki ostatniego spisu powszechnego pokazują, że władza polityczna przesunęła się ze Środkowego Zachodu i Północnego Wschodu na Południe i Zachód. Nowe dane dotyczące populacji stanów zostaną wykorzystane do ponownego podziału miejsc w Kongresie i Kolegium Elektorów. Sądymy, że skłoni to Demokratów do bardziej zdecydowanej realizacji ich strategii. Według naszych obliczeń stany zdominowane przez Demokratów stracą w 2022 roku trzy miejsca w Izbie Reprezentantów, podczas gdy stany zdominowane przez Republikanów zyskają trzy. Oznacza to, że w rezultacie nowego podziału w listopadzie 2022 r. Demokraci mogą

¹ Oprócz wynagrodzeń za pracę, menedżerowie ci zarabiają głównie na udziale w przyroście wartości aktywów (ang. carried interest). Zyski te są obecnie opodatkowane jako zyski kapitałowe, według stawki znacznie niższej od najwyższej krańcowej stawki podatku dochodowego stosowanej w przypadku wynagrodzeń za pracę. Plan Bidena zlikwidowałby tę ulgę podatkową.

1/ Wyniki Dow Jones Industrial (DJI) oraz Nasdaq100 (NDX) (r/r%, miesięcznie, od I 2012 do I 2014)



Source: Amundi Research - Data as of 25 May 2021

TEMATYCZNE POGLĄDY GLOBALNE

Wyniki spisu ludności pokazują, że polityczna równowaga sił zmienia się

Podatek od zysków kapitałowych może negatywnie wpłynąć na akcje o silnej dynamice cenowej

stracić większość w Izbie Reprezentantów. Jest to dla nich prawdziwy sygnał alarmowy.

Spis powszechny powinien zatem zachęcić ich do dotrzymania obietnic wyborczych w celu skonsolidowania elektoratu. Jednym z najbardziej symbolicznych środków **jest zwiększenie podatku od zysków kapitałowych**, mającego charakter zdecydowanie redystrybucyjny. W tym kontekście uważamy, w przeciwieństwie do większości obserwatorów, że środek ten zostanie prawdopodobnie przyjęty jeszcze w tym roku.

Czy podatek od zysków kapitałowych może zaszkodzić amerykańskiemu rynkowi akcji?

W najnowszej historii Stanów Zjednoczonych miały miejsce cztery podwyżki podatku od zysków kapitałowych: w latach 1969, 1976, 1987 oraz 2013. Podwyżka z 1976 r. była ograniczona do niecałych 4%, podczas gdy pozostałe trzy były bliskie 9%, tj. porównywalne z obecną podwyżką dyskutowaną przez Demokratów. Rok 1969 był ponad 50 lat temu, w czasie, gdy stopa oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych wynosiła prawie 10% w porównaniu z 2,5% obecnie, a na rynku akcji panowała bessa. Dlatego właśnie porównanie tych dwóch przypadków z dzisiejszą sytuacją może nie być wystarczająco trafne. Nadal jednak możemy posłużyć się latami 1987 i 2013 roku jako punktami odniesienia.

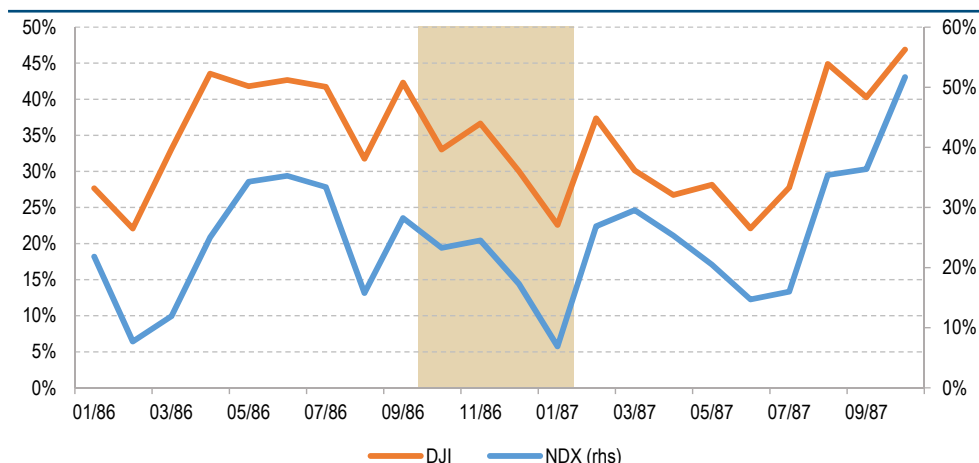
Patrząc na wyniki Dow Jones Industrial Average (DJI) oraz Nasdaq100 (NDX), możemy zauważyć punkt zwrotny na trzy miesiące przed datą wprowadzenia podatku od zysków kapitałowych, co może być związane (między innymi) z realizacją zysków przez inwestorów przed wprowadzeniem nowej stawki podatkowej. W ostatnich trzech miesiącach 2012 roku NDX spadł o 5%, a DJI o 2%. Podobna sytuacja miała miejsce przed podwyżką podatku od zysków kapitałowych w 1987 r. — w ostatnich trzech miesiącach 1986 r. zarówno NDX, jak i DJI straciły pozytywny impet, choć utrzymały niewielki dodatni zwrot. W latach 2013 i 1987 oba indeksy szybko odrobiły jednak straty — zwroty za pierwsze półrocza były dodatnie. Dlatego też, zakładając, że podwyżka podatkowa była głównym czynnikiem powodującym te zmiany, można stwierdzić, że rynki uznały ją jedynie za „zdarzenie nadzwyczajne” o krótkotrwałych skutkach.

Zakładając, że w przypadku wprowadzenia nowej podwyżki od 1 stycznia 2022 r. rozwój sytuacji będzie wyglądać podobnie, można się spodziewać, że amerykański rynek akcji może odczuwać negatywne skutki od października do grudnia 2021 r. Inwestorzy prywatni mogą następnie odbudować swoje pozycje w I kwartale. W odniesieniu do dalszej przyszłości należy zakładać, że wpływ podwyżki podatku będzie marginalny. W istocie, w okresie trzech lat po podwyżkach z 1987 i 2013 roku indeksy DJI i NDX wzrosły od 30% do 76%. Dlatego właśnie nie możemy stwierdzić, że konsekwencje samej podwyżki podatku były poważne. Jej skutki mogą okazać się dotkliwe dopiero w połączeniu ze spowalniającym ożywieniem gospodarczym oraz obawami dotyczącymi zacieśnienia polityki monetarnej przez Fed.

Analiza wyników akcji pojedynczych spółek w kontekście podwyżki podatku od zysków kapitałowych w 2013 r. (dla komponentów indeksu Dow Jones Industrial Index) pokazuje, że niektóre spółki osiągające najlepsze wyniki w 2012 r. zanotowały odwrót od października do końca roku. Istnieje jednak kilka przypadków stanowiących kontrprzykłady. Patrząc na stopy zwrotu z akcji w okresie 1, 3, 5 i 10 lat przed daną podwyżką, wśród 17 spółek, które przyniosły dodatnie zwroty we wszystkich horyzontach czasowych, tj. akcji o najwyższym prawdopodobieństwie wysokich zwrotów skumulowanych, tylko dziewięć odnotowało ujemne wyniki w ostatnich 3 miesiącach roku. Zaliczają się do nich na przykład Apple, McDonalds, Wall Mart i Disney, co pokazuje, że nie ma tu szczególnej koncentracji sektorowej. 50% to za mało, aby sformułować regułę, jednak warto zauważyć, że większość akcji, które przed podwyżką podatku przynosiły słabe zwroty, w ostatnim kwartale przed podwyżką osiągnęła wyniki lepsze od indeksu. Przyjmijmy zatem, że spodziewana podwyżka podatkowa wywiera pewien wpływ na rynek.

Wzrost podatku od zysków kapitałowych może mieć wpływ te amerykańskie akcje i sektory rynku amerykańskiego, które w ostatnich latach osiągały bardzo dobre wyniki. Efekt ten może być bardziej znaczący na poziomie poszczególnych akcji niż na poziomie indeksu. Ucierpieć mogą na przykład spółki takie jak Tesla czy Apple, ale negatywny

2/ Wyniki Dow Jones Industrial (DJI) i Nasdaq100 (NDX) (% r/r, tygodniowo, od I 1986 do X 1987)



Source: Amundi Research - Data as of 25 May 2021

TEMATYCZNE
POGLĄDY
GLOBALNE

wpływ powinien być ograniczony i krótkotrwały. Jeśli historia się powtarza, to nie ma dowodów na to, że podwyżka stóp procentowych mogłaby mieć długoterminowy negatywny wpływ na amerykański rynek akcji.

W rzeczywistości problem może wystąpić gdzie indziej. Podatek od zysków kapitałowych będzie ograniczony do osób uzyskujących dochody powyżej 1 mln dolarów rocznie, czyli 0,7% amerykańskich

gospodarstw domowych. Inwestorzy ci mają oczywiście dostęp do rynku akcji, ale także do szerokiej gamy produktów inwestycyjnych, takich jak fundusze private equity i alternatywne fundusze inwestycyjne. Dobre wyniki obligacji skarbowych i korporacyjnych mogą również stanowić elementy tego równania, a podatek od zysków kapitałowych może spowodować odpływ kapitału z rynków akcji.

Sfinalizowano dn. 25 maja 2021.

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

Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy narrację i prawdopodobieństwa naszych scenariuszy centralnych i alternatywnych. 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. Ponieważ wyceny ryzykownych aktywów są wysokie, 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 powrotu lockdownów, co wydłuża kryzys.
- ❗ Skutki uboczne szczepionek i/lub ich długotrwałe niedobory podważają zaufanie i pogarszają perspektywę ożywienia.
- ▲ Wysoce procykliczna polityka Stanów Zjednoczonych prowadzi do destabilizacji oczekiwań inflacyjnych i powoduje wzrost stóp procentowych, aprecjację dolara i/lub inflację cen surowców, co szkodzi aktywom ryzykownym (poprzez szok zmienności) oraz stabilności finansowej. Zaostrzone warunki finansowe zwiększają niestabilność gospodarczą i finansową.
- ▲ Strefa euro nie jest w stanie zapewnić ożywienia gospodarczego, a niektóre nadmiernie zadłużone kraje wpadają w spiralę stagflacji.
- Spadające oczekiwania dotyczące wzrostu średnioterminowego szkodzą stabilności długu publicznego.
- Spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach jest szybsze niż oczekiwano i przenosi się na gospodarkę krajów rozwiniętych.
- 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

- ❗ Wprowadzenie nowych szczepionek prowadzi do silnego, ale nierównego i zróżnicowanego pod względem tempa ożywienia gospodarczego w poszczególnych regionach: silniejsze w Stanach Zjednoczonych i Europie, słabsze na rynkach wschodzących.
- ▲ Wdrażane w Stanach Zjednoczonych pakiety stymulacyjne zmniejszają różnice we wzroście gospodarczym między rynkami wschodzącymi a krajami rozwiniętymi.
- ▲ Dostosowawcza polityka pieniężna i fiskalna nadal wspiera ożywienie gospodarcze, zapobiegając zagrożeniom deflacyjnym i pozwalając na tymczasowe ustabilizowanie się wskaźnika zadłużenia w stosunku do PKB.
- ▲ Pomimo politycznego zobowiązania do mobilizacji polityk fiskalnych jego realizacja w UE jest „rozwodniona”.
- Ryzyko niewypłacalności maleje dzięki pozytywnej dynamice zysków przedsiębiorstw, aktywnemu delewarowaniu oraz niskim kosztom finansowania, zwłaszcza w przypadku emitentów o niskim ratingu i sektorów dotkniętych kryzysem.
- ❗ Nierówności dochodowe i majątkowe zostają pogłębione przez kryzys związany z Covid oraz wzrost napięć społecznych i politycznych.
- Fundamenty makro- i mikroekonomiczne powodują wyhamowanie pozytywnej dynamiki. Wysokie wyceny aktywów ryzykownych i czynniki techniczne zawężają pole manewru na wypadek niekorzystnego rozwoju sytuacji.

Implikacje rynkowe

- Akcje pozostają w obecnej fazie cyklu preferowaną klasą aktywów. Segment wartości i akcje cykliczne będą nadal 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, 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 odbudowuje się szybciej niż oczekiwano i pojawia się presja płacowa, ale Fed wstrzymuje się z działaniem.
- 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 (np. 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%

— Globalne ograniczanie skali programów skupu aktywów

- 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).

— Pandemia 2.0 z problemami z wdrożeniem szczepionek

- Jeden lub kilka wariantów wirusa, na które nie działałyby istniejące szczepionki, podważające oczekiwania dotyczące ożywienia gospodarczego.
- Problemy logistyczne lub nieoczekiwane skutki uboczne szczepionek mogą mieć bardzo negatywny wpływ na inwestorów i nastroje w przedsiębiorstwach.

- 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.

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 mogłaby zwiększyć 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.
- Wrażliwe rynki wschodzące (eksporterzy jednego surowca, turystyka) również mogą stanąć w obliczu kryzysu bilansu płatniczego, zbliżając się do niewypłacalności.

— Niestabilność dolara amerykańskiego może mieć wpływ dwukierunkowy:

- (1) **deprecjacja** mogłaby skłonić Fed do wstrzymania Programu Skupu Aktywów (APP), negatywnie wpływając na rynek obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych i prowadząc do deflacji w strefie euro i Japonii oraz osłabienia ożywienia gospodarczego na rynkach 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.
- Możliwe przypadkowe konfrontacje na Morzu Południowochińskim lub w Cieśninie Tajwańskiej.

- Niestabilność polityczna 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 traci udział w rynku szybciej niż oczekiwano.

- Atak cybernetyczny lub narażenie bezpieczeństwa danych zakłócające działanie systemów informatycznych (bezpieczeństwo, energetyka i usługi zdrowotne).



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 stopniowo przyspiesza w miarę zmniejszania ograniczeń związanych z Covid-19. Dane miękkie potwierdzają optymizm leżący u podstaw trwającego ożywienia — pojawiają się duże pozytywne niespodzianki. W szczególności wzrost aktywności w handlu detalicznym stanowi dowód na stopniowe odrabianie strat w najbardziej dotkniętych sektorach, potwierdzając najważniejsze wnioski z ostatniego PMI: konsensus wykazuje oznaki umiarkowanej tendencji wzrostowej, z Francją na czele.
- Aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych systematycznie nabiera tempa, co potwierdzają dane zarówno miękkie, jak i twarde. Sondaże nadal pozytywnie zaskakują, odzwierciedlając silne zaufanie leżące u podstaw ponownego otwarcia amerykańskiej gospodarki. Poziomy konsensusowe pozostają wysokie, co powinno prowadzić do stopniowego spadku liczby niespodzianek gospodarczych, ponieważ dalsze wzrosty stają się coraz trudniejsze.

FUNDAMENTY
I WYCENA

- Obecne poziomy na rynkach obligacji korporacyjnych i akcji odzwierciedlają scenariusz wybitnie optymistyczny, z silnym ożywieniem zysków i wciąż łagodną postawą banków centralnych.
- Bezwzględne poziomy wskaźników cena/zysk znajdują się powyżej historycznych trendów, co jest oznaką samozadowolenia inwestorów.
- Po ostatnim skoku długoterminowych stóp procentowych wskaźniki wartości względnej w mniejszym stopniu sprzyjają dalszym znaczącym wzrostom wycen rynkowych akcji.

ALOKACJA
AKTYWÓW
„neutralna
plus”

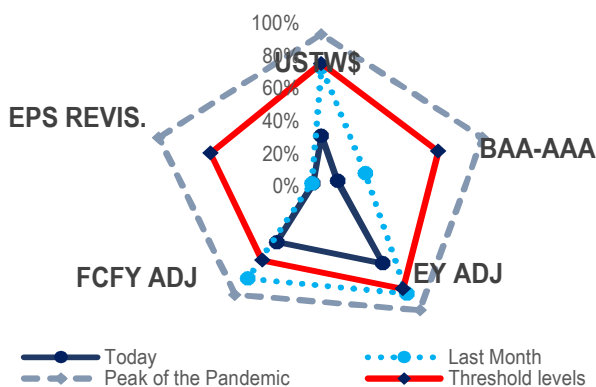
ASPEKTY TECHNICZNE

- Nasze wskaźniki techniczne nadal wskazują na otoczenie mające mieszany wpływ na aktywa ryzykowne. W porównaniu z ubiegłym miesiącem istotna zmiana dotyczy sygnałów kontrariańskich, które są obecnie znacznie lepsze ze względu na ostatnie wyprzedanie rynku.
- Wskaźniki RSI w końcu opuściły terytorium wykupienia w większości segmentów rynku i mogą przyciągnąć inwestorów.
- Z drugiej strony, czynnik sezonowości mógł odegrać pewną rolę, co przekłada się na znacznie mniej wyraźny trend.
- Podobnie jak w ubiegłym miesiącu, wyniki analizy technicznej pozostają mieszane i sugerują neutralne nastawienie do aktywów ryzykownych.

NASTROJE

- Obawy inflacyjne doprowadziły w maju do wzrostu zmienności i konsolidacji aktywów ryzykownych, ponieważ przełożenie na nominalne i realne stopy procentowe stanowiło przeszkodę dla obecnych wysokich wycen. Niemniej nasze wskaźniki nastawienia do ryzyka nadal sygnalizują łagodną strukturę rynku, przy czym niedawna wyprzedaż USD i poprawa premii za ryzyko obligacji korporacyjnych równoważą wzrost zmienności i łagodne pogorszenie warunków finansowych (spread Moody's poniżej 70 punktów bazowych po raz pierwszy od początku 2019 r.).
- Umiarkowane pogorszenie nastrojów w połączeniu z warunkami finansowymi znajdującymi się w górnym percentylu ich historycznego rozkładu może spowodować wzrost poziomu „samozadowolenia” inwestorów. Jest to coś, co należy uważnie monitorować w najbliższej przyszłości.

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



Source: Amundi Research, Data as of 13 May 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 Inflacja w Stanach Zjednoczonych wzrosła dzięki korzystnemu połączeniu silnego popytu oraz wysokiej presji ze strony cen producentów

- Choć potwierdzamy naszą średniookresową prognozę wzrostu PKB na poziomie 7,5% w 2021 r., jednocześnie podnosimy też prognozę inflacji, która obecnie powinna utrzymywać się na poziomie powyżej 3% do IV kwartału, a następnie kontynuować trend spadkowy, by w 2022 osiągnąć poziom 2,4%.
- Spodziewamy się, że inflacja w Stanach Zjednoczonych osiągnie szczyt w II kwartale w związku ze znaczącym efektem bazy w rocznicę załamania wielu cen podczas pierwszej fali Covid-19 w 2020 roku.
- Oczekuje się, że inflacja w najbliższym czasie będzie szczególnie zmienna w ujęciu miesięcznym, ze względu na wzajemne oddziaływanie silniejszego odbicia popytu zarówno na towary, jak i na usługi, a także ograniczonej podaży, w niektórych przypadkach spotęgowanej przez wąskie gardła w produkcji.
- Znaczenie głównego czynnika ryzyka realizacji prognozy pozostaje ponadprzeciętnie wysokie: a) lepsza pozycja przetargowa w zakresie ustalania cen po wznowieniu działalności może doprowadzić do szybszego niż oczekiwano przełożenia się wysokich kosztów na ceny produkcji, które jak dotąd zmateriałyzywały się tylko częściowo; a ponadto b) utrzymujący się wzrost długoterminowych oczekiwań inflacyjnych konsumentów może się bardziej utrwalić w procesie ustalania cen.

2 Potencjalna konsolidacja rynków akcji w na rynkach rozwiniętych, ponieważ dynamika gospodarcza osiągnęła już szczyt

- Poziomy kilku wskaźników wyglądają na zbliżone do maksymalnych: wskaźniki PMI dla przemysłu oraz ISM znajdują się na historycznych maksimach lub blisko nich, konsensusy MSCI World oraz S&P 500 dotyczące przyszłych poziomów wskaźników zysku na akcję (EPS) znajdują się już powyżej poziomów sprzed kryzysu, warunki finansowe znajdują się na najniższym percentylu od 2007 roku, a wartość pozycji na akcjach powróciła do poziomów sprzed pandemii.
- Wielka rotacja z akcji defensywnych w kierunku akcji cyklicznych została na razie wstrzymana. Wyceny są bardzo wysokie.
- Obniżamy rekomendację dla akcji globalnych z „przeważaj” do neutralnej. Oczekujemy jednak, że konsolidacja rynku będzie krótkotrwała i nie spowoduje odwrócenia trendu wzrostowego.

3 Cykliczne ożywienie w Ameryce Łacińskiej napotyka problemy w związku ze wzrostem popularności lewicy

- Wahadło polityczne w Ameryce Łacińskiej wyraźnie wychyliło się w lewo, pchane zarówno przez czynniki strukturalne sprzed pandemii, jak i, ostatnio, przez trudne otoczenie cykliczne. Spadek produktywności oraz rosnące — zwłaszcza w następstwie pandemii — potrzeby społeczne spowodowały bolesne załamanie gospodarcze.
- Niezadowolenie społeczne i nastroje antyestablishmentowe były widoczne już w 2019 roku.
- Za trwającą obecnie w Chile reformę konstytucyjną odpowiada obecnie rozdrobniony i mający tendencje lewicowe organ.
- W Peru wybitnie lewicowy kandydat na prezydenta Pedro Castillo prowadzi w sondażach przed drugą turą, mając pod ręką kilka radykalnych pomysłów.
- W Kolumbii reforma podatkowa okazuje się oderwana od rzeczywistości i powoduje rzeczywiste szkody gospodarcze i finansowe, a rating kredytowy kraju został obniżony do poziomu śmieciowego.
- Wybory w Brazylii, które odbędą się pod koniec przyszłego roku, dają władzom więcej czasu na uzdrowienie gospodarki oraz szansę na uniknięcie lewicowego zwrotu w stronę Luli.

4 Prognoza tempa wzrostu PKB Japonii obniżona w związku z gorszym od oczekiwań odczytem za I kwartał oraz powolnym tempem szczepień

- Tempo wzrostu PKB okazało się znacznie niższe niż oczekiwano, przy czym spowolnienie konsumpcji prywatnej przyczyniło się do jego spadku o ponad połowę.
- Odsetek zaszczepionych pozostaje niski (<10%), co naraża Japonię na nawroty epidemii. Stan wyjątkowy został rozszerzony na początku maja, co zaszkodziło mobilności.
- Popyt zewnętrzny pozostaje pozytywnym wyjątkiem po bardzo szybkim wzroście zagranicznych zamówień na maszyny.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=		Ponowne otwarcie gospodarki i wydatki fiskalne administracji Bidena powinny wspierać ogólny wzrost gospodarczy i popyt, ale na rynku występują też obszary skrajnych wycen. Ponadto niedobory podaży i potencjalne podwyżki podatków pozostają kwestiami, które mogą negatywnie wpłynąć na popyt. W rezultacie utrzymujemy podejście selektywne, monitorujemy czynniki ryzyka i rozgrywamy rotacje związane zżywieniem, preferując akcje cykliczne oraz akcje z segmentu „wartości”.
	Segment „wartości”, USA	+		Stopniowo wycofywane ograniczenia w przemieszczaniu się oraz postępy akcji szczepień (w Stanach Zjednoczonych i poza nimi) nadal stanowią pozytywne bodźce dla popytu konsumpcyjnego i wzrostu gospodarczego. Dlatego właśnie uważamy, że rotacja na korzyść segmentu „wartości” będzie nadal nabierać tempa, zwłaszcza w cenach rynkowych. Istnieją również możliwości identyfikacji charakteryzujących się wysoką jakością, stabilnych spółek, które mają potencjał, aby stać się przyszłymi liderami w zakresie ESG.
	Segment „wzrostu”, USA	-		Utrzymujemy ostrożne podejście do segmentu „wzrostu” — zwłaszcza „hiperszybkiego” — w kontekście nadal wysokich wycen. W miarę powrotu wzrostu gospodarczego i wzrostu stóp procentowych w przyszłości inwestorzy powinni poszukiwać obszarów o korzystniejszych wycenach, w mniejszym stopniu dotkniętych rosnącymi stopami dyskontowymi.
	Europa	=		Ostatni sezon wyników okazał się dobry, co wskazuje na znaczenie normalizacji gospodarek. W regionie nadal obserwuje się ponowne otwarcia, co powinno wspierać (nieliniową) rotację w sektorach związanych ze wzrostem gospodarczym. Uważamy jednak, że wiele dobrych wiadomości zostało już uwzględnionych w cenach rynkowych. W związku z tym monitorujemy trendy inflacyjne i koncentrujemy się na wartości względnej oraz na spółkach o silnych fundamentach i dobrej pozycji przetargowej.
	Japonia	=	▼	Pauza w globalnej dynamice gospodarczej może na krótko wpłynąć na japońskie rynki. W perspektywie średnioterminowej wzrost gospodarczy powinien być wspierany przez eksport, rosnące płace oraz osłabienie jena.
	Rynki wschodzące	=/+	▼	Perspektywa wzrostu rentowności obligacji amerykańskich, wraz ze specyficznymi czynnikami ryzyka o charakterze lokalnym i wrażliwością na czynniki zewnętrzne, stwarza pewne krótkoterminowe utrudnienia dla rynków wschodzących. Przyjmując wysoce selektywne podejście, inwestorzy powinni skupić się na segmencie „wartości” i akcjach cyklicznych, które mogą skorzystać na wzroście konsumpcji, a także na sektorach wykazujących atrakcyjne wyceny i zrównoważone trendy.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	-	▼	Obserwujemy wyższy niż oczekiwano wskaźnik CPI, niedobory podaży oraz priorytetowe traktowanie zatrudnienia przez Fed. Wraz z silną konsumpcją, obawami o wysokość deficytu oraz planami wydatków rządowych wskazuje to na dalszy wzrost inflacji, co wywiera presję na obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych. Inwestorzy powinni zachować ostrożność i aktywność w zarządzaniu duracją, jednak muszą przy tym unikać błędów polegających na jej zwiększaniu. Z kolei papiery skarbowe zabezpieczone przed inflacją powinny radzić sobie dobrze warunkach wzrostu inflacji.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=		W świetle presji na wzrost rentowności obligacji z rdzenia strefy euro ograniczamy durację naszych portfeli, ryzyko stopy procentowej oraz udział papierów dłużnych o długich terminach zapadalności. Zamiast tego koncentrujemy się na instrumentach bardziej krótkoterminowych i preferujemy specyficzne czynniki ryzyka o charakterze lokalnym, które dają więcej możliwości w zakresie podejścia selektywnego. W obliczu poprawiających się zarobków konsumentów atrakcyjne wydają się kredyty sekurytyzowane, a w szczególności sekurytyzowane wierzytelności niemieszkaniowe. Inwestorzy muszą jednak zwracać uwagę na wyceny.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Transakcje carry trade oparte na instrumentach wysokodochodowych są obecnie atrakcyjne, a wraz z otwieraniem się gospodarki dane fundamentalne spółek powinny się poprawiać. Nadal istnieje jednak potrzeba obrony nadwyżki dochodów i dbałości o wrażliwą równowagę między zyskiem i jakością poprzez podejście selektywne.
	Skarbowe Europa	-/=		Uważamy, że poprawiający się wzrost gospodarczy (i potencjalnie inflacja) w Europie wspiera wzrost nachylenia krzywej dochodowości, wywierając presję na obligacje z rdzenia strefy euro. Dlatego też utrzymujemy ostrożne podejście. ECB nie dopuści jednak do znaczącego wzrostu rentowności, aby wesprzeć wzrost gospodarczy. Z drugiej strony, jesteśmy konstruktywnie nastawieni do długu peryferyjnego.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=/+		Przyjmujemy podejście konstruktywne do klasy inwestycyjnej ze względu na stabilne dane fundamentalne i parametry techniczne, dużą płynność na rynkach oraz oczekiwania dotyczące umiarkowanej poprawy. Poprawiają się zarówno perspektywy ratingowe, jak i sytuacja w zakresie wolnych przepływów pieniężnych. Utrzymujemy jednak podejście selektywne, biorąc pod uwagę nadmierne wyceny w niektórych przypadkach oraz ryzyko związane ze stopami procentowymi i duracją. Ogólnie rzecz biorąc, preferujemy dług z ratingiem BBB, krótsze terminy zapadalności oraz sektory związane z żywieniem gospodarczym (dług podporządkowany, energetyka, motoryzacja).
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=		Dane fundamentalne spółek ulegają poprawie w związku zżywieniem gospodarczym, co powinno sprzyjać perspektywom w zakresie wykonywania zobowiązań. Preferujemy obszary, w których istnieje możliwość dalszego spadku spreadów, ale jesteśmy wysoce selektywni.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Podtrzymujemy preferencje dla instrumentów wysokodochodowych w stosunku do klasy inwestycyjnej w przypadku obligacji zarówno skarbowych, jak i korporacyjnych, ponieważ wycena tego segmentu rynku odzwierciedla rzeczywistość lepiej niż na początku roku. Na przeszkodzie stoją jednak rosnące stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych. W perspektywie długoterminowej ta klasa aktywów może być dobrym uzupełnieniem strategii generowania dochodu przez inwestorów.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Umacniający się dolar i rosnące stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych stanowią przeszkodę dla długu denominowanego w walutach lokalnych i uzasadniają bardzo selektywne podejście. Jesteśmy szczególnie ostrożni, jeśli chodzi o stopy procentowe. Na rynku walutowym dostrzegamy pewien potencjał ożywienia w drugim półroczu.
INNE	Surowce			Odbicie gospodarcze na świecie wspiera ceny towarów. Metale przemysłowe, takie jak miedź, odnotowały skokowy wzrost cen ze względu na rosnący popyt (w związku z zieloną transformacją i ponownym otwarciem gospodarki) oraz obawy o niedobór podaży. Podczas gdy Fed utrzymuje na razie niskie stopy procentowe, inwestorzy powinni uważnie śledzić ruchy stóp procentowych i ich wpływ na cenę złota.
	Waluty			Bliźniacze deficyty w Stanach Zjednoczonych powinny ciążyć dolarowi w długim terminie. W najbliższym czasie „zielony” powinien radzić sobie dobrze, zwłaszcza w stosunku do walut o niskiej rentowności (JPY, CHF), ze względu na różnicę w tempie wzrostu gospodarczego. Waluty cykliczne wchodzące w skład bloku G10 — NOK, CAD i AUD — będą jednak prawdopodobnie osiągać dobre wyniki w miarę otwierania się gospodarek.

LEGENDA

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

Źródło: Amundi, na dzień 22 maja 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 twardych walucie / walucie lokalnej; WTI = West Texas Intermediate. QE = ilościowe rozluźnienie polityki pieniężnej

KRAJE ROZWINIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Średnie roczne (%)	Dane z dnia 24.05.2021					
	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	zakres					
Świat	-3,5	5,8/6,7	3,7/4,5	2,6	3,1	3,2
Kraje rozwinięte	-5,2	5,1/6,0	3,2/3,9	0,7	2,1	1,8
USA	-3,5	6,8/8,2	3,3/4,2	1,3	3,1	2,5
Japonia	-4,9	2,5/3,1	2,8/3,4	0,0	-0,4	0,6
Wlk. Brytania	-9,8	5,5/6,1	4,5/5,1	0,9	1,6	2,2
Strefa euro	-6,7	4,0/4,6	3,1/3,8	0,3	1,8	1,5
Niemcy	-5,1	2,7/3,3	3,0/3,6	0,5	2,4	1,7
Francja	-8,2	5,6/6,2	2,9/3,5	0,5	1,5	1,6
Włochy	-8,9	3,7/4,3	3,2/3,8	-0,1	1,5	1,5
Hiszpania	-10,8	4,6/5,2	4,4/5,0	-0,3	1,4	1,3

Źródło: Amundi Research

- Stany Zjednoczone:** Dzięki niezwykle dostosowawczej polityce monetarnej gospodarka amerykańska nadal szybko się odradza, a w chwili pisania tego tekstu najprawdopodobniej powróciła już do poziomu sprzed pandemii. Ostatnio podnieśliśmy prognozę zarówno wzrostu gospodarczego, jak i inflacji na rok 2021. Przy silnych efektach bazy w II kwartale oczekuje się, że inflacja gwałtownie wzrośnie, a następnie zmaleje, pozostając w najbliższym czasie bardzo niestabilna ze względu na niedopasowanie popytu i podaży, spotęgowane niskimi zapasami i rosnącymi kosztami czynników produkcji. Fed najprawdopodobniej uzna te zmiany za zgodne ze swoim celem i nadal będzie traktować presję inflacyjną jako tymczasową.
- Strefa euro:** Dane o PKB za I kwartał okazały się lepsze niż oczekiwano, a spadek był łagodniejszy niż wynikałoby to z rozszerzenia restrykcji sanitarnych. W II kwartale powinien nastąpić umiarkowany wzrost w miarę znoszenia ograniczeń, a następnie silniejsze przyspieszenie od lata w miarę powszechnego znoszenia ograniczeń i postępu kampanii szczepień. Rządy powinny nadal oferować wsparcie fiskalne, dopóki ożywienie gospodarcze nie wejdzie na właściwe tory, a Europejski Bank Centralny będzie nadal prowadzić dostosowawczą politykę monetarną. Inflacja powinna rozwijać się zgodnie z tendencją wzrostową, pozostając zmienna pod wpływem czynników przejściowych, przekraczając tymczasowo cel w IV kwartale, a następnie powracając poniżej trendu w 2022 r.
- Japonia:** Wzrost PKB za I kwartał okazał się znacznie niższy niż oczekiwano — we wszystkich sektorach odnotowano pewne spowolnienie. Spadek popytu wewnętrznego, a w szczególności konsumpcji prywatnej, był głównym „winowajcą” w warunkach łagodnych ograniczeń mobilności. Patrząc w przyszłość, można stwierdzić, że niepokojące jest wolne tempo szczepień w Japonii, które sprawia, że kraj ten jest podatny na nowe fale zakażeń i rozprzestrzenianie się nowych mutacji. W przeciwieństwie do dynamicznego popytu zewnętrznego konsumpcja prawdopodobnie będzie się odbudowywać jedynie w wolnym tempie, co ograniczy wzrost inflacji.
- Wielka Brytania:** Biorąc pod uwagę, że realizacja harmonogramu ponownego otwarcia i kampanii szczepień osiąga „kamienie milowe” planu rządowego, spodziewamy się pełnego otwarcia do 21 czerwca. Biorąc pod uwagę wyraźniejsze niż oczekiwaliśmy oznaki ożywienia gospodarczego, podnieśliśmy nasze prognozy wzrostu, oczekując, że gospodarka nabierze tempa od II kwartału, a w drugim półroczu będzie już solidnie rozpędzona. 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

	28.05 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	-0,51	-0,50	-0,51
Japonia	-0,02	-0,1	-0,03	-0,1	-0,05
Wlk. Brytania	0,10	0,1	0,11	0,1	0,13

Źródło: Amundi Research

- Fed:** Przewodniczący Fedu Jerome Powell potwierdził na kwietniowym posiedzeniu FOMC, że nie jest to jeszcze czas na rozmowy o ograniczaniu skali skupu aktywów, podkreślając, że jego instytucja jest jeszcze daleka od osiągnięcia założonych celów i że minie „trochę czasu”, zanim dokonane zostaną „znaczące dalsze postępy”. Priorytetem jest rynek pracy: termin ograniczenia skali skupu będzie zależeć od jego ewolucji. Warunkiem rozpoczęcia analiz i komunikacji (prawdopodobnie na sierpniowej konferencji w Jackson Hole) dotyczących ograniczenia skali skupu aktywów będzie szereg dobrych danych miesięcznych dotyczących zatrudnienia. Fed podtrzymuje pogląd, że wysoka inflacja w najbliższych kwartałach będzie przejściowa, ponieważ jej przyczynami będą efekt bazy oraz występowanie „wąskich gardeł”.
- 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 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. Głównym tematem czerwcowego posiedzenia będzie prawdopodobnie kwartalny przegląd zakupów prowadzonych w ramach programu PEPP.
- Bank Japonii:** Po podwyższeniu prognoz wzrostu gospodarczego przez Bank Japonii 28 kwietnia perspektywy ożywienia w Japonii ponownie się pogorszyły, a ostatnie dane dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji negatywnie zaskoczyły rynki. Przy niskim wskaźniku szczepień (<5 szczepień na 100 osób) większość kraju powróciła do stanu wyjątkowego w obliczu rosnącej liczby zakażonych. Taki rozwój sytuacji, choć w najbliższym czasie raczej nie skłoni władz do wprowadzenia dodatkowych bodźców, sugeruje, że Bank Japonii prawdopodobnie powstrzyma się ze zmianami dłużej niż się spodziewano.
- Bank Anglii:** Na ostatnim posiedzeniu Bank Anglii utrzymał łączny cel programu skupu aktywów na niezmiennym poziomie 895 mld GBP, mimo że jeden z członków głosował za zmniejszeniem jego wielkości. Jednocześnie ze względu na to, że QE w Wielkiej Brytanii nie ma charakteru otwartego, a skup obligacji odbywa się z dużym wyprzedzeniem, Bank Anglii ogłosił spowolnienie jego tempa. Pomimo znaczącej korekty w górę prognozy PKB na 2021 r., z 5% do 7,25%, Komitet Polityki Pieniężnej wysłał zasadniczo gołębi komunikat, jako że zacieśnienie polityki pieniężnej pozostaje odległą perspektywą.

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)	24 czerwca

Źródło: Amundi Research

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Średnie roczne (%)	Dane z dnia 24.05.2021			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	Rzeczywisty wzrost PKB, %					
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	zakres					
Świat	-3,5	5,8/6,7	3,7/4,5	2,6	3,1	3,2
Kraje wschodzące	-2,2	6,4/7,2	4,0/5,0	4,0	3,9	4,1
Brazylia	-4,1	4,2/5,2	1,0/3,0	3,2	6,5	4,1
Meksyk	-8,2	5,4/6,4	2,0/4,0	3,4	4,5	3,4
Rosja	-3,1	3,0/4,0	2,0/3,5	3,4	5,1	4,4
Indie	-7,1	9,0/10,2	5,1/6,5	6,6	5,1	6,2
Indonezja	-2,0	3,8/4,6	4,6/5,6	2,0	2,0	3,2
Chiny	2,3	8,8/9,4	4,9/5,5	2,5	1,4	2,5
RPA	-6,9	3,1/4,1	2,1/3,1	3,2	4,4	4,7
Turcja	1,6	3,6/4,6	3,7/4,7	12,3	15,6	11,5

Źródło: Amundi Research

- Chiny:** Kwietniowe dane okazały się słabsze od oczekiwań. Spadek sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej zwiększa niepewność co do naszych optymistycznych prognoz dotyczących ponownego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w II kwartale. Z drugiej strony, szczepienia w końcu przyspieszyły. W tempie 20 mln szczepionek dziennie Chiny mogą zaszczyć 70% swojej populacji do lipca. Inflacja, choć wskaźnik PPI zmierza w kierunku 8% r/r, w nadchodzących miesiącach będzie tracił na sile z powodu słabszych impulsów ze strony polityki monetarnej i fiskalnej. Z kolei inflacja CPI pozostała niska, przy spadku inflacji żywności i powolnym umacnianiu się inflacji bazowej.
- Indie:** W związku z tym, że liczba zachorowań na Covid w końcu osiągnęła szczyt na poziomie krajowym, a nie tylko w dużych miastach (295 tys. w tygodniu do 19 maja w porównaniu do 391 tys. w tygodniu do 9 maja), potwierdzamy prognozę wzrostu PKB o 9–10% r/r w ujęciu realnym w roku fiskalnym 2022. W międzyczasie korzystny efekt bazy powinien utrzymać główny wskaźnik inflacji w docelowym przedziale RBI pomimo presji na ceny czynników produkcji, odzwierciedlonej przez gwałtowny wzrost wskaźnika WPI do 10,5% r/r w kwietniu. Nie należy spieszyć się z normalizacją — polityka pieniężna powinna zachować charakter dostosowawczy, ukierunkowując wspierający policy mix.
- Brazylia:** Po bardzo trudnym kwietniu i początku maja mobilność i aktywność szybko odbiły się od dna, co sugeruje, że kolejne spowolnienie spowodowane Covidem już minęło — w rzeczywistości zmiany mobilności niepokojąco wyprzedzają dynamikę kolejnych fal epidemii. Główny wskaźnik inflacji w skali rocznej ma latem osiągnąć wartość szczytową znacznie powyżej celu (około 8%), ale później powinien zmaleć. BCB podwyższa stopy procentowe o 75 p.b., ale nadal jest zdecydowany na jedynie częściową renormalizację — sądymy, że będzie musiał pójść dalej. Poprawa sytuacji epidemicznej pozwoliła władzom na nowo skupić się na reformach, takich jak prywatyzacja Petrobrasu i reforma podatkowa.
- Europa Środkowo-Wschodnia:** Główny wskaźnik inflacji w kwietniu wzrósł, głównie z powodu wyższych cen paliw i żywności. W Czechach i na Węgrzech na inflację wpłynęła również podwyżka akcyzy na alkohol i tytoń. Oczekuje się, że w III kwartale główny wskaźnik inflacji spadnie, ale pozostanie na wysokim poziomie — bliskim górnej granicy przedziałów docelowych banków centralnych lub wyższym — przy utrzymującej się presji inflacyjnej (niedobory po stronie podaży, wysokie ceny surowców, ożywienie gospodarcze na świecie, wzrost płac). W kontekście tego trendu komentarze banków centralnych stały się bardziej jastrzębie. Normalizacja polityki monetarnej jest w toku — Czeski Bank Narodowy jako pierwszy podniesie stopy procentowe, podczas gdy NBP i Węgierski Bank Narodowy powinny rozpocząć ograniczanie skali luzowania ilościowego.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	31.05 2021	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,85	3,85	3,85	3,95	3,85
Indie	4,00	4,00	4,00	4,25	4,20
Brazylia	3,50	6,50	5,15	6,50	5,85
Rosja	5,00	5,75	5,50	6,00	5,50

Źródło: Amundi Research

- ChBL (Chiny):** Całkowity wzrost finansowania społecznego był niższy niż oczekiwano i wyniósł w kwietniu 11,7% r/r, co było kolejną negatywną niespodzianką po marcowym spadku. W związku z tymi dwoma negatywnymi odczytami obniżyliśmy jeszcze bardziej nasz cel na koniec roku dla wskaźnika TSF (łącznego finansowania społecznego) z 11% do 10,5%, zakładając umiarkowane obniżenie relacji długu do PKB w 2021 roku. Spadek ten powinien wynikać ze spowolnienia akcji kredytowej banków i mniejszej emisji obligacji korporacyjnych, ponieważ rząd ogranicza akcję kredytową na rzecz rynku mieszkaniowego oraz podmiotów finansujących samorządy lokalne (LGFV). Ponieważ proces delewarowania już trwa, oczekujemy, że ChBL nie będzie nadmiernie aktywny i pozostawi stopę LPR na niezmienionym poziomie.
- RBI (Indie):** Po pozostawieniu głównej stopy procentowej na niezmienionym poziomie na początku kwietnia (4,0%), kolejne nawroty pandemii skłoniły RBI do wdrożenia 5 maja dodatkowych środków, niezależnie od wsparcia płynności i akcji kredytowej oraz restrukturyzacji zadłużenia w systemie bankowym. Niezależnie od tego, że inflacja spada w sposób bardziej komfortowy w ramach przedziału docelowego (4,3% r/r w kwietniu z 5,5% w marcu), a także biorąc pod uwagę, że szczyt pandemii spodziewany jest na przełomie maja i czerwca, nie oczekujemy, że RBI wznowi cykl luzowania w 2021 r.
- BCB (Brazylia):** Bank centralny ma zamiar „częściowo” przywrócić normalne stopy procentowe, koncentrując podwyżki na początkowych etapach zmian. Zgodnie z tą strategią BCB w maju ponownie podniósł stopy o 75 p.b. (do 3,50%) oraz wstępnie zapowiedział kolejną podwyżkę o tej samej skali na następnym posiedzeniu w czerwcu. Ton opublikowanego komunikatu był jednak nieco gołębi — podkreślono w nim to, że całkowite wycofanie bodźców monetarnych groziłoby obniżeniem inflacji poniżej celu w 2022 roku. Bardziej obawiamy się o międzynarodowe ceny surowców i ich wpływ na inflację — uważamy, że pełna normalizacja polityki pieniężnej będzie konieczna już w tym roku (6,50%).
- CBR (Rosja):** 24 kwietnia Centralny Bank Rosji obniżył swoją stopę procentową o 50 p.b., do 5,5%, i ogłosił, że zaczyna wdrażać dostosowawczą politykę monetarną. Pozostaje też otwarty na dalsze cięcia stóp. Presja deflacyjna spowodowana słabym popytem przeważa nad tymczasowymi czynnikami proinflacyjnymi, takimi jak osłabienie rubla. Oczekuje się, że roczna inflacja osiągnie poziom 3,8–4,8% na koniec roku, a następnie spadnie do 4%, czyli poziomu docelowego. CBR dokonał również przeglądu swoich prognoz makroekonomicznych na lata 2020–21. Biorąc pod uwagę oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej, oczekujemy, że CBR do końca roku obniży stopy procentowe o 100 p.b.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
ChBL	21 czerwca
BRI	4 czerwca
BCB, Brazylia	16 czerwca
CBR	11 czerwca

Źródło: Amundi Research

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy makroekonomiczne
(24 maja 2021)

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

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte					
	28.05.2021	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	-0,51	-0,50	-0,51
Japonia	-0,02	-0,1	-0,03	-0,1	-0,05
Wlk. Brytania	0,10	0,1	0,11	0,1	0,13
Kraje wschodzące					
	2021-05-31	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,85	3,85	3,85	3,95	3,85
Indie	4,00	4,00	4,00	4,25	4,20
Brazylia	3,50	6,50	5,15	6,50	5,85
Rosja	5,00	5,75	5,50	6,00	5,50

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich					
	28.05.2021	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	0,14	0,20/0,35	0,29	0,35/0,50	0,46
Niemcy	-0,66	-0,70/-0,50	-0,68	-0,70/-0,50	-0,68
Japonia	-0,12	-0,20/-0,10	-0,12	-0,20/-0,10	-0,14
Wlk. Brytania	0,05	0/0,25	0,16	0,25/0,5	0,25
Rentowność obl. 10-letnich					
	28.05.2021	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	1,59	1,8/2,0	1,75	2,1/2,3	1,89
Niemcy	-0,19	-0,20/0,0	-0,09	-0,10/+0,1	-0,02
Japonia	0,08	0/0,20	0,13	0/0,20	0,17
Wlk. Brytania	0,79	0,9/1,1	0,98	1,1/1,3	1,08

Prognoza dla walut

	28.05.2021	Amundi III kw. 2021 r.	Konsensus III kw. 2021 r.	Amundi I kw. 2022 r.	Konsensus I kw. 2022 r.
EUR/USD	1,219	1,186	1,21	1,16	1,21
USD/JPY	110	112	109	114	110
EUR/GBP	0,86	0,84	0,86	0,85	0,85
EUR/CHF	1,10	1,12	1,11	1,12	1,12
EUR/NOK	10,20	9,73	9,89	10,11	9,80
	28.05.2021	Amundi III kw. 2021 r.	Konsensus III kw. 2021 r.	Amundi I kw. 2022 r.	Konsensus I kw. 2022 r.
EUR/SEK	10,13	9,88	10,00	10,06	9,90
USD/CAD	1,21	1,19	1,22	1,24	1,23
AUD/USD	0,77	0,80	0,78	0,75	0,79
NZD/USD	0,73	0,73	0,72	0,69	0,73
USD/CNY	6,37	6,50	6,47	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 Class Return Forecasts - Q2 - 2021 (07-05-2021)**

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES

**Shifts & Narratives #4 - In search of a new international order (26-05-2020)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views

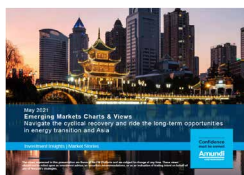
Shifts & Narratives #3 - The “make it or break it moment”:**why investors should care about COP26? (19-05-2021)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Division and ESG, Executive Committee Member - LE MEAUX Caroline, Head of ESG Research - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

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

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

INSIGHTS PAPERS

**Emerging Markets Charts & Views - Navigate the cyclical recovery and ride the long-term opportunities in energy transition and Asia (17-05-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

SPACs: Beyond exuberance, back to reality (07-05-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - BERTINO Claudia, Head Investment Insights Unit - FIOROT Laura, Deputy Head Investment Insights Unit - DRUT Bastien, Senior Strategist at CPR AM

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

WORKING PAPERS

**Liquidity Stress Testing in Asset Management****Part 2. Modeling the Asset Liquidity Risk (18-05-2021)**

RONCALLI Thierry, Quantitative Research - CHERIEF Amina, Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - REGNAULT Margaux, ENSAE

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

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

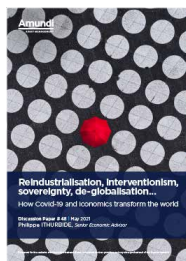
Bond Index Tracking with Genetic Algorithms (24-03-2021)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

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

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

DISCUSSION PAPERS



**Reindustrialisation, interventionism, sovereignty, deglobalisation...
How Covid-19 and economics transform the world (19-05-2021)**
ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

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

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

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 jakichkolwiek instrumentów, produktów lub indeksów finansowych. Żadne z informacji MSCI nie stanowią porad inwestycyjnych ani rekomendacji do podjęcia (lub powstrzymania się od) jakichkolwiek 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 decyzje podjęte 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 - PM Images

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 stałochodowych i analiz rynku obligacji korporacyjnych

BERARDI Alessia, Szef ds. badań makroekonomicznych i strategicznych rynków wschodzących

BERTONCINI Sergio, starszy specjalista ds. strategii badań instrumentów stałochodowych

BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych

BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych

CESARINI Federico, Specjalista ds. analiz strategii wieloaktywowych

DELBO’ Debora, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

DI SILVIO Silvia, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych

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 Benoît, Dział Badań

Zastępcy redaktora

BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych

BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych

DROZDZIK Patryk, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

GEORGES Delphine, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałochodowych

HERVÉ Karine, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

HUANG Claire, Specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

LEONARDI Michele, Młodszy analityk ds. analiz portfeli wieloaktywowych

MIJOT Éric, Szef ds. badań nad strategią rynków rozwiniętych

PERRIER Tristan, Poglądy globalne

PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych

STRENTA Aurelien, Analityk ds. rynków wschodzących (V.I.E)

USARDI Annalisa, Starszy ekonomista ds. analiz portfeli wieloaktywowych

VARTANESYAN Sosi, Analityk ds. obligacji skarbowych, badania makroekonomiczne i strategię rynków wschodzących

FIOROT Laura, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights

DHINGRA Ujjwal, Jednostka Amundi Investment Insights

PANELLI Francesca, Jednostka Amundi Investment Insights