

Institute

Nr 5
maj
2022

CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Przed nami desynchronizacja i znaczące przeszacowanie aktywów

INSTYTUT AMUNDI

II kw. 2022 r.: koniec cyklu z większym naciskiem
na inflację

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 05 - maj 2022

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Przed nami desynchronizacja i znaczące przeliczanie aktywów

s. 3

Rozbieżne perspektywy gospodarcze w Europie, Stanach Zjednoczonych i Chinach, a także utrzymujące się czynniki ryzyka geopolitycznego, podkreślają potrzebę poszukiwania okazji do uzyskania względnej wartości we wszystkich klasach aktywów. Jeśli chodzi o durację, uważamy, że inwestorzy powinni zachowywać elastyczność, choć mogą ją też bez obaw wydłużyć. W przypadku obligacji korporacyjnych z krajów rozwiniętych (zarówno klasa inwestycyjna, jak i instrumenty wysokodochodowe) istnieje potrzeba przejścia do sektorów mniej ryzykownych, a w przypadku obligacji z rynków wschodzących warto selektywnie poszukiwać odpowiednio wysokich rentowności. Akcje uzasadniają przyjęcie nastawienia neutralnego, ale inwestorzy powinni wykorzystywać wysokiej jakości obszary segmentu „wartości”, które mają charakter mniej cykliczny, a także taktycznie preferować Stany Zjednoczone w stosunku do Europy. Preferowane jest podejście dobrze zdywersyfikowane, ze zwiększonymi zabezpieczeniami i nastawieniem na realną stopę zwrotu.

Instytut Amundi

Czy Fed znajduje się „za krzywą”? Zacieśnianie ilościowe (QT) Fedu a wycena portfeli wieloaktywowych

s. 4

Ponieważ Fed stara się równoważyć inflację i wzrost gospodarczy, warto pamiętać, że ponowna wycena stóp procentowych będzie miała wpływ na portfele zarówno obligacji, jak i akcji.

Portfele zróżnicowane

Rozgrywajcie wartość względną obligacji z rynków wschodzących oraz akcji amerykańskich i europejskich

s. 5

W kontekście spowalniającej dynamiki gospodarczej zachowujemy neutralność wobec ryzyka i czekamy na wyjaśnienie sytuacji, zanim zdecydujemy się na wyraźniejsze ukierunkowanie działań.

Instrumenty stałodochodowe

Spodziewajcie się zaostrzenia warunków finansowych i podchodźcie ostrożnie do obligacji korporacyjnych

s. 6

Warunki finansowe nie uległy jeszcze zaostrzeniu, ale sytuacja aktywów ryzykownych stanie się trudniejsza, gdy wzrośtowi realnych stóp zwrotu towarzyszyć będzie presja na zyski przedsiębiorstw.

Akcje

Rozbieżne losy walorów w obliczu przeliczania zysków

s. 7

Biorąc pod uwagę wyceny, zalecamy przeważanie sektorów o „krótkiej duracji” (akcje z segmentu „wartości”, banki), które mogą wynagrodzić akcjonariuszy poprzez dywidendy, przy jednoczesnym niedoważaniu sektorów o „długiej duracji”, takich jak IT.

Temat miesiąca

II kw. 2022 r.: koniec cyklu z większym naciskiem na inflację

s. 8

Przesunięcie w kierunku późnego etapu cyklu inflacyjnego staje się coraz wyraźniejsze, a uwaga uczestników rynku skupia się na rosnącej inflacji (i stopach procentowych). Dynamika gospodarcza na poziomie globalnym nadal spada, choć pojawiają się pewne nieśmiałe oznaki stabilizacji. Przekłada się to na ostrożne nastawienie do akcji, ze zdecydowanym przeważaniem klas aktywów, które są odporne na wysoką inflację w warunkach przyzwoitego wzrostu gospodarczego. Krótkoterminowa niepewność, z jaką boryka się gospodarka europejska w związku z wojną na Ukrainie, skłania do inwestowania w akcje z segmentu „wartości”, czynniki jakościowe i sektory odporne na inflację, przy czym obligacje indeksowane inflacją mogą stanowić zabezpieczenie. Na rynku surowców preferujemy metale nieszlachetne.

Tematy

Przygotujcie się na szok popytowy w Chinach: przewaga wiary nad strachem

s. 12

Po najgorszym nawrocie epidemii Covid od marca 2020 r. Chiny powróciły do polityki „Zero Covid”. Spodziewamy się przejściowej recesji w II kwartale, ale po niej powinno nastąpić silniejsze wsparcie ze strony polityki fiskalnej i monetarnej.

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 15
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 16
> Drzewo kryzysu ukraińskiego	s. 17
> Portfele wieloaktywowe – stan obecny: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	s. 18
> Wnioski z analiz globalnych	s. 19
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 20

Perspektywa makroekonomiczna

> Kraje rozwinięte Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe	s. 21
> Kraje wschodzące Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe	s. 22
> Prognozy makroekonomiczne i rynkowe	s. 23
> Zastrzeżenie dotyczące naszych prognoz/metodologii	s. 24
> Nasze publikacje	s. 25

POGLĄDY CIO



Vincent MORTIER,
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Przed nami desynchronizacja i znaczące przeszacowanie aktywów

Jesteśmy świadkami znacznych rozbieżności w zakresie perspektyw gospodarczych (obniżyliśmy prognozy gospodarcze dla UE i Chin w porównaniu z bardziej odporną gospodarką amerykańską) oraz wyników rynkowych. W szczególności:

(1) Oczekiwania inflacyjne — krótkoterminowy szczyt i długoterminowy wzrost: choć w krótkim okresie inflacja może zacząć spowalniać, staje się coraz bardziej jasne, że w długim terminie jej trwalsze komponenty (np. mieszkalnictwo) utrzymają się na wysokim poziomie (będą trudniejsze do odwrócenia) w świetle czynników ryzyka geopolitycznego oraz napięć związanych z łańcuchem dostaw w kontekście lockdownu w Szanghaju.

(2) Czynnika ryzyka recesji: gospodarka Stanów Zjednoczonych pozostaje solidna, natomiast strefa euro jest najbardziej narażona na ryzyko stagflacji. W drugim półroczu najprawdopodobniej czeka nas przynajmniej krótkotrwała recesja, wywołana przez Niemcy i Włochy, podczas gdy Francja i Hiszpania mogą wykazać się pewną odpornością. Jeśli chodzi o Chiny, uważamy, że oficjalny cel 5,5% wzrostu PKB w 2022 r. będzie trudny do osiągnięcia.

(3) Rozbieżne ścieżki dla banków centralnych: Fed może dołączyć do klubu banków centralnych, które podnoszą stopy w odstępach co 50 punktów bazowych, aby jak najszybciej przejść do neutralnej polityki pieniężnej, podczas gdy EBC będzie w większym stopniu uzależniony od danych. Bank Japonii utrzymuje swoje dostosowawcze nastawienie, podczas gdy w Chinach ChBL jest gotowy do obniżenia głównej stopy.

(4) Zyski — oczekiwania pozostają wysokie (pomimo różnic regionalnych), natomiast nastroje konsumentów są słabe. Obecny sezon wyników będzie wymagać uważnej obserwacji, ponieważ wszelkie oznaki dobrej kondycji przedsiębiorstw, sygnalizujące możliwość nowego skoku inflacji, mogą skłonić Fed do interwencji. W Europie w trakcie bieżącego sezonu publikacji wyników finansowych istotne będzie skupienie się na zapowiedziach spółek, ponieważ recesja wyników spowodowana skutkami wojny jest coraz bardziej prawdopodobna, choć na razie nie widać jej w danych.

Z inwestycyjnego punktu widzenia warto utrzymać neutralne nastawienie do ryzyka, choć można liczyć na pewne rozbieżności między klasami aktywów:

- **Jeśli chodzi o obligacje, rynek szybko uwzględnił zaostrzenie stanowiska przez Fed.** Korekty dotyczyły najpierw krótkoterminowego segmentu krzywej, ale ostatnio segment 10-letni również zaczął ponownie rosnąć, a rentowność obligacji 10-letnich osiągnęła poziom 2,9%. **Chociaż w dłuższej perspektywie trajektoria stóp procentowych pozostaje wzrostowa, to jednak ze względu na ostatnie ruchy na rynku nie ma już sensu utrzymywać tak krótkiego horyzontu, jak to miało miejsce w ostatnim czasie, zwłaszcza na przednim końcu krzywej — dlatego też taktycznie korygujemy nasze nastawienie do duracji.** W Australii i Kanadzie, a także we Francji, gdzie niepewność związana z wynikiem wyborów prezydenckich spowodowała wzrost spreadów, nadal można taktycznie rozgrywać okazje związane z wartością względną i krzywą dochodowości.
 - **Na rynku walutowym wzrost cen surowców powinien korzystnie wpływać na kurs reala brazylijskiego w stosunku do dolara amerykańskiego,** natomiast wojna na Ukrainie nadal sprzyja frankowi szwajcarskiemu w stosunku do euro. Preferujemy również dolara amerykańskiego w stosunku do euro.
 - **Na obecnym etapie w dalszym ciągu preferujemy akcje w stosunku do obligacji korporacyjnych, choć na rynkach akcji kluczowa pozostaje selekcja.** Nadchodzący sezon publikacji wyników finansowych będzie prawdopodobnie trudniejszy w Europie, na której zajmujemy krótszą pozycję względną w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi, które z kolei powinny okazać się bardziej odporne. Nadal uważamy, że połączenie segmentu „wartości” oraz aspektu jakości (z mniejszym nastawieniem na cykliczność, a większym naciskiem na spółki finansowe i bardziej defensywne akcje z segmentu „wartości”) jest najlepszym sposobem na znalezienie okazji do inwestowania w spółki, których zyski mogą okazać się mniej zmienne i mniej wrażliwe na wzrost stóp procentowych. Naszym zdaniem korekta spadkowa akcji z segmentu „wzrostu”, zwłaszcza tych najdroższych, jeszcze się nie zakończyła.
 - **Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, pozostajemy ostrożni i zaczęliśmy bardziej preferować mniej ryzykowne spółki. W poszukiwaniu dochodu coraz bardziej przychylnie patrzymy na EMBI.** Po ostatnim wzroście rentowności rynek EMBI powinien być wspierany przez stabilizujące się rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich, stopniowo taniejącą ropę naftową oraz poprawiającą się lukę między rynkami wschodzącymi i państwami rozwiniętymi. Pozytywny wpływ ma również skład indeksu EMBI, ukierunkowany na kraje Ameryki Łacińskiej i eksporterów surowców.
 - **Dywersyfikacja nadal ma kluczowe znaczenie.** Uważamy, że zwiększenie ekspozycji na aktywa realne w obszarach bardziej odpornych na inflację (infrastruktura, obligacje korporacyjne o zmiennym oprocentowaniu i nieruchomości) oraz wykorzystanie strategii oferujących niską korelację w porównaniu z tradycyjnymi klasami aktywów może pomóc w nawigacji po obecnym nieprzyjnym otoczeniu rynkowym.
- Podsumowując, w miarę postępów wielkiej przeceny aktywów inwestorzy powinni przygotowywać się na dostosowanie swoich alokacji do inflacji. Do tej pory główny ciężar przeceny ponieśli posiadacze obligacji. **Oczekujemy, że więcej będzie ich w dłuższym odcinku krzywej oraz na najbardziej wrażliwych rynkach akcji, czyli takich, na których rośnie ryzyko recesji (np. akcje europejskie). Rozbieżności na rynkach będą jednak stwarzać okazje do taktycznej kalibracji ryzyka w kierunku najbardziej odpornych obszarów.**

Ogólne nastroje związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka Akceptacja ryzyka



Badać względną wartość aktywów, preferować obszary bardziej odporne, ale bez zwiększania ryzyka, ponieważ kierunkowość rynku jest ograniczona.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Zmierzamy w kierunku bardziej neutralnego nastawienia do duracji.
- ▶ Bardziej konstruktywne podejście do obligacji z rynków wschodzących.
- ▶ Taktycznie pozytywne nastawienie do USD w stosunku do EUR.
- ▶ Wzmocnione zabezpieczenia w sektorze obligacji korporacyjnych i akcji.

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

INSTYTUT AMUNDI

Kolumna Instytutu Amundi



Pascal BLANQUÉ,
Przewodniczący, Instytut Amundi

Ponieważ Fed stara się równoważyć inflację i wzrost gospodarczy, warto pamiętać, że ponowna wycena stóp procentowych będzie miała wpływ na portfele zarówno obligacji, jak i akcji.

Czy Fed znajduje się „za krzywą”?

Sądząc po obecnym otoczeniu w Stanach Zjednoczonych, można stwierdzić, że według wszelkich rozsądnych miar inflacji Fed znalazł się „za krzywą”. Inflacja znacznie przekracza docelowy poziom 2%, co sugeruje, że Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) powinien szybciej podnosić stopy procentowe, aby zahamować wzrost cen. Louis James Bullard, prezes Fed z St. Louis, proponuje dwie interpretacje opóźnienia realizacji polityki monetarnej przez Fed:

- zgodnie z regułą Taylora, Fed byłby opóźniony o około 300 punktów bazowych;
- a z drugiej strony rentowność dwuletnich obligacji skarbowych wynosi 2,47%, co wskazuje, że rozpiętość ta nie jest tak duża. Bank centralny nadal musi jednak podnieść stopy procentowe, aby pozostać w zgodzie ze swoimi prognozami.

Od lat 60. XX w. inflacja bazowa (core PCE) tylko dwukrotnie osiągała tak wysoki poziom jak obecnie. Po raz pierwszy stało się to w 1974 roku. W tamtych czasach Fed bagatelizował czynniki monetarne, które przyczyniły się do wzrostu cen, i utrzymywał stopę procentową na stosunkowo niskim poziomie. W rezultacie *pozostał za krzywą*, powodując niestabilność gospodarki realnej, wzrost inflacji i liczne recesje.

W 1983 roku nie chciał powtórzyć swojego błędu i utrzymał stopy procentowe na wysokim poziomie mimo spadku inflacji, co ostatecznie doprowadziło do recesji w latach 1990–1991. Obecny scenariusz przypomina raczej rok 1974, z wysoką, trwałą i samonapędzającą się inflacją, niską realną stopą procentową ex-post i nominalnymi stopami procentowymi z tendencją wzrostową, bez możliwości ustabilizowania zmienności w gospodarce realnej. Należy również zauważyć, że normalizacja polityki pieniężnej wiąże się z wysokim ryzykiem recesji.

Fed musi wybrać między ograniczeniem inflacji i ryzykiem wywołania recesji już teraz a zapewnieniem czasu na zwiększenie nominalnego wzrostu PKB za wysoką cenę w późniejszym okresie. Prawdopodobnie będzie skłaniać się ku drugiej opcji.

Przekonania inwestycyjne

Jeśli chodzi o implikacje inwestycyjne, obecnie na całym świecie trwa przeszacowywanie ryzyka. Chociaż rozpoczęło się ono od krótkiego końca, to ostatni etap nastąpi na długim końcu poprzez zwiększenie nachylenia krzywej dochodowości, co będzie sygnałem punktu zwrotnego dla aktywów ryzykownych. Zwroty z akcji i obligacji pogorszą się lub nawet ulegną odwróceniu, co spowoduje bardziej powszechne spadki. **Przeszacowanie akcji powinno doprowadzić poprawy względnych wycen wycen segmentu „wartości” i spółek wysokiej jakości, co sugeruje możliwość ich ponadprzeciętnych wyników.**

Dalsze przeszacowanie wartości akcji i obligacji korporacyjnych, sygnalizowane przez wyrównanie się 10-letniego odcinka krzywej, byłoby sygnałem świadczącym o tym, że nadszedł czas nas na bardziej pozytywne nastawienie do ryzyka.



Monica DEFEND,
Szef Instytutu Amundi

Zacieśnianie ilościowe (QT) Fedu a wycena portfeli wieloaktywowych

Pierwszy kwartał radykalnie zmienił politykę monetarną Fedu oraz formułowane przez tę instytucję zapowiedzi dotyczące jej dalszego kierunku. Dane wskazują, że popyt jest silny, co oznacza, że bank centralny został zmuszony do podjęcia zdecydowanych kroków w zakresie podnoszenia stóp procentowych i redukcji bilansu. W przyszłości ceny konsumpcyjne zmuszą Fed do działania i ostatecznie ograniczą stymulujący popyt „miękkie lądowania”, co będzie mieć na celu zapobieżenie strukturalnemu wzrostowi długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Skutkiem ubocznym tej nowej polityki będzie zmniejszenie płynności w obecnym kontekście reflacji aktywów, co stworzy mniej korzystne środowisko dla rynków finansowych.

Logicznym następstwem będzie swego rodzaju ponowne dostosowanie poziomów rynków finansowych do nowych ram, a proces ten spowoduje przeszacowanie mnożników i wskaźników wyceny do niższych poziomów. Wcześniej zwiększenie sumy bilansowej Fedu do 9 bilionów dolarów spowodowało obniżenie długiego końca krzywej i wzrost wskaźników cena/zysk. Kwota 3,4 bln USD wprowadzona do systemu podczas lockdownów i odbudowy po pandemii była tylko ostatnim etapem wieloletniego procesu.

Przewidywany wpływ na rynki (patrz również tabela poniżej)

- Normalizacja polityki pieniężnej (powrót sumy bilansowej Fedu do poziomu sprzed pandemii) doprowadzi do spadku mnożników wyceny i spowoduje, że oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych przekroczy 3%.
- Biorąc pod uwagę różne wskaźniki i narzędzia, można stwierdzić, że środowisko finansowe sprawi, iż akcje i instrumenty stałochodowe staną się drogie, a na obu tych rynkach prawdopodobna będzie wyprzedaż.
- Ostatecznie reakcja rynku będzie zależeć od tego, na ile skuteczne będzie zarządzanie przez Fed spowalniającym cyklem wzrostu PKB i zysków. W każdym razie obecne perspektywy nie sprzyjają wzrostowi wskaźników cena/zysk.

Harmonogram QT	Roczna redukcja bilansu (bln USD)	Łączna redukcja bilansu (bln USD)	Spadek P/E ¹	Bilans Fed/całkowita wartość obl. skar. USA	10-letnie UST ²
Za rok	1,14	1,14	5,1%	25,8%	2,90%
Za 2 lata	1,14	2,28	18,9%	22,1%	3,11%
Za 3 lata	1,14	3,42	32,7%	18,3%	3,40%

Źródło: Instytut Amundi, 19 kwietnia 2022. ¹Cena/zysk skorygowana o wzrost sumy bilansowej: odległość od średniej z uwzględnieniem tendencji do powrotu do średniej, ²Cel cenowy dla 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych oparty na modelu Amundi Macro Nelson-Siegel i bieżących poziomach zadłużenia.



LORENZO PORTELLI,
Szef ds. badań nad strategiami wieloaktywowymi

PORTFELE
ZRÓZNICOWANE



Francesco SANDRINI,
Szef ds. strategii portfeli
zróznicowanych



John O'TOOLE,
Szef ds. wieloaktywowych rozwiązań
inwestycyjnych

W kontekście spowalniającej dynamiki gospodarczej zachowujemy neutralność wobec ryzyka i czekamy na wyjaśnienie sytuacji, zanim zdecydujemy się na wyraźniejsze ukierunkowanie działań.

Rozgrywajcie względną wartość długu krajów europejskich oraz akcji amerykańskich i europejskich

Korekty inflacji w górę skłaniają banki centralne do przyspieszenia programów zacieśniania polityki pieniężnej. Podczas gdy EBC zachowuje ostrożność ze względu na wysoki poziom niepewności co do wzrostu gospodarczego, Fed wydaje się być zainteresowany jak najszybszym osiągnięciem neutralnego poziomu stóp procentowych. Sytuacja geopolityczna zwiększa niepewność na rynkach, które już odczuwają skutki stagflacji, napędzanej presją na wzrost cen surowców.

Takie rozbieżności w działaniach z zakresu polityki monetarnej, wynikające ze specyfiki regionów, otwierają inwestorom możliwości wykorzystania względnej wartości w zakresie duracji i kursów walutowych. Oznaczają one również, że ważne jest, aby nie zwiększać ryzyka i zwracać uwagę na wyceny w celu zidentyfikowania atrakcyjnych inwestycji, w tym na rynkach wschodzących. Ponadto inwestorzy powinni starać się wzmocnić zabezpieczenia na rynkach obligacji korporacyjnych i akcji oraz utrzymywać należytą dywersyfikację.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Nasze stanowisko wobec akcji jest neutralne, ale szukamy okazji związanych z wartością względną, faworyzując Stany Zjednoczone w stosunku do Europy ze względu na prężny popyt konsumpcyjny i silne rynki pracy po drugiej stronie Atlantyku. Ponadto w Europie, w miarę postępów sezonu publikacji wyników finansowych spółek, dostrzegamy zwiększone ryzyko związane z wyższymi cenami producentów i presją na marżę. Ponieważ zmienność ostatnio spadła, uważamy, że inwestorzy mogą wykorzystać tę okazję związaną z względną wartością poprzez opcje. W przypadku rynków wschodzących pozostajemy neutralni, ale uważnie oceniamy, czy bardziej dostosowawcza postawa chińskiego rządu może zrównoważyć skutki nowych blokad związanych z Covid.

Jeśli chodzi o durację, ostrożnie podchodzimy do obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, ponieważ sądzimy, że trend wzrostowy rentowności utrzyma się. Nasze elastyczne i aktywne podejście pozwala nam również na badanie możliwości związanych z krzywymi dochodowości w innych regionach. W szczególności jesteśmy obecnie nastawieni konstruktywnie do francuskich obligacji 10-letnich (OAT) w porównaniu z niemieckimi obligacjami skarbowymi (Bund) ze względu na atrakcyjne carry oraz niskie wyceny OAT z perspektywy historycznej. Podobnie, pozostajemy optymistami, jeśli chodzi o włoskie BTP w porównaniu z Bundami, ale uważamy też, że segment papierów o dłuższych terminach zapadalności oferuje obecnie więcej możliwości związanych z zacieśnianiem spreadów. Jesteśmy również pozytywnie nastawieni do 10-letnich obligacji australijskich w porównaniu z 10-letnimi obligacjami brytyjskimi,

ponieważ australijska inflacja jest jak dotąd ograniczona w porównaniu z brytyjską, co ogranicza presję na podwyżki stóp procentowych przez Bank Rezerw Australii. Jeśli chodzi o obligacje z rynków wschodzących, uważamy, że w perspektywie krótkoterminowej CNY musi stawić czoła napięciom geopolitycznym w stosunkach ze Stanami Zjednoczonymi (powodującym odpływ kapitału) oraz pogarszającym się perspektywom gospodarczym. W związku z tym nie mamy już pozytywnej opinii o długu samorządowym. Natomiast w przypadku szerszego indeksu EMBI jesteśmy obecnie nastawieni konstruktywnie, biorąc pod uwagę jego wysokie carry, atrakcyjne wyceny oraz ukierunkowanie na Amerykę Łacińską i eksporterów surowców. Monitorujemy jednak ryzyko związane ze wskaźnikami niewypłacalności w krajach oferujących wysokie rentowności. **Na obligacje korporacyjne — zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie — wpłyną prawdopodobnie wzrost głównych stóp procentowych oraz jego przełożenie na wyniki finansowe przedsiębiorstw.** Na razie zachowujemy zasadniczo neutralne nastawienie, z umiarkowaniem pozytywną perspektywą dla klasy inwestycyjnej w porównaniu z obligacjami wysokodochodowymi, biorąc pod uwagę obawy dotyczące wyceny tych ostatnich, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. **Nasze poglądy na temat kursów walutowych odzwierciedlają nasze prognozy gospodarcze** i ich wpływ na poszczególne waluty. Obecnie podchodzimy ostrożnie do EUR w stosunku do USD i JPY. Różnica między stopami procentowymi w Stanach Zjednoczonych i Europie oraz presja inflacyjna w Europie mogą zaważyć na notowaniach euro. Po drugie, jesteśmy pozytywnie nastawieni do USD w stosunku do CAD i NZD, biorąc pod uwagę, że potencjalny wzrost realnych rentowności obligacji w Stanach Zjednoczonych stanowiłby wsparcie dla USD. Wreszcie, podtrzymujemy nasz pogląd na parę CHF/EUR ze względu na status franka jako bezpiecznej przystani, a ponadto zachowujemy ostrożność w stosunku do pary GBP/EUR. W przypadku rynków wschodzących jesteśmy pozytywnie nastawieni do pary BRL/USD, ponieważ realowi powinny sprzyjać wysokie ceny surowców.

Czynniki ryzyka i hedging

W związku z niekorzystnymi warunkami gospodarczymi i ryzykiem geopolitycznym inwestorzy powinni zwiększyć stosowane zabezpieczenia. Uważamy, że należy utrzymać zabezpieczenia instrumentów wysokodochodowych ze Stanów Zjednoczonych oraz wzmocnić zabezpieczenia europejskich obligacji korporacyjnych. Nawet w przypadku akcji warto rozważyć ochronę europejskich i amerykańskich ekspozycji, zwłaszcza w obliczu ryzyka związanego z jastrzębimi zapowiedziami Fedu.

Amundi Cross Asset – przekonania

	Zmiana 1-miesięczna	---	--	-	0	+	++	+++
Akcje					■			
Obligacje korporacyjne i rynków wschodzących	↗					■		
Duracja				■				
Ropa naftowa					■			
Złoto					■			

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

CGB = chińskie obligacje skarbowe, EM = rynki wschodzące, PBoC/CnBL = Chiński Bank Ludowy, FX = rynek walutowy, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, CBs = banki centralne, BTP = włoskie obligacje skarbowe, EMBI = indeks obligacji z rynków wschodzących QT = zacieśnianie ilościowe.

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

Maury D'ORSAY,
Szef ds. instrumentów
stałochodowych



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Warunki finansowe nie uległy jeszcze zaostrzeniu, ale sytuacja aktywów ryzykownych stanie się trudniejsza, gdy wzrostowi realnych stóp zwrotu towarzyszyć będzie presja na zyski.

Spodziewajcie się zaostrzenia warunków finansowych i podchodźcie ostrożnie do obligacji korporacyjnych

Obecna wysoka inflacja jest rezultatem oddziaływania wielu czynników, w tym wieloletniego niedoinwestowania kapitału fizycznego (infrastruktury, zdolności produkcyjnych itp.), globalnego reshoringu oraz represji finansowej w krajach rozwiniętych. Banki centralne reagują na presję inflacyjną, ale zarówno Fed, jak i EBC wydają się pozostawać w tyle, mimo swoich zasadniczo jastrzębich poglądów. Warunki finansowe nie uległy jak dotąd znacznemu zaostrzeniu, ale może do tego dojść, jeśli banki centralne będą wystarczająco agresywne w ograniczaniu inflacji. W związku z tym **konieczne jest uważne, oddolne podejście do obligacji korporacyjnych**, które w przeszłości ułatwi odróżnianie tych bardziej wartościowych. **Jeśli chodzi o obligacje skarbowe, inwestorzy powinni zachować ostrożność, ponieważ stanowią one wsparcie w czasach napięć, choć długoterminowy kierunek stóp procentowych jest wzrostowy.**

Światowe i europejskie instrumenty stałochodowe

Ograniczyliśmy ostrożne podejście do duracji w przypadku głównych krajów strefy euro i Stanów Zjednoczonych, ponieważ niepewne otoczenie gospodarcze powoduje przesunięcie w kierunku aktywów uważanych za „bezpieczne przystanie”. Ponadto **poszukujemy okazji taktycznych w ramach różnych krzywych i regionów geograficznych** — dlatego obecnie jesteśmy pozytywnie nastawieni do Belgii, neutralnie do długu peryferyjnego i defensywnie do duracji w Wielkiej Brytanii. W ujęciu długoterminowym wierzymy w dywersyfikację ekspozycji na ryzyko walutowe poprzez Chiny, pomimo pewnych przeszkód o charakterze krótkoterminowym.

W przypadku obligacji korporacyjnych spready spadły w stosunku do poziomów obserwowanych na początku marca, a dane fundamentalne przedsiębiorstw pozostają solidne, jednak nastroje są niepewne ze względu na wysoką inflację, ryzyko recesji (w Europie) oraz mniej dostosowawcze stanowisko EBC.

Oczekujemy pewnej dekompresji spreadów między klasą inwestycyjną i instrumentami wysokochodowymi, ponieważ rynki będą odróżniać obligacje korporacyjne wysokiej jakości od pozostałych. Na poziomie sektorowym przyjmujemy podejście konstruktywne do sektora bankowego, motoryzacyjnego (nieco mniej niż poprzednio) i energetycznego, ale pozostajemy ostrożni w stosunku do sektorów konsumenckiego, użyteczności publicznej, transportu i chemicznego.

Instrumenty stałochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Chociaż do końca roku wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych prawdopodobnie będzie stopniowo

spowalniał, zbliżając się do trendu, nie widzimy żadnych przesłanek świadczących o możliwości recesji w tym roku. Popyt pozostaje silny dzięki solidnym płacom i oszczędnościom, pomijając pewne osłabienie popytu na kredyty mieszkaniowe. **Uważamy, że w długim terminie stopy procentowe będą rosły, ale ze względu na gwałtowne ruchy amerykańskiej krzywej dochodowości konieczne jest utrzymanie aktywnego podejścia do duracji.** W przypadku aktywów sekurytyzowanych szukamy wartości w agencyjnych papierach wartościowych zabezpieczonych hipoteką, które do tej pory osiągają gorsze wyniki niż obligacje korporacyjne, ponieważ inwestorzy biorą pod uwagę wpływ zacieśnienia ilościowego na te pierwsze. Atrakcyjność papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką rośnie. Przyjmując podejście selektywne, poszukujemy również okazji związanych z nieruchomościami niemieszkalnymi i komercyjnymi. Wyceny obligacji korporacyjnych znajdują się w granicach swoich długoterminowych średnich, ale preferujemy specyficzne czynniki ryzyka o charakterze lokalnym i uważamy, że nie ma powodu do nadmiernego pesymizmu, ponieważ dane fundamentalne emitentów są nadal solidne. Utrzymujemy jednak zabezpieczenia i uważamy na ryzyko płynności.

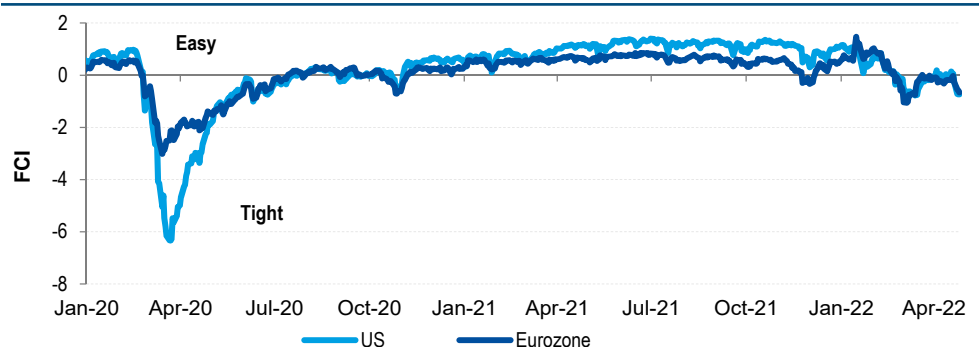
Obligacje z rynków wschodzących

Podwyższona inflacja zwiększa prawdopodobieństwo dalszego zacieśnienia polityki na rynkach wschodzących, a duży rozrzut w poszczególnych krajach podkreśla potrzebę selekcji. Utrzymujemy defensywne nastawienie do duracji, ale jesteśmy nieco mniej ostrożni. W przypadku walorów denominowanych w twardej walucie przewidujemy obecnie pewien spadek spreadów, głównie w przypadku instrumentów stałochodowych. W przypadku instrumentów denominowanych w walutach lokalnych preferujemy eksporterów surowców — zarówno korporacje, jak i państwa, takie jak kraje Ameryki Łacińskiej i Republika Południowej Afryki — którzy mogą skorzystać na obecnym trendzie wysokich cen surowców, choć działamy selektywnie.

Waluty

Ucieczka rynku w kierunku jakości skłania nas do pozytywnego nastawienia do USD, ale ostrożnego do EUR. Obecne oczekiwania rynkowe dotyczące dwóch lub trzech podwyżek stóp procentowych EBC, dyskontowane w kursie euro, wydają się wygórowane. W przypadku rynków wschodzących podchodzimy konstruktywnie do Ameryki Łacińskiej (MXN, CLP) oraz Azji (THB), choć ostrożnie traktujemy HUF.

Wskaźniki warunków finansowych



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 22 April 2022. Positive value indicates accommodative financial conditions

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

AKCJE

Rozbieżne losy walorów w obliczu
przeszacowania zysków

Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Biorąc pod uwagę wyceny, zalecamy przeważanie sektorów o „krótkiej duracji” (akcje z segmentu „wartości”, banki), które mogą wynagrodzić akcjonariuszy poprzez dywidendy, przy jednoczesnym niedoważaniu sektorów o „długiej duracji”, takich jak IT.

Ocena ogólna

Rosnąca inflacja i spowolnienie wzrostu gospodarczego (inwazja Rosji, zakłócenia dostaw w Chinach) prawdopodobnie odbiją się na wynikach finansowych przedsiębiorstw. Dlatego też w bieżącym sezonie sprawozdawczym **będziemy zwracać szczególną uwagę na prognozy dotyczące trendów popytu, a zwłaszcza pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen.** W tym momencie kluczowe są dla nas właśnie taka pozycja przetargowa, w połączeniu z odpornością modelu biznesowego i kondycją bilansu. Pozycja przetargowa w zakresie ustalania cen może wynikać z posiadanych marek, własności intelektualnej oraz innych sposobów pozytywnego wyróżniania produktów na tle oferty konkurentów. Ryzyko pozostaje związane z wycenami i w tym względzie kluczowe jest podejście oparte na wartości względnej. **Ogólnie rzecz biorąc, preferowany jest segment „wartości” (mniej cykliczny) w stosunku do segmentu „wzrostu”, a na poziomie regionalnym Stany Zjednoczone w stosunku do Europy, ze względu na łagodniejszy wpływ niekorzystnych uwarunkowań na zyski amerykańskich firm.**

Akcje europejskie

Obecne rozproszenie wycen jest duże, co skłania nas do selektywnego, a jednocześnie zrównoważonego podejścia do ryzyka. **Niektóre obszary, takie jak segment „wartości”, pozostają atrakcyjne, mimo że obecnie koncentrujemy się bardziej na mniej cyklicznych, defensywnych aspektach ze względu na wyraźne spowolnienie gospodarcze.** Wyjątkiem jest sektor bankowy, który ma charakter cykliczny, ale który preferujemy ze względu na specyfikę obecnej sytuacji. Podobają nam się również atrakcyjne akcje defensywne z sektorów opieki zdrowotnej i dóbr konsumpcyjnych. Ogólnie rzecz biorąc, inwestorzy powinni rozważyć odejście od obszarów defensywnych o niskiej jakości na rzecz segmentów o wysokiej jakości. Sektor IT pozostaje zasadniczo mniej atrakcyjny ze względu na czynniki istotnie szkodzące wycenom, zwłaszcza w obliczu perspektyw wzrostu stóp procentowych. Ponadto obawiamy się, że niektóre rodzaje ryzyka fundamentalnego, takie jak utrudnienia regulacyjne i bardzo wysokie marże zysku, nie są wystarczająco wyceniane przez rynek. Ogólnie rzecz biorąc, pozostajemy wysoce selektywni i polegamy na naszym oddolnym podejściu do identyfikacji spółek, które mogą generować trwałe, długoterminowe zyski.

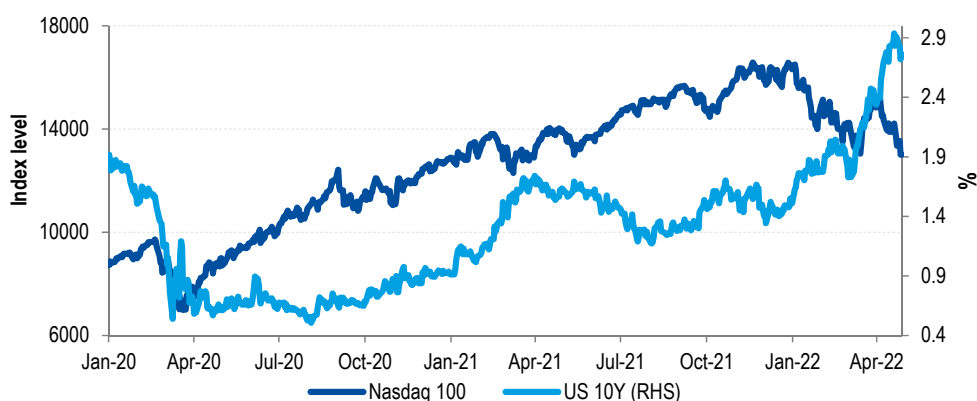
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych powinno być napędzane przez silny rynek pracy i solidne bilanse konsumentów, choć inflacja może wpłynąć na dochody rozporządzalne. Co ciekawe, choć wyniki finansowe przedsiębiorstw prawdopodobnie nominalnie wzrosną ze względu na inflację, w przypadku wzrostu stóp procentowych skala tej poprawy zmaleje w następstwie wzrostu kosztów kapitału. Można się więc spodziewać pewnej presji na mnożniki wyceny. W związku z tym, mając na **uwadze ogólną skłonność do przeważania spółek o wysokiej jakości oraz segmentu „wartości”, poszukujemy firm o wysokiej efektywności operacyjnej** oraz przedsiębiorstw posiadających modele biznesowe odporne na ryzyko geopolityczne, a także spółek, które mają tendencję do wynagradzania akcjonariuszy poprzez zwrot nadwyżek pieniężnych (dywidendy, wykup akcji własnych). Inwestorzy powinni jednak unikać firm o słabych bilansach. W ujęciu sektorowym konstruktywnie podchodzimy do energii, surowców, banków i opieki zdrowotnej. Banki ze Stanów Zjednoczonych osiągają wysokie, stabilne stopy zwrotu z kapitału własnego i inwestują w technologie, które w dłuższej perspektywie powinny umożliwić im zdobycie większego udziału w rynku, choć naszym zdaniem rynki nie wyceniają tego aspektu odpowiednio. Ponadto w wybranych spółkach z sektora opieki zdrowotnej obserwujemy znaczące innowacje, w związku z czym niektóre obszary tego sektora wyglądają atrakcyjnie. Priorytetem pozostaje dla nas jednak staranny proces selekcji, który pomaga odkryć silne firmy.

Akcje z rynków wschodzących

Chociaż obecnie widoczność jest niska, wyceny na rynkach wschodzących pozwalają nam dostrzec wzrosty w ciągu najbliższych 12 miesięcy — rozbieżności między poszczególnymi krajami są jednak wysokie. a my utrzymujemy podejście selektywne. Uważamy, że eksporterzy surowców (Brazylia, Zjednoczone Emiraty Arabskie) oraz kraje o dużej konsumpcji krajowej (Indie) mogą odnieść korzyści. W Chinach obserwujemy zwiększenie skali rządowych środków stymulacyjnych i pozostajemy bardziej ostrożni w perspektywie krótkoterminowej, ponieważ ostatnie lockdowny mogą mieć wpływ na aktywność gospodarczą. Długoterminowe prognozy wzrostu gospodarczego pozostają jednak nienaruszone. Na poziomie sektorów preferujemy sektor dóbr luksusowych, nieruchomości oraz segment „wartości”.

Rosnące rentowności wpływają na wyceny spółek z sektora IT



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 26 April 2022

TEMAT MIESIĄCA

II kw. 2022 r.: koniec cyklu z większym naciskiem na inflację



LORENZO PORTELLI,
Szef ds. badań nad strategiami wieloaktywowymi



Silvia DI SILVIO,
Specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych



Annalisa USARDI,
Starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

- Przesunięcie w kierunku późnego etapu cyklu inflacyjnego staje się coraz wyraźniejsze, a uwaga uczestników rynku skupia się na rosnącej inflacji (i stopach procentowych). Dynamika gospodarcza na poziomie globalnym nadal spada, choć pojawiają się pewne nieśmiałe oznaki stabilizacji.
- Przekłada się to na ostrożne nastawienie do akcji, ze zdecydowanym przeważeniem klas aktywów, które są odporne na wysoką inflację w warunkach przyzwoitego wzrostu gospodarczego. Krótkoterminowa niepewność, z jaką boryka się gospodarka europejska w związku z wojną na Ukrainie, skłania do inwestowania w akcje z segmentu „wartości”, czynniki jakościowe i sektory odporne na inflację, przy czym obligacje indeksowane inflacją mogą stanowić zabezpieczenie. Na rynku surowców preferujemy metale nieszlachetne.

Inflation Phazer – najnowsze informacje

W I kwartale 2022 r. sytuacja w zakresie inflacji uległa pogorszeniu. Przed wojną na Ukrainie oczekiwano, że presja cenowa osiągnie szczyt pod koniec I kwartału, przy czym do końca roku ceny ropy naftowej (WTI) unormują się w przedziale 65–75 USD za baryłkę, a ceny surowców spadną, gdy presja związana z wąskimi gardłami podaży zostanie częściowo złagodzona w drugim półroczu 2022 roku.

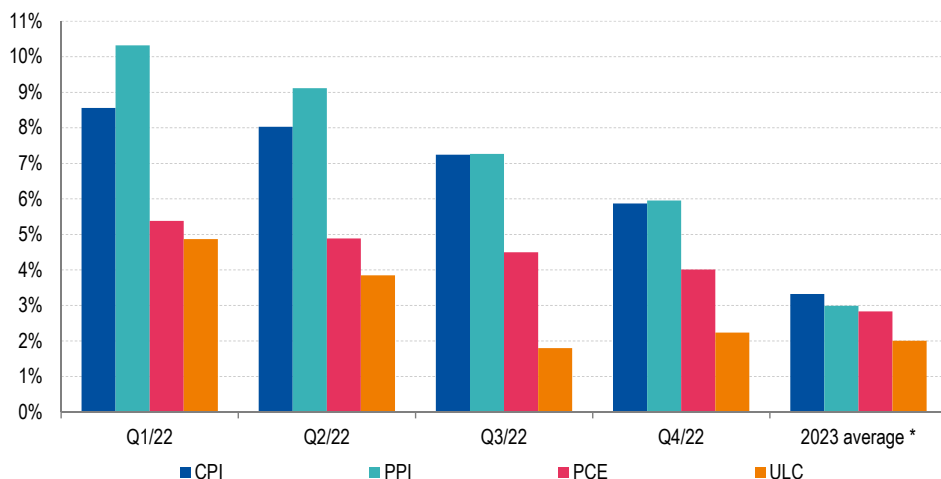
Zamiast tego kilka czynników w ciągu kwartału dodatkowo obciążało ceny, zaostrzając wciąż trwające ograniczenia i związane z pandemią wąskie gardła dostaw, a także zwiększając odczyty inflacji i oczekiwania inflacyjne do nowych rekordowych poziomów. Najważniejszym wydarzeniem był z pewnością wybuch wojny na Ukrainie, który spowodował powrót niedoborów dostaw, zwłaszcza w sektorze spożywczym (Ukraina jest jednym z głównych światowych eksporterów pszenicy i oleju roślinnego), a także gwałtowny wzrost cen ropy naftowej i gazu ziemnego ze względu na zwiększone ryzyko geopolityczne oraz sankcje nałożone na Rosję. Ponadto wzrost liczby zakażeń Covid i wznowienie restrykcji w Chinach mogą pogorszyć sytuację, co sugeruje, że wcześniejsze oznaki poprawy w zakresie wskaźników niedoboru prawdopodobnie nie utrzymają się.

W perspektywie najbliższych 12–18 miesięcy zmiany cen surowców będą kluczowym czynnikiem w ocenie przyszłej ścieżki inflacji. Spodziewamy się, że ropa naftowa (WTI) pozostanie na obecnym poziomie 110 USD za baryłkę do końca II kwartału 2022 r., a następnie stopniowo stanie się do 75 USD za baryłkę w I kwartale 2023 r. Ogólnie rzecz biorąc, oczekuje się, że ceny energii utrzymają się na wysokim poziomie przynajmniej do czasu zakończenia wojny na Ukrainie. W Stanach Zjednoczonych oczekuje się, że szeroko rozumiana presja inflacyjna osiągnie najwyższy poziom na początku II kwartału 2022 r., a następnie będzie stopniowo słabnąć w kolejnych kwartałach ze względu na umiarkowaną korektę cen surowców, negatywny wpływ efektów bazy oraz słabszą aktywność gospodarczą (kluczową rolę odegra tu normalizacja polityki pieniężnej przez Fed). Średnie poziomy indeksów inflacji będą jednak wyższe zarówno od wcześniej oczekiwanych, jak i od normy sprzed pandemii. Dokładniej mówiąc, nadal wysokie prognozy inflacji są produktem ubocznym utrzymującej się silnej dynamiki PPI, która – jak się oczekuje – zostanie płynnie przeniesiona na CPI.

Prognozy Amundi dotyczące inflacji w Stanach Zjednoczonych w 2022 r:

- **Główny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI)** w II kwartale nadal będzie utrzymywał się na średnim poziomie ok. 8%, podążając jednak za tendencją spadkową w stosunku do szczytu;
- **Indeks cen producentów (PPI):** oczekuje się, że w najbliższym czasie presja na kolejne etapy łańcucha wartości pozostanie na wysokim poziomie, a w drugim półroczu 2022 r. zacznie się stopniowo zmniejszać;

1/ Kwartalne prognozy inflacji r/r w USA



* 2023 is the average of YoY quarterly projections.
Source: Amundi Institute. Data as of April 2022.

TEMAT MIESIĄCA

Obecny reżim hiperinflacyjny potrwa do II kwartału 2022 r.

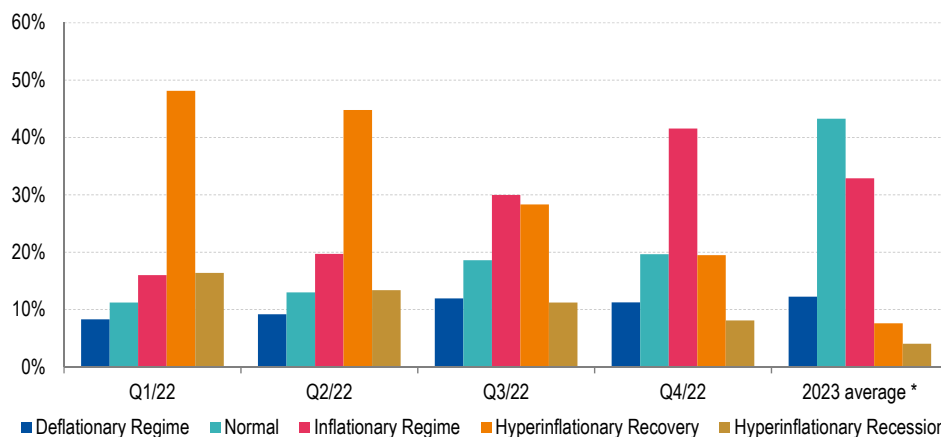
- **Inflacja bazowa (Core PCE):** do końca roku nastąpi spadek z obecnego poziomu 5,4% do 4%;
- Przewiduje się, że tendencja **jednostkowych kosztów pracy** ustabilizuje się na poziomie sprzed kryzysu (około 2%), ale w ciągu roku będzie średnio nieco wyższa.

W 2023 r. wyżej wymienione miary cen w Stanach Zjednoczonych powinny ustabilizować się w przedziale 2-3% (na podstawie średniej kwartalnej r/r), z wyjąt-

kiem wskaźnika CPI, który średnio spadnie do poziomu nieco powyżej 3%.

Na podstawie przewidywanego wzorca inflacji dla głównych amerykańskich indeksów cenowych (patrz wykres powyżej) model **Amundi Inflation Phazer** zapewnia rozkład prawdopodobieństwa dla każdego z pięciu istotnych reżimów inflacyjnych w horyzoncie prognozy.

2/ **Prawdopodobieństwa kwartalne w modelu Inflation Phazer, 2022-2023**



* Probabilities for 2023 are based on average YoY quarterly forecasts.

Source: Amundi Institute. Data as of April 2022.

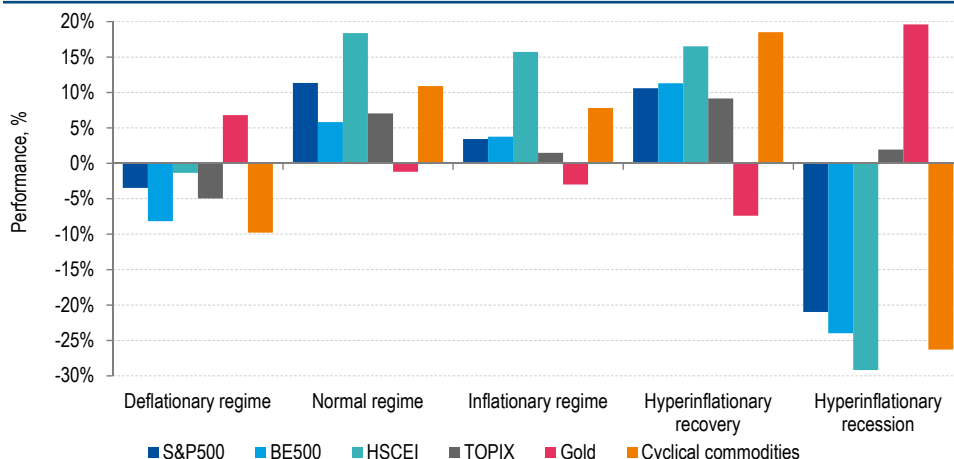
Inflation Phazer is Amundi's proprietary tool aiming to provide a compass for identifying the inflation regime most likely to materialise over both the short and medium terms, as well as the impact that can be expected on major asset classes. Five inflation regimes are identified using the following price indices as discriminating factors: the US Consumer Price Index (CPI), US Producer Price Index (PPI), US Core PCE (personal consumption expenditure) and US unit labour costs (ULC). Historical data are YoY monthly since 1959.

<https://research-center.amundi.com/article/resilient-multi-asset-portfolios-inflationary-regime>

Zgodnie z tym narzędziem faza **hiperinflacji** z I kwartału (w rzeczywistości trwająca od II półrocza 2021 r.) przedłuży się na II kwartał, w którym obecnie obserwujemy szczytowe wartości odczytów inflacji. Tego typu reżim charakteryzuje się inflacją na poziomie od 6 do 10%, co jest zgodne z naszymi prognozami dotyczącymi CPI i PPI w II kwartale. Po osiągnięciu szczytu dynamiki inflacji reżim zacznie się zmieniać na **inflacyjny**, a poziom cen r/r zbliży się do przedziału 3-6% pod koniec roku. Należy jednak zauważyć, że w III kwartale ryzyko **hiperinflacji** będzie nadal pod-

wyższone (prawdopodobieństwo hiperinflacji jest tylko o 3% niższe niż prawdopodobieństwo inflacji). W 2023 roku stabilizacja wskaźników inflacji w przedziale 2-3% (z wyjątkiem CPI) będzie przemawiać za dalszym przejściem do reżimu bardziej umiarkowanego, tzw. **normalnego**. Pomimo tych prognoz powrotu inflacji do bardziej zrównoważonych i trwałych poziomów, prawdopodobieństwo wystąpienia reżimu inflacyjnego w 2023 roku pozostaje bardzo wysokie (33% w porównaniu z 43% dla reżimu normalnego)

3/ **Kwartalne prognozy inflacji r/r w USA**



Source: Amundi Institute. Data as of April 2022. Equity performance is in price-index and local-currency terms. For the HSCEI index, returns under the Hyperinflationary recovery and the Hyperinflationary recession scenarios are based on simulations run by Amundi Research on the broader EM equity index.

TEMAT MIESIĄCA

W drugim półroczu 2022 r. cykl gospodarczy przejdzie z fazy ożywienia do fazy schyłkowej.

i dlatego powinno być brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o alokacji aktywów.

Jeśli chodzi o konsekwencje inwestycyjne, to powtarzająca się od drugiej połowy 2021 r. sekwencja niespodzianek inflacyjnych oraz ponowne zagrożenia dla globalnych łańcuchów dostaw związane z konfliktem na Ukrainie, mogące prowadzić do powstania nowego ładu geopolitycznego, wzmacniają argumenty za alokacją skoncentrowaną na aktywach, które zwykle przynoszą korzyści podczas reżimów podwyższonej presji cenowej, w kontekście wciąż przyzwoitego wzrostu gospodarczego (jak w reżimie wychodzenia z hiperinflacji).

Na rynkach akcji inwestorzy mogą rozważyć zwiększenie ekspozycji na sektory, które korzystają z rosnących cen surowców i mają dobrą siłę przetargową w zakresie ustalania cen, takie jak energia, materiały i usługi finansowe, a także rozgrywanie ich względnej warto-

ści w stosunku do sektorów, które są bardziej wrażliwe na podwyżki stóp procentowych (np. sektor technologiczny i ogólnie sektory „wzrostowe”). W ujęciu regionalnym akcje europejskie są obszarem, który zwykle dobrze radzi sobie w takich warunkach, chociaż niepewność związana z konfliktem na Ukrainie nakazuje zachować ostrożność.

W takim kontekście wyraźnej nierównowagi między popytem a podażą utrzymuje się pozytywny scenariusz dla surowców cyklicznych — a zwłaszcza metali nieszlachetnych, w przypadku których spodziewamy się utrzymania pewnego potencjału aprecjacyjnego, biorąc pod uwagę niski poziom zapasów i zwiększony przyszły popyt napędzany przez zieloną transformację. Wreszcie, uważamy, że obligacje indeksowane inflacją nadal stanowią ważne zabezpieczenie portfeli przed scenariuszem podwyższonej inflacji.

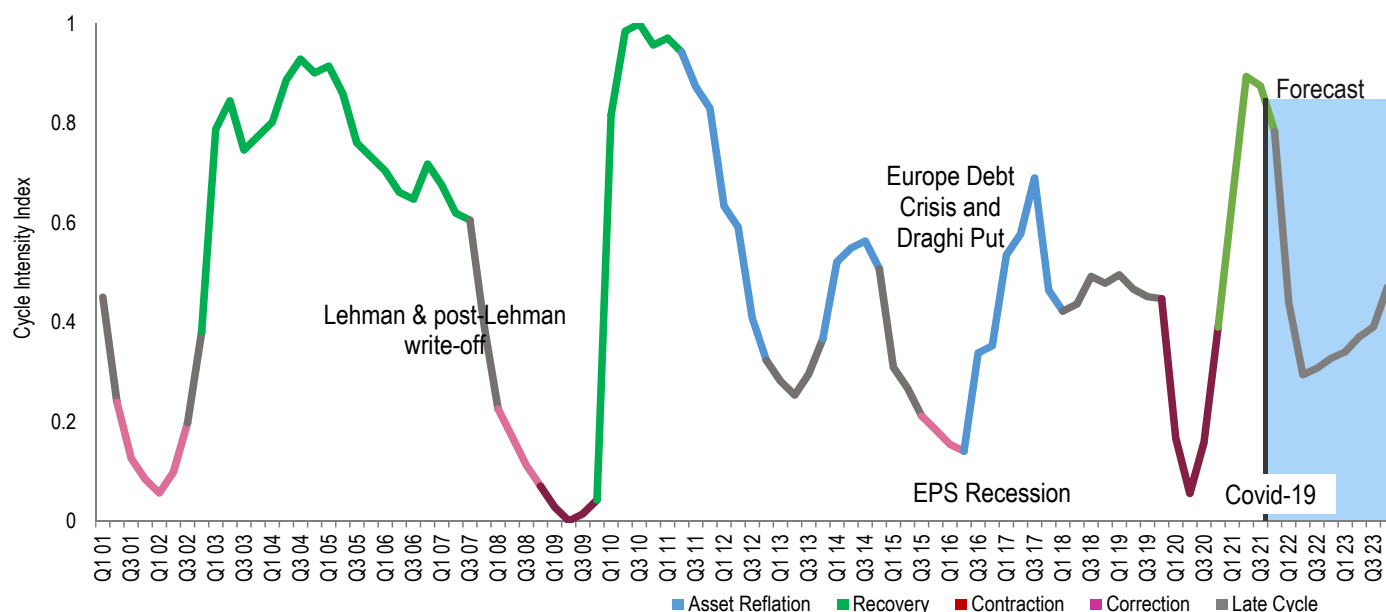
Aktualizacja średniookresowego cyklu koniunkturalnego

Wydarzenia geopolityczne, które wpływają na ceny surowców i oczekiwania inflacyjne, przyczyniają się również do **pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w regionach**. Amundi obniża swoje prognozy dotyczące średniego globalnego wzrostu PKB (3,2% w 2022 i 2023 r., wobec odpowiednio 4% i 3,4%), przewidując jednocześnie wyższą inflację (6,9% w 2022 r. i 4% w 2023 r., wobec odpowiednio 5,3% i 3,4%). Takie dodatkowe przyspieszenie wzrostu cen jeszcze bardziej wzmocniło oczekiwania dotyczące **znaczącego zacieśnienia polityki pieniężnej** w ciągu najbliższych 12-18 miesięcy w celu przywrócenia stabilności cen i zapobieżenia rozchwianiu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Głównym kanałem transmisji restrykcyjnego stanowiska banków centralnych będzie **zaostrożenie warunków finansowych**, co spowoduje ogólne osłabienie obecnego tempa wzrostu aktywności gospodarczej. Oczekiwane pogorszenie perspektyw makrofinansowych jest widoczne w przesunięciu

rozkładu prawdopodobieństwa pomiędzy reżimami w modelu **Amundi Advanced Investment Phazer**. W II kwartale 2022 r. faza **końca cyklu** zastąpi fazę **ożywienia**, która trwała od IV kwartału 2020 r., i potrwa do 2023 r. W takim otoczeniu wzrost wskaźników cena/zysk jest niewielki — oczekuje się, że znajdzie się w obszarze dodatnich wartości jednocyfrowych. Pod względem alokacji aktywów przejście z fazy ożywienia gospodarczego do ostatniego etapu cyklu koniunkturalnego wymaga przesunięcia środków z rynków o wysokiej becie do aktywów bardziej defensywnych i instrumentów o wyższej jakości.

W przyszłym roku, w miarę dalszego dojrzewania cyklu koniunkturalnego i ponownego zbliżania się aktywności gospodarczej do trendu lub jej stabilizacji poniżej niego, **korekta** stanie się drugim najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, co sugeruje jeszcze bardziej ostrożną alokację aktywów, z rosnącym naciskiem na aktywa defensywne (obligacje skarbowe i złoto).

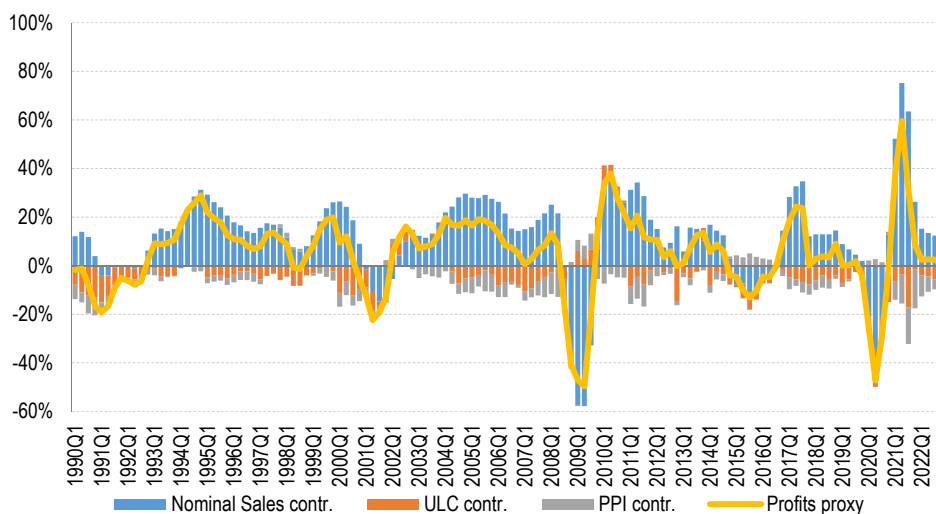
4/ Reżimy w modelu Advanced Investment Phazer od 2001 r.



Source: Amundi Institute. Data as of February 2022.

TEMAT MIESIĄCA

5/ Marże zysku są tym razem wrażliwe na rosnące koszty produkcji i zakłócenia w dostawach
Przychody i zyski: komponenty r/r



Source: Amundi Institute, data as of April 2022

Zacieśnienie ilościowe (QT) i spowolnienie zysków nie sprzyjają wzrostowi wartości mnożników.

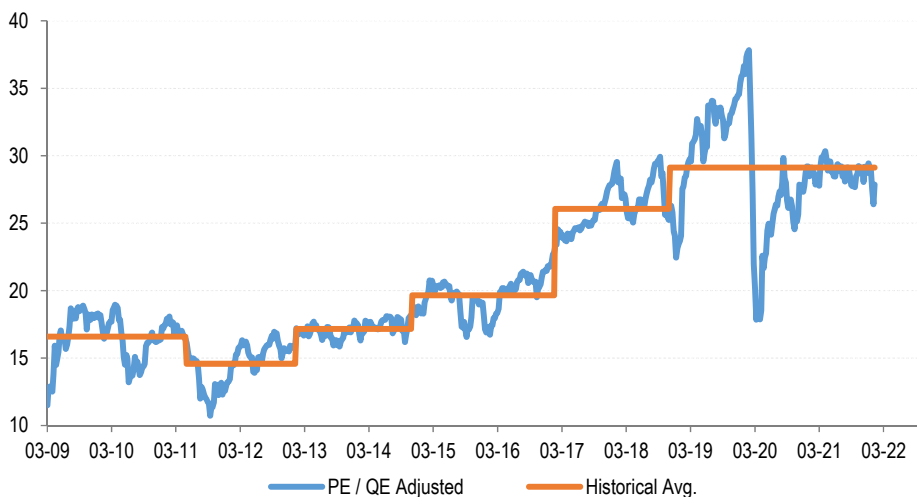
Polityka monetarna i niekonwencjonalne narzędzia Fedu „wpompowały” na rynki nadzwyczajną ilość płynności, zapewniając ogromne wsparcie dla hossy na rynkach akcji w 2021 r., a także dla silnego odbicia zysków i wzrostu gospodarczego. Na razie wskaźniki wyceny skorygowane o płynność, poza kilkoma wyjątkami, świadczą o tym, że spółki są tanie. Chociaż oczekuje się, że Fed pozostanie gołębi i będzie wspierać gospodarkę poprzez zwiększanie bazy monetarnej, proces zacieśniania ilościowego powinien ograniczyć wzrost płynności na rynkach,

a spowolnienie wzrostu wskaźników cena/zysk powinno ograniczyć samozadowolenie inwestorów. W rezultacie odejście od niekonwencjonalnej polityki pieniężnej na rzecz bardziej tradycyjnej będzie mniej przyjazne dla rynków i bardziej zorientowane na inwestycje kapitałowe, co ograniczy ekspansję mnożników w przyszłości. Zyski znajdują się pod presją w postaci zmniejszonych marż z powodu rosnących kosztów pracy (płace), kapitału (stopy procentowe) oraz aktywów rzeczywistych (surowce).

Sfinalizowano dn. 22 kwietnia 2022.

Zyski znajdują się pod presją z powodu rosnących kosztów.

6/ Jest mało prawdopodobne, aby w przyszłości mnożniki wzrosły, nawet po skorygowaniu o płynność
Wskaźnik cena/zysk dla indeksu S&P 500 skorygowany o wzrost sumy bilansowej Fedu



Source: Bloomberg, Amundi Institute calculation. Data as of April 2022.

Methodological note: the S&P 500 P/E is the time-weighted average of current and next year P/Es. These PEs are then adjusted (ratio) for a liquidity multiplier: the Fed Total Asset Balance Sheet (rebased to 1 at the beginning of QE in March 2009).

The historical average is dynamic and considers historical breaks in reflecting monetary and economic regimes changes.

TEMATY



Claire HUANG,
Starszy specjalista ds. strategii
makroekonomicznych rynków
wschodzących

*Optymistyczny wzrost
PKB w I kwartale
prawdopodobnie zawyży
rzeczywisty wzrost
gospodarczy.*

Przygotujcie się na szok popytowy w Chinach: przewaga wiary nad strachem

W ciągu ostatniego miesiąca przedłużający się lockdown w Szanghaju i innych miastach podważył zaufanie inwestorów, powodując powrót spadków na chińskich rynkach akcji. Biorąc pod uwagę szkody wyrządzone chińskiej gospodarce przez politykę „zero Covid”, spodziewamy się recesji w II kwartale oraz całorocznego wzrostu znacznie poniżej rządowego celu (Amundi prognozuje 3,5% w porównaniu do oficjalnego celu na poziomie 5,5%).

Niemniej jednak prosta ekstrapolacja przypadku Szanghaju byłaby błędna. Mimo że od jednej czwartej do jednej trzeciej gospodarki objęte jest różnymi ograniczeniami, działalność poza Szanghajem zaczęła się ożywiać od początku kwietnia, co zwiastuje dostosowanie polityki i stopniowe ponowne otwarcie gospodarki w maju i czerwcu.

Co ważniejsze, zmniejszyła się niechęć do ogólnego złagodzenia polityki. 26 kwietnia Centralny Komitet Finansowo-Ekonomiczny wezwał do kompleksowej rozbudowy infrastruktury, co stworzyło podstawy do poprawy nastrojów. Trzy dni później Biuro Polityczne uspokoiło rynki, potwierdzając swoje roczne cele gospodarcze i wzywając do wstrzymania nadmiernych działań regulacyjnych w stosunku do gospodarki opartej na cyfrowych platformach.

Zagadka wzrostu gospodarczego — jak duży spadek należy dyskontować?

Wzrost gospodarczy okazał się wyższy niż oczekiwano i wyniósł 4,8% r/r w I kwartale, pomimo silnego negatywnego efektu bazy. Bliższe przyjrzenie się liczbom ujawnia rosnącą rozbieżność statystyczną między danymi oficjalnymi a alternatywnymi, zwłaszcza w odniesieniu do przemysłu i budownictwa mieszkaniowego. Naszym zdaniem optymistyczne dane prawdopodobnie zawyżają rzeczywisty wzrost gospodarczy.

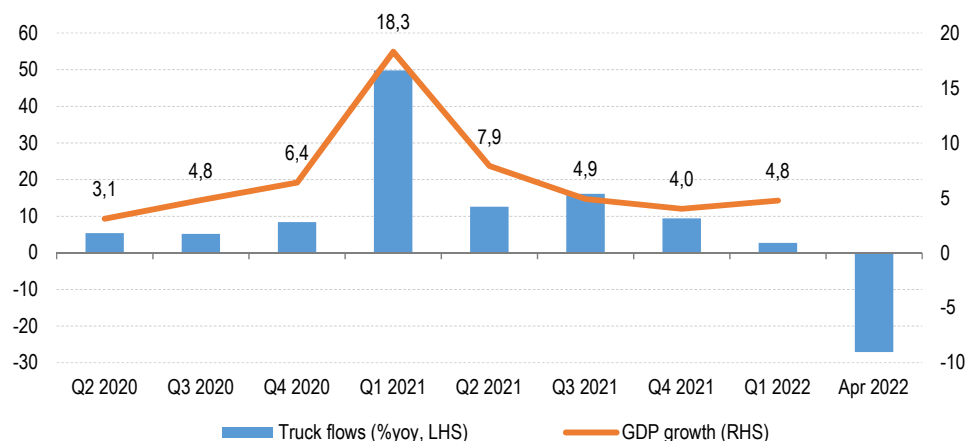
W II kwartale przedłużający się lockdown Szanghaju i rozszerzenie restrykcji na inne regiony spowodują, że Chiny wejdą w przejściową recesję. Fakty mówią same za siebie. Krajowy ruch towarowy, wskaźnik ściśle odzwierciedlający wzrost gospodarczy Chin, spadł w kwietniu o 27% r/r (Wykres 1). Szanghaj i Jilin pokazały, że koszt ekonomiczny polityki „zero Covid” jest wysoki i będzie rósł wraz ze wzrostem liczby wariantów wirusa, ponieważ podczas epidemii omikrona miasta muszą ograniczać mobilność bardziej niż w przypadku wcześniejszych wariantów.

Na podstawie danych o ruchu samochodów ciężarowych ekonomiści akademicy (Chen i in., 2022) oszacowali, że wprowadzenie miesięcznego lockdownu na

pełną skalę w Szanghaju, Pekinie i Shenzhen spowoduje spadek krajowego PKB odpowiednio o 4%, 3,6% i 2,8%. Obecnie, na początku maja, lockdown Szanghaju na pełną skalę trwa już ponad miesiąc, a Ministerstwo Transportu przewiduje spadek liczby podróży krajowych w Złotym Tygodniu Święta Pracy o 60% r/r. Mimo że gospodarka „lockdownowa” (np. produkcja sprzętu medycznego i zakupy przez Internet) może ponownie rozkwitnąć, recesja jest naszym zdaniem nieunikniona w II kwartale, zakładając ostrożne ożywienie gospodarcze w maju i czerwcu (szczegóły prognozy przedstawiamy na Wykresie 2).

Niemniej jednak nie możemy wykluczyć, że nasze prognozy mogą ulec zmianie. Z jednej strony, wygładzanie statystyczne sprawi, że w nadchodzącym kwartale dogonimy dane oficjalne. W ostatnim tygodniu kwietnia przedstawiciel Chińskiego Banku Ludowego wezwał do utrzymania wzrostu gospodarczego na poziomie powyżej 5% w II kwartale, podkreślając znaczenie osiągnięcia rocznego celu wzrostu. Innym znaczącym źródłem pozytywnych niespodzianek są inwestycje w infrastrukturę, które mogą przekroczyć naszą prognozę i wynieść ponad 10% za cały rok.

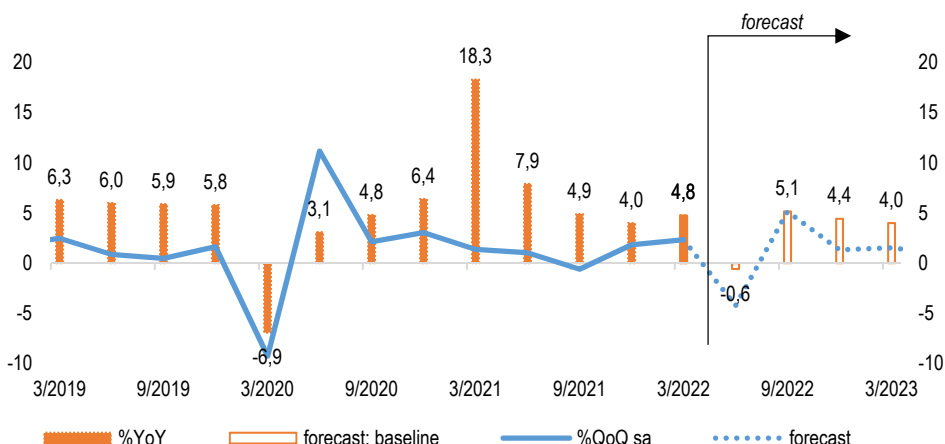
1/ Ruch samochodów ciężarowych w Chinach i wzrost PKB



Source: Wind, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

TEMATY

2/ Prognozy wzrostu PKB w Chinach



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

Zagadka Covid — jak długo potrwa polityka „zero Covid”?

Polityka „zero Covid” pozostaje głównym katalizatorem naszej prognozy wzrostu, a jej słaba realizacja może zniweczyć inne działania stymulacyjne. Na kwietniowym posiedzeniu Biura Politycznego wyraźnie zadeklarowano zamiar utrzymania dynamicznego podejścia do polityki „zero Covid”. W obliczu napiętego harmonogramu politycznego, w tym zmian w lokalnych władzach w 17 prowincjach w II kwartale oraz wyborów do Biura Politycznego i Komitetu Centralnego w listopadzie, oczekujemy, że urzędnicy będą przestrzegać polityki „zero Covid” przez cały rok.

Błędem byłoby jednak ekstrapolowanie działań podjętych w Szanghaju na inne miasta. Na poziomie wykonawczym trwają prace nad dostosowaniem do popytu logistycznego — na przykład nad usprawnieniem procesu ubiegania się o przepustki zdrowotne dla kierowców ciężarówek. W rezultacie obserwujemy stałe ożywienie działalności poza Szanghajem i na poziomie krajowym, co toruje drogę do ożywienia gospodarczego w maju/czerwcu i w III kwartale.

Zagadka polityki — czy decydenci nie spełnią oczekiwań?

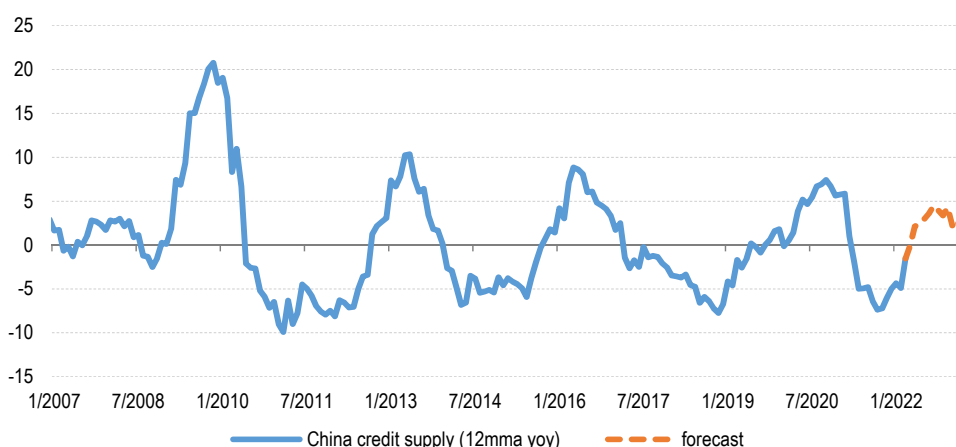
Rynki rozczarowały się realizacją obietnic politycznych, zwłaszcza w zakresie łagodzenia polityki pieniężnej. W rzeczywistości ChBL ponownie rozczarował w kwietniu, utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie przez czwarty miesiąc z rzędu i obniżając stopę referencyjną w mniejszym stopniu, niż oczekiwano. Tak czy inaczej, warunki płynności na rynku międzybankowym uległy dalszemu rozluźnieniu, a stopy procentowe w transakcjach front-end spadły. W międzyczasie ChBL skoncentrował się na transmisji, rekomendując bankom, by udzielały kredytów i złagodziły dotyczące ich wymogi. Sądzymy,

że w miarę narastania presji na wzrost PKB konieczne będą dalsze obniżki stóp procentowych i dlatego w najbliższych miesiącach spodziewamy się kolejnej obniżki o 10 p.b.

Chociaż ChBL jest spóźniony w zakresie tradycyjnego luzowania polityki pieniężnej, wydaje się, że jego „ukierunkowane wytyczne” działają. Wzrost akcji kredytowej powrócił do wcześniejszego poziomu, ponownie przyspieszając w marcu. Naszym zdaniem impuls kredytowy powinien ponownie przybrać na sile w kwietniu i rosnąć aż do września (Wykres 3).

Naszym zdaniem impuls kredytowy powinien ponownie przybrać na sile w kwietniu i rosnąć aż do września.

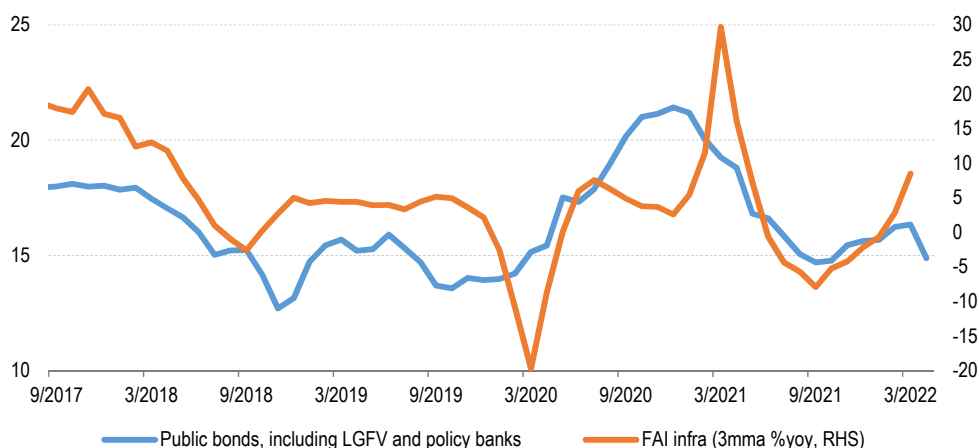
3/ Impuls kredytowy w Chinach



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

TEMATY

4/ Wzrost długu publicznego i inwestycje infrastrukturalne



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

Po kwietniowym posiedzeniu Biura Politycznego możemy być świadkami szybszej realizacji wsparcia politycznego.

Z drugiej strony, bodźce fiskalne przybrały raczej formę obniżek podatków i opłat, co prawdopodobnie wyjaśnia rozbieżność oczekiwań między rynkami a decydentami politycznymi. Ponadto, w związku z przyspieszonym wzrostem długu publicznego wydatki na infrastrukturę prawdopodobnie również ulegną zwiększeniu. W porównaniu z naszą poprzednią prognozą na poziomie 0-5% wzrost inwestycji w 2022 r. w infrastrukturę zmierza obecnie w kierunku wyższego przedziału, 5-10%. Sprzyjać temu będą złagodzenie wymogów dotyczących jakości projektów infrastrukturalnych oraz emisja obligacji publicznych. Ewentualne subsydia gotówkowe lub wsparcie pieniężne konsumentów byłyby pozytywnym zaskoczeniem w stosunku do naszych prognoz.

Po kwietniowym posiedzeniu Biura Politycznego powinniśmy być świadkami szybszego wdrażania środków wsparcia. Środki te, choć bezpośrednio odnoszą się do głównych problemów rynku, nie są wystarczające do odwrócenia szkód spowodowanych restrykcjami związanymi z pandemią. Ponieważ jednak słabe strony chińskiego wzrostu gospodarczego stają się dla nas widoczne, uważamy, że polityka zostanie złagodzona niż zaostrzona, co będzie sprzyjać poprawie nastrojów.

Sfinalizowano dn. 29 kwietnia 2022.

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

Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy narracje i prawdopodobieństwa naszego scenariusza centralnego i alternatywnego bez zmian w porównaniu z ubiegłym miesiącem. Wojna na Ukrainie może jednak rozwinąć się na kilka sposobów (patrz „Drzewo kryzysu ukraińskiego”), co będzie miało znaczący wpływ na rynki gospodarcze i finansowe. Nowa fala Covid-19 w Chinach jest kolejnym źródłem niepewności w krótkim okresie.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY
30%Ponowne załamanie
w kierunku stagflacji

Analiza

- 🌐 Długotrwała wojna na Ukrainie szkodzi zaufaniu i aktywności, a także sprawia, że ceny surowców i energii dłużej utrzymują się na wyższym poziomie, zakłócając dostawy.
- 🔥 Covid-19 Powrót wariantu omikron (lub innego) prowadzi do powrotu ograniczeń mobilności i wąskich gardeł na całym świecie.
- 🌟 Oba te czynniki prowadzą do **spowolnienia gospodarczego**, podczas gdy **inflacja** pozostaje wysoka oraz niekontrolowana.
- 🕒 **Wznowienie dostosowawczej polityki monetarnej i fiskalnej** w celu wspierania gospodarki, ewentualnie dalszy etap represji finansowej.
- 🕒 Inflacja w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego zmusza niektóre **banki centralne**, a w szczególności EBC, do **odejścia** od swoich wytycznych i potencjalnej utraty wiarygodności.
- 🌿 Polityki oraz inwestycje mające na celu walkę ze **zmianami klimatycznymi** są odkładane na później i/lub polityki krajowe są wdrażane w sposób chaotyczny.

Implikacje rynkowe

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

SCENARIUSZ GŁÓWNY
60%Wyboista droga, regionalne
rozbieżności

Analiza

- 🌐 **Wojna na Ukrainie** uderza w zaufanie i przekłada się na wzrost cen surowców i energii, choć należy się spodziewać, że będzie on jedynie tymczasowy.
- 🔥 Covid-19 staje się chorobą endemiczną, powracającą w losowych falach.
- 🌟 **Globalna aktywność** będzie się utrzymywać na wyższym poziomie niż w trakcie poprzednich fal, ale wąskie gardła w łańcuchu dostaw będą występować do końca 2022 r.
- 🌟 **Wzrost gospodarczy** w 2022 r. stopniowo powróci do trendu. Możliwość pogorszenia sytuacji na początku 2023 r. Słaba koniunktura w pierwszym półroczu 2022 r. ze względu na spadek PKB w Chinach w II kwartale (lockdowny) oraz słabszy wzrost w strefie euro (Ukraina).
- 🌟 **Presja inflacyjna** utrzymująca się przez cały 2022 rok z powodu wąskich gardeł po stronie podaży i wysokich cen surowców oraz rosnącej presji płacowej; ustępująca w 2023 roku. Inflacja jest kwestią psychologiczną i polityczną.
- 🕒 **Desynchronizacja polityki pieniężnej**: Fed w trybie przyspieszonego przejścia od taperingu do zacieśniania ilościowego i cyklu szybkich podwyżek; Bank Anglii w cyklu łagodnych podwyżek, EBC rekalkuluje luzowanie ilościowe i być może podwyższa stopy w 2022 r.; a ponadto ChBL nastawiony na łagodzenie polityki pieniężnej. Stopy wzrosną, ale pozostaną niskie przez dłuższy czas.
- 🕒 **Polityka fiskalna**: częściowe wycofanie wsparcia przy jednoczesnym zapotrzebowaniu na finansowanie publiczne oraz dotacje jako środki łagodzenia negatywnych skutków transformacji energetycznej dla gospodarstw domowych.
- 🌿 **Zmiany klimatyczne** uderzają we wzrost gospodarczy i podnoszą ceny surowców i energii, potęgując tendencje stagflacyjne.

Implikacje rynkowe

- Niższe oczekiwane zwroty realne skorygowane o ryzyko
- Ograniczony wzrost nachylenia krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych oddziałuje na strefę euro i rynki wschodzące.
- Zabezpieczać się przed inflacją poprzez złoto, obligacje indeksowane inflacją oraz akcje.
- RW: utrzymujemy narrację dotyczącą krótkoterminowej ostrożności, długoterminowego dochodu realnego oraz wzrostu.

SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY
10%Zrównoważony wzrost gospodarczy
sprzyjający włączeniu społecznemu

Analiza

- 🌐 **Wojna na Ukrainie** kończy się szybko, a zakłócenia na rynkach energii i surowców mają ograniczony zakres.
- 🔥 **Pandemia w fazie endemicznej** ustępuje szybciej niż przewidywano, pomimo nowych wariantów.
- Dodatkowe oszczędności i wzrost płac napędzają **konsumpcję**, nie powodując erozji marż przedsiębiorstw.
- **Wzrost produktywności** dzięki zmianom transformacji cyfrowej i energetycznej oraz reformom strukturalnym.
- 🌟 **Inflacja** pozostaje pod kontrolą.
- 🕒 **Wyższe stopy procentowe** z powodu większych inwestycji i mniejszych oszczędności.
- 🕒 Normalizacja polityki **banków centralnych** zostaje dobrze przyjęta przez rynki finansowe.
- **Zadłużenie jest zrównoważone** dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu i stopniowemu wdrażaniu dyscypliny budżetowej.
- 🌿 **Wzrost sprzyjający włączeniu społecznemu** i skuteczne zwalczanie nierówności.
- **Możliwe czynniki wyzwalające** obejmują koniec wojny na Ukrainie, reformy strukturalne, skuteczne leki i kampanie szczepień oraz zdecentralizowane finansowanie sprzyjające włączeniu społecznemu.

Implikacje rynkowe

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

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy prawdopodobieństwo wystąpienia czynników ryzyka gospodarczego i geopolitycznego równe 30%, aby uwzględnić wojnę na Ukrainie i jej potencjalny wpływ na ryzyko gospodarcze i finansowe. Czynniki ryzyka związane z Covid-19 (w tym lockdowny w Chinach) zaliczamy do ekonomicznych.

Czynniki ryzyka zostały podzielone na klastry w celu ułatwienia wykrywania strategii hedgingowych, ale są one oczywiście powiązane.

RYZYKO EKONOMICZNE
30%

- **Globalna recesja** wywołana szokiem naftowym i gazowym oraz pogorszeniem nastrojów w związku z impasem na Ukrainie.
- **Kryzys gospodarczy w Europie Wschodniej** w wyniku załamania się rosyjskiej gospodarki, wzrostu cen energii, niekontrolowanej inflacji oraz kryzysu migracyjnego.
- **Pandemia 3.0**
 - Po omikronie (pandemii 2.0) bardziej niebezpieczny i odporny na szczepionki wariant rozpoczyna nową falę.
 - Nowe lockdowny lub ograniczenia mobilności mogą jeszcze bardziej osłabić globalne ożywienie gospodarcze.
- **Zakłócenia łańcuchów dostaw** utrzymują się (nowe lockdowny w Chinach), a presja na koszty produkcji prowadzi do spadku zysków przedsiębiorstw.
- **Chińska polityka „zero Covid” w połączeniu z restrykcjami regulacyjnymi i załamaniem na rynku nieruchomości** prowadzi do pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego.
- **Błędna polityka monetarna**
 - Błędna komunikacja banków centralnych w kontekście wysokiej niepewności geopolitycznej.
 - Banki centralne nie doceniają siły inflacji napędzanej podażą i tracą nad nią kontrolę.
- **Katastrofy naturalne związane ze zmianami klimatycznymi** szkodzą widoczności wzrostu gospodarczego i równowadze społecznej.

RYZYKO FINANSOWE
20%

- **Kryzys związany z długiem państwowym**
 - Przedłużająca się wojna na Ukrainie zaszkodziłaby wrażliwym finansom publicznym krajów rozwiniętych, gdzie dług publiczny w relacji do PKB osiąga już historyczne rekordy.
 - Zaniżanie oczekiwań inflacyjnych mogłoby doprowadzić do zakłóceń na rynku obligacji i ostrzejszego zacieśnienia polityki pieniężnej.
 - Większość krajów narażona jest na obniżenie ratingu i wzrost stóp procentowych.
 - Wrażliwe rynki wschodzące również mogą stanąć w obliczu kryzysu bilansu płatniczego, zbliżając się do niewypłacalności.
- **Ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw wzrasta** pomimo poprawy sytuacji fundamentalnej ze względu na wzrost niepewności, a marże przedsiębiorstw są pod presją (wysokie koszty produkcji i nadmiarowe zamówienia prowadzą do ostrzeżeń dotyczących niższych zysków).
- **Szeroko rozpowszechniony greenwashing i bańka inwestycyjna ESG** podważają finansowanie transformacji energetycznej.
- **Niestabilność USD** i stopniowa utrata statusu waluty rezerwowej prowadzą do niestabilności na rynkach walutowych.

RYZYKO (GEO)POLITYCZNE
30%

- **Wojna na Ukrainie***
 - Krótkoterminowe rozwiązanie po sukcesie militarnym Rosji: rynki pozostają niestabilne, ponieważ inwestorzy zaczynają wyceniać przekraczanie przez Putina nowych „czerwonych linii”.
 - Przedłużające się walki zbrojne prowadzące do konfliktu o dużej intensywności i być może konfrontacji militarnej z Zachodem.
- **Fragmentacja polityczna UE** lub głośny populizm powodują brak porozumienia co do sposobu zarządzania stosunkami z Rosją.
- **Stany Zjednoczone zajmują twarde stanowisko wobec Chin**, aby zablokować wszelkie próby inwazji na Tajwan. Ryzyko przypadkowych konfrontacji na Morzu Południowochińskim lub w Cieśninie Tajwańskiej.
- **Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących spowodowana:**
 - chaotycznym zarządzaniem kryzysem epidemicznym;
 - wzrostem cen żywności i energii, prowadzącym do fali niepokojów podobnych do „Arabskiej Wiosny”.
- **Programy nuklearne** Iranu i Korei ponownie zaczynają budzić obawy i skutkują sankcjami.
- **Stany Zjednoczone i Chiny tracą wiarygodność** w kwestii transformacji energetycznej i podważają Porozumienie paryskie.
- **Globalne ocieplenie** prowadzi do zwiększonego ryzyka konfliktów, których przyczyną są niedobory wody i ruchy migracyjne.
- **Atak cybernetyczny lub narażenie bezpieczeństwa danych** zakłócające działanie systemów informatycznych (bezpieczeństwo, energetyka i usługi zdrowotne).

* **Więcej szczegółów na temat potencjalnych wyników można znaleźć w artykule „Drzewo kryzysu ukraińskiego” na stronie 17.**

+ Gotówka, obl. indeksowane inflacją, JPY, złoto, USD, jakość w przeciwieństwie do wzrostu, defensywne w przeciwieństwie do cyklicznych, ropa naftowa

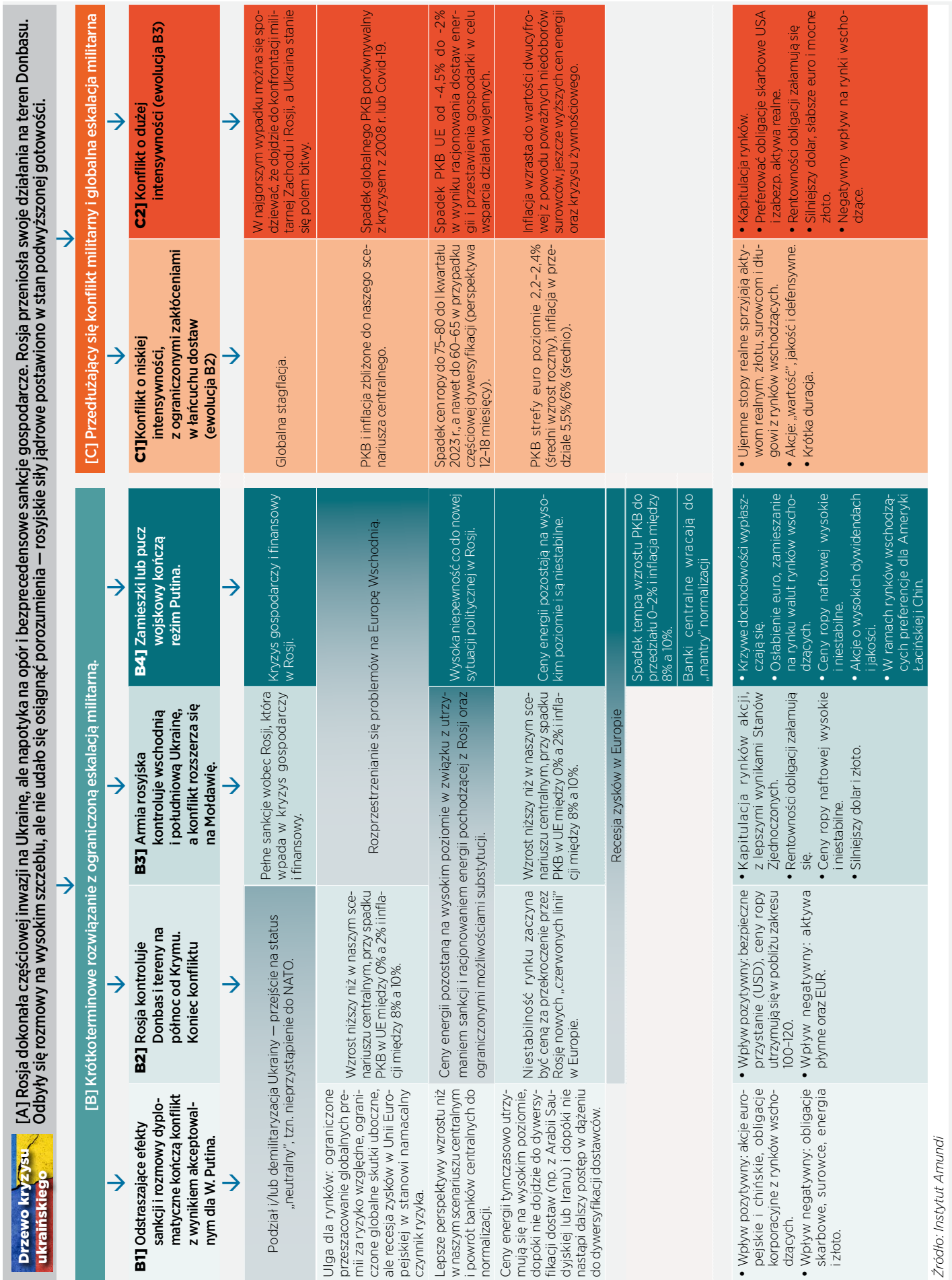
+ CHF, JPY, złoto, CDS, opcje, minimalna zmienność

+ Obl. skarbowe z rynków rozwiniętych, gotówka, złoto, USD, zmienność, defensywne, ropa naftowa

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

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

- Obligacje korporacyjne i akcje, EMBI



Źródło: Instytut Amundi

PORTFELE WIELOAKTYWOWE - STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

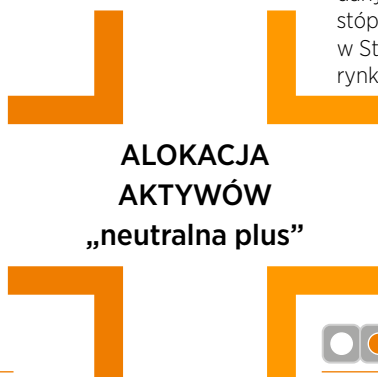
- Punkt zwrotny mamy za sobą
- Zbliżamy się do punktu zwrotnego
- Zwrotu jeszcze nie było — zbyt wcześnie, by o nim mówić

KONTEKST EKONOMICZNY

- Niepewność makroekonomiczna co do wzrostu gospodarczego i inflacji stopniowo rośnie w miarę przedłużania się wojny na Ukrainie, opracowywania nowych sankcji, pojawiania się kolejnych zakłóceń w łańcuchach dostaw oraz wprowadzania przez Chiny nowych lockdownów w ramach polityki „zero Covid”.
- Jeśli chodzi o inflację i wzrost gospodarczy, kierunki zmian są rozbieżne, ponieważ inflacja będzie jeszcze przez kilka miesięcy rosła w związku z wyższymi cenami energii, żywności i surowców, natomiast na wzrost gospodarczy negatywnie wpływa zarówno popyt, jak i podaż. Impuls stagflacyjny jest widoczny zwłaszcza w strefie euro.
- Choć wpływ wojny nie jest jeszcze widoczny w twardych danych, dane dotyczące zaufania zaczęły się pogarszać, co wskazuje na istotne ryzyko pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego.

FUNDAMENTY I WYCENA

- Ogłoszenie zacieśniania ilościowego prawdopodobnie będzie miało wpływ na wyceny i mnożniki, z możliwością przeszacowania, jeśli gospodarka osłabi się bardziej niż oczekiwano.
- Inflacja jest kolejnym czynnikiem hamującym wzrost wartości mnożników, podczas gdy oczekiwania są nadal bardzo optymistyczne — przynajmniej w Europie, biorąc pod uwagę potencjalne niedobory surowców.
- Podsumowując, wyceny i obecne poziomy są wrażliwe na potencjalne negatywne niespodzianki zakresie danych fundamentalnych lub wyższych od oczekiwań stóp procentowych. Jak dotąd sezon sprawozdawczy w Stanach Zjednoczonych przebiega dobrze, co daje rynkom pewne podstawy do rozwoju.



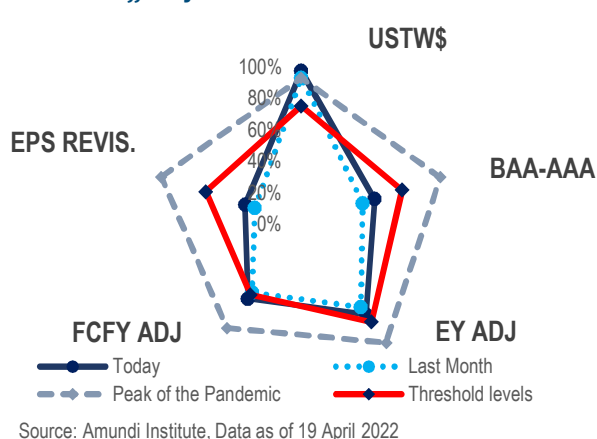
ASPEKTY TECHNICZNE

- Brak zmian w sygnałach technicznych dla aktywów ryzykownych w porównaniu z ubiegłym miesiącem.
- Pomimo oczekiwań dotyczących globalnego spowolnienia nadal brakuje wskazujących na trend sygnałów, które jednoznacznie sugerowałyby ograniczenie ryzyka. Problem polega na tym, że sygnały kontrariańskie są wciąż dalekie od poziomów wyprzedania (większość indeksów giełdowych w ujęciu bezwzględnym nie spadła od początku roku) — to coś, co nie pozwala wierzyć w trwałe odbicie.
- Obecne otoczenie rynkowe szybko absorbuje okazje do korygowania niewłaściwych wycen, nie pozostawiając miejsca na sygnały techniczne, które mogłyby kierować decyzjami dotyczącymi planowania ryzyka.

NASTROJE

- Perspektywa nastrojów. Choć większość wskaźników ankietowych sygnalizuje nadmierny pesymizm co do sytuacji na świecie, mierniki nastrojów nie przełożyły się na znaczące zmniejszenie ekspozycji na ryzyko.
- Nasze wskaźniki apetytu na ryzyko są obecnie bliskie neutralności, ale w trakcie większości sesji zbliżają się też do poziomów alarmowych. Warunki finansowe okazują się bardziej odporne niż oczekiwano w kwietniu, pomimo rosnących stóp procentowych, które obserwujemy na całym świecie.
- CAST nadal sygnalizuje, że odporność danych fundamentalnych będzie kluczowa przy podejmowaniu decyzji o likwidacji pozycji bądź zakupie w następstwie ostatniego odbicia w spektrum ryzyka. Silne odbicie USD oraz ograniczenie korekt prognoz wskaźników cena/zysk są nadal równoważone przez odporne premie za ryzyko kredytowe (spread Baa-Aaa według Moody's nadal nie przekracza oszacowanego przez nas poziomu alarmowego).

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



Wskaźnik percepcji ryzyka CAST nie wykazał strukturalnego wzrostu, pomimo tego że ostatnie dane wykazują prawdopodobieństwo odwrócenia od ryzyka przekraczające 20%. Pogorszenie korekt wskaźników zysku na akcję (EPS) pozostaje ograniczone, a premie za ryzyko kredytowe (wyznaczone przez nas za pomocą spreadu Baa-Aaa według Moody's) nie przekroczyły naszego progu alarmowego, czyli 100 p.b. USD jest jednak tym wymiarem, który wyraźnie sygnalizuje konieczność odejścia od ryzyka, a jego wpływ na pozostałe wymiary skomplikowałby naszym zdaniem obraz sytuacji.

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 Niższy wzrost gospodarczy na świecie – wyższa inflacja

- Zacieśnienie polityki monetarnej w celu zwalczania inflacji: stopa funduszy federalnych na poziomie 2,50% do końca roku. EBC ma wyjść z ujemnych stóp depozytowych w 2022 r. w obliczu poważnego ryzyka recesji w Niemczech i we Włoszech w najbliższych kilku kwartałach.
- Wyższe ceny surowców (energii, metali przemysłowych i żywności) utrzymujące się przez dłuższy czas, dodatkowo zaostrzone przez wojnę na Ukrainie, mają poważny wpływ na światową inflację i wzrost gospodarczy: 1) negatywny wpływ na konsumpcję (poprzez niższy realny dochód rozporządzalny) oraz 2) wyższe koszty produkcji, które ograniczają wytwórstwo.
- Podwyższono docelowe rentowności za 12 miesięcy: amerykańskie obligacje 10-letnie: 2,90/3,10% (z 2,50/2,70%) i niemieckie obligacje 10-letnie: 0,80/1% (z 0,40/0,60%).

Konsekwencje inwestycyjne

- Zmniejszona ekspozycja na ryzyko, niewielkie niedoważenie akcji.
- Rekalibracja instrumentów stałodochodowych, z obligacji korporacyjnych na skarbowe i gotówkę.
- Należy nadal koncentrować się na inflacji za pośrednictwem obligacji indeksowanych i surowców.

2 Dalsza deprecjacja euro

- Korekta celu 6-miesięcznego EUR/USD z 1,09 do 1,02
- Perspektywy gospodarcze strefy euro na rok 2022 stały się bardziej ponure ze względu na szok surowcowy wywołany wojną na Ukrainie i związaną z nim walką o niezależność energetyczną od Rosji, przy czym najbardziej zagrożone są Niemcy i Włochy.
- Wycena waluty ulega dramatycznemu pogorszeniu, gdy parytet siły nabywczej skoryguje się o spadek produktywności spowodowany rekordowo wysoką różnicą między PPI a CPI.

Konsekwencje dla inwestorów

- Pozycja krótka na EUR/USD w ciągu najbliższych 6 miesięcy, ponieważ uważamy, że konsensus oczekiwań co do gospodarki strefy euro i jastrzębiego stanowiska EBC w 2022 r. jest zbyt optymistyczny.

3 Surowce – podtrzymujemy nasze konstruktywne nastawienie

- Wszystkie czynniki, które zwykle wpływają na ceny surowców, są obecnie wspierające:
 - **cykliczne i fundamentalne:** luka niedowartościowania w stosunku do wzrostu globalnego jest obecnie zamknięta dzięki temu, że ożywienie gospodarcze jest napędzane przez czynniki fundamentalne (rosnąca aktywność gospodarcza, infrastruktura, popyt cykliczny);
 - **geopolityczne:** najbardziej krytyczny czynnik związany z wojną na Ukrainie, która spowodowała problemy z podażą gazu ziemnego i ogólne niedobory w szerokim spektrum surowców, od zboża po stal (Rosja i Ukraina odpowiadają za 30% światowego eksportu pszenicy);
 - **strukturalne:** zielona transformacja i potencjalnie długotrwałe niedopasowanie popytu i podaży w przypadku najważniejszych metali nieszlachetnych stanowią podstawę naszego konstruktywnego poglądu. Przy wciąż historycznie niskich stanach zapasów wyceny surowców skorygowane o wzrost i zapasy wyglądają na niskie w wartościach zarówno bezwzględnych, jak i względnych.
- Wzrost obserwowany w ciągu ostatnich 24 miesięcy (indeks CRB: 83% od końca kwietnia 2020 r.) pozwolił zmniejszyć dystans do wzrostu gospodarczego. Niemniej jednak wyceny nie okazują się wysokie, jeśli skoryguje się je o poziom zapasów.

Konsekwencje dla inwestorów

- Surowce są kluczowym czynnikiem dywersyfikującym portfel inwestycyjny i oferują możliwości we wszystkich fazach cyklu gospodarczego, jeśli są zarządzane w sposób proaktywny.
- Utrzyma się wsparcie strukturalne, ponieważ popyt na „zielone” surowce będzie rósł w miarę wzrostu popularności pojazdów elektrycznych.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza	
PLATFORMA AKCJI	USA	=/+	Wysokie wydatki konsumentów i silne rynki pracy będą wspierać ogólny popyt, co pozwala nam sądzić, że recesja jest mało prawdopodobna, choć możemy zaobserwować pewną presję na wzrost gospodarczy. Biorąc pod uwagę, że rentowności realne są bliskie poziomom dodatnim, a rentowność nominalna rośnie, obserwujemy, jak sytuacja ta wpłynie na akcje. Utrzymujemy podejście selektywne, koncentrując się na spółkach (np. z sektora bankowego), które wynagradzają akcjonariuszy poprzez wykup akcji własnych, a także na tych, które są w stanie utrzymać wysoką efektywność operacyjną.	
	Segment „wartości”, USA	+	Niepewność związana z rosnącymi kosztami wymaga skupienia się na wysokiej jakości spółkach z segmentu „wartości”, które są mniej cykliczne i mogą zapewnić trwałą wzrost zysków. Podczas gdy rotacja w kierunku segmentu „wartości” może w najbliższym czasie ulec osłabieniu, w dłuższej perspektywie ruch w kierunku tych spółek będzie prawdopodobnie kontynuowany. Kluczową kwestią jest tu przedkładanie selekcji nad ogólny kierunek rozwoju rynku.	
	Segment „wzrostu”, USA	-	Pomimo ostatnich gorszych wyników spółek „wzrostowych” w porównaniu z „wartościowymi”, długoterminowa wycena tych pierwszych jako sektora pozostaje wysoka. Zauważamy również, że niektóre segmenty stają się atrakcyjne, ale uważamy, że rosnące stopy procentowe mogą wywierać presję na wyceny.	
	Europa	-/=	Spowolnienie wzrostu gospodarczego i utrzymująca się presja kosztowa prawdopodobnie wpłyną na wydatki konsumpcyjne, a tym samym na zyski przedsiębiorstw. Zwracamy uwagę na sygnały świadczące o tym, że firmy są w stanie przenieść rosnące koszty na konsumentów, a także na to, jak może to wpłynąć na ogólną inflację. W rezultacie zachowujemy równowagę i utrzymujemy nastawienie na jakość, wartość i dywidendy, wspierane przez silną selekcję.	
	Japonia	=	Umiarkowane pogorszenie dynamiki gospodarczej skłania nas do zachowania czujności w kwestii wyników finansowych przedsiębiorstw. Silny ład korporacyjny, wsparcie w postaci bodźców stymulacyjnych oraz wzrost produktywności powinny sprzyjać rynkom.	
	Chiny	=	Polityka „zero Covid” prawdopodobnie odbije się na wzroście gospodarczym (i łańcuchach dostaw), a naszym zdaniem cel 5,5% będzie trudny do osiągnięcia, co skłania nas do większej ostrożności w najbliższym czasie. W warunkach wsparcia politycznego (monetarnego i fiskalnego), gdy kraj ten przechodzi na bardziej zrównoważony model wzrostu gospodarczego, nadal istnieją jednak wymagające przyjęcia podejścia selektywnego okazje długoterminowe.	
	Rynki wschodzące	=	Wojna na Ukrainie nie wróży dobrze globalnemu wzrostowi gospodarczemu i inflacji, a co za tym idzie, będzie miała wpływ na rynki wschodzące. Rozbieżności między rynkami wschodzącymi są jednak duże i dlatego tak ważna jest selekcja. Pozytywnie oceniamy eksporterów surowców, takich jak Brazylia i Zjednoczone Emiraty Arabskie, a także kraje o dużym popycie wewnętrznym, w tym Indie, choć bardziej ostrożnie podchodzimy do krajów znajdujących się u progu kryzysu (Węgry).	
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	-/=	▲	Biorąc pod uwagę, że Fed utrzymuje swój jastrzębi kurs, a inflacja pozostaje trwała (zwłaszcza jej najmniej elastyczne komponenty), jesteśmy ostrożni w kwestii duracji, ale taktycznie zarządzamy ekspozycją, biorąc pod uwagę obecną ucieczkę do jakości i ostatnie ruchy na rynku. Nasza ekspozycja na obligacje skarbowe indeksowane inflacją jest minimalna.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=	W świetle wciąż silnych fundamentów przedsiębiorstw utrzymujemy stabilne nastawienie do ryzyka w przypadku klasy inwestycyjnej, ale preferujemy specyficzne czynniki ryzyka o znaczeniu lokalnym lub indywidualnym, a ponadto utrzymujemy szerokie zabezpieczenia. Oceniamy również reakcję sektora na zacieśnianie ilościowe Fedu oraz wzrost rentowności głównych obligacji. W związku z tym dostrzegamy szanse na uzyskanie wartości względnej w aktywach sekurytyzowanych, takich jak papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką.	
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=	Utrzymujemy podejście neutralne i selektywne do instrumentów wysokodochodowych. Z jednej strony sektorowi sprzyjają wysokie ceny energii, a z drugiej strony należy monitorować wyceny, zwłaszcza że płynność malejąca w wyniku zacieśniania ilościowego może spowodować zaostrenie warunków finansowych.	
	Skarbowe Europa	-/=	Długoterminowy ruch w kierunku wyższych podstawowych stóp procentowych nadal trwa, jednak napięcia geopolityczne i napięcia na rynkach wywierają presję na obniżenie stóp procentowych. W połączeniu z uzależnionym od danych podejściem EBC, zgodnie z którym stopy procentowe wzrosną „jakis czas” po zakończeniu luzowania ilościowego, podkreśla to, dlaczego inwestorzy powinni zachować elastyczność w kwestii duracji. Jesteśmy nieco mniej defensywni, jeśli chodzi o durację w krajach z rdzenia strefy euro, a ponadto aktywnie poszukujemy okazji w ramach całej krzywej i w różnych regionach geograficznych, np. w Belgii.	
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=	Śledzimy wpływ zakończenia programu skupu aktywów przez EBC i ryzyka recesji na spready w klasie inwestycyjnej, nawet jeśli bilanse przedsiębiorstw są silne pomimo wysokich cen producentów (a tym samym presji na marżę). Uważamy, że inwestorzy powinni rozważyć przejście z segmentów/instrumentów o wysokiej wartości bety do segmentów/instrumentów o niskiej becie, stosując podejście oparte na analizie fundamentalnej.	
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=	Obawy o wzrost gospodarczy i inflację w Europie mogą wpłynąć na zyski przedsiębiorstw, chociaż spready są niższe od poziomów obserwowanych na początku marca, co świadczy o silnych fundamentach firm. W przyszłości inwestorzy będą różnicować emitentów obligacji w zależności od jakości i ryzyka płynności, co sprawi, że będziemy bardzo selektywnie podchodzić do całego rynku.	
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+	Wyceny chińskiego długu samorządowego, lockdowny związane z Covid-19 i napięcia geopolityczne w relacjach ze Stanami Zjednoczonymi (presja na kursy walutowe) będą stanowić źródła obaw w najbliższym czasie. W perspektywie średnioterminowej ta klasa aktywów oferuje duże korzyści w zakresie dywersyfikacji.	
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	+	▲	Jesteśmy umiarkowanie konstruktywni w stosunku do instrumentów denominowanych w twardej walucie, zwłaszcza w przypadku mających specyficzne uwarunkowania emitentów o wysokiej becie, co uzasadnia nasze zdecydowane preferencje dla podejścia oddolnego. W tej grupie preferujemy instrumenty wysokodochodowe w stosunku do klasy inwestycyjnej, ponieważ spodziewamy się spadku spreadów w tym pierwszym segmencie.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=	Podtrzymujemy konstruktywne nastawienie do duracji instrumentów denominowanych w walutach lokalnych rynków wschodzących, a ponadto uważamy, że istnieje możliwość realokacji w kierunku walut eksporterów surowców, chociaż jesteśmy nieco ostrożni co do walut rynków wschodzących jako grupy. Duża fragmentacja bloku rynków wschodzących pozwala nam na bardzo selektywne podejście.	
INNE	Surowce		Trwająca wojna na Ukrainie (problemy z podażą, zwłaszcza gazu ziemnego), transformacja ekologiczna oraz strukturalne niedopasowanie popytu i podaży w przypadku kluczowych metali nieszlachetnych pozwalają nam zachować konstruktywne podejście do surowców.	
	Waluty		Spowolnienie gospodarcze w Europie prawdopodobnie zaważy na parze EUR/USD — uważamy, że konsensus oczekiwań jest zbyt optymistyczny, i dlatego obniżyliśmy nasz cel 6-miesięczny do 1,02. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do CHF ze względu na jego status bezpiecznej przystani.	

LEGENDA



Źródło: Amundi, na dzień 26 kwietnia 2022 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wyników badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi. IG = obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej, HY = wysokodochodowe obligacje korporacyjne, EM Bonds HC / LC = obligacje z rynków wschodzących denominowane w twardej walucie / walucie lokalnej, WTI = West Texas Intermediate, QE = luzowanie ilościowe.

KRAJE ROZWIŃIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Średnie roczne (%)	Dane z dnia 2022-04-27					
	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Świat	6,1	3,1	3,4	3,8	7,0	4,0
Kraje rozwinięte	5,1	2,8	1,7	3,1	6,0	2,6
USA	5,8	3,1	1,7	4,7	7,3	3,3
Japonia	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Wlk. Brytania	7,4	3,8	1,3	2,6	7,1	3,3
Strefa euro	5,3	2,3	1,8	2,6	7,0	2,7
Niemcy	2,9	1,7	1,9	3,2	7,4	3,0
Francja	7,0	3,0	1,6	2,1	5,3	3,3
Włochy	6,6	2,6	1,5	1,9	6,9	2,3
Hiszpania	5,1	4,0	2,1	3,1	8,8	2,5

Źródło: Instytut Amundi

- Stany Zjednoczone:** wzrost inflacji do poziomu niespotykanego od kilkudziesięciu lat ogranicza dochody realne i zgodnie z przewidywaniami niektórych badań może mieć negatywny wpływ na zaufanie konsumentów oraz ich wydatki i zachowania oszczędnościowe. Jednocześnie zamiary firm dotyczące nakładów inwestycyjnych pozostają ambitne, co sugeruje, że pomimo tego iż choć konsumpcja w Stanach Zjednoczonych może zwalniać, nakłady inwestycyjne powinny pozostać odporne przynajmniej w pierwszym półroczu. Oczekujemy, że do końca roku PKB będzie zbliżać się do poziomu potencjalnego, podczas gdy inflacja zasadnicza osiąga obecnie szczyt i powinna zacząć spadać, pozostając jednak znacznie powyżej celu wyznaczonego przez Fed na cały rok.
- Strefa euro:** rosnące ceny energii i surowców nadal ciężą gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom, a przedłużająca się wojna na Ukrainie opóźnia ożywienie popytu krajowego i zwiększa ryzyko wystąpienia technicznej recesji w niektórych krajach. Jednocześnie powracają zakłócenia w łańcuchu dostaw, a ryzyko racjonowania dostaw gazu i energii zwiększa obawy producentów. Inflacja podaży i energii będzie rosła jeszcze przez kilka miesięcy, po czym zacznie stopniowo zwalniać, przy założeniu, że w drugim półroczu ceny energii i surowców spadną.
- Wielka Brytania:** wysokie ceny energii, spadek zaufania i przedłużająca się wojna skłoniły nas do ponownego podniesienia prognozy inflacji i obniżenia prognozy wzrostu gospodarczego. Ponieważ inflacja zmniejsza siłę nabywczą i marże przedsiębiorstw, oczekuje się, że wzrost gospodarczy pozostanie dość słaby przez co najmniej dwa kwartały. Biorąc pod uwagę słabsze perspektywy wzrostu gospodarczego, obawy o zaostrzenie się sytuacji na rynku pracy mogą się zmniejszyć, choć podaż pracy może być ze względów strukturalnych niższa niż wcześniej. Oczekuje się, że inflacja osiągnie najwyższy poziom w kwietniu, a następnie zacznie zwalniać, choć w ujęciu historycznym powinna pozostać wysoka.
- Japonia:** Japonia pozostaje wyjątkiem — w kontekście rosnących światowych cen żywności i energii jako jedyna nadal odnotowuje łagodną inflację konsumpcyjną. Brak wysokiej inflacji można tłumaczyć zarówno przejściowymi czynnikami technicznymi, jak i niezbyt wysokim popytem. Czynniki techniczne — obniżki opłat za telefony komórkowe w kwietniu 2020 r. i zmiana bazy w sierpniu — zaczęły zanikać i dodadzą około 1 punktu procentowego do wskaźnika CPI. W międzyczasie gospodarka z trudem otrząsnęła się z podwójnego ciosu, jakim była podwyżka podatku od konsumpcji (pod koniec 2019 r.), a następnie Covid. PKB nie powrócił jeszcze do poziomu sprzed kryzysu, a przesłanki do silnego ożywienia gospodarczego są nadal słabe.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	3.05.2021	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,33	2/2,25	2,59	3/3,25	3,33
Strefa euro	-0,5	-0,25	0,13	0,25	1,03
Japonia	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,05
Wlk. Brytania	0,75	1,25	2,10	1,50	2,63

Źródło: Instytut Amundi

- Fed:** Marcowy protokół z posiedzenia FOMC ujawnił niektóre z kluczowych parametrów procesu redukcji sumy bilansowej: 1) miesięczny limit zostanie prawdopodobnie ustalony na poziomie 95 mld USD (60 mld USD w przypadku obligacji skarbowych i -35 mld USD w przypadku obligacji zabezpieczonych hipoteką), a ponadto 2) limity będą wprowadzane stopniowo przez okres około trzech miesięcy. W protokole wskazano również na wysokie poparcie dla dalszych podwyżek stóp procentowych o 50 p.b. na kolejnych posiedzeniach, jeśli presja inflacyjna pozostanie wysoka. Wspiera to nasz pogląd, że FOMC podniesie stopy o 50 p.b. w maju i czerwcu. Istnieje również duże prawdopodobieństwo, że FOMC będzie nadal podnosił stopę procentową o 50 p.b. na kolejnych posiedzeniach, aż do osiągnięcia poziomu 2,5%, który uważany jest za neutralny. Następnie Fed powinien przyjąć postawę restrykcyjną, osiągając ostateczną stopę procentową na poziomie 3-3,25%.
- EBC:** W kwietniu EBC nie zdecydował się na kontynuację serii i nie wydał żadnych nowych, nieoczekiwanych komunikatów dotyczących zacieśnienia polityki pieniężnej. Potwierdzono zakończenie programu luzowania ilościowego w III kwartale, a także wskazówki EBC dotyczące stóp procentowych oraz sekwencję działań pomiędzy zakończeniem luzowania ilościowego a normalizacją stóp. EBC jest zdeterminowany, by realizować swój mandat w zakresie stabilności cen, ale przyznał, że poziom niepewności jest wysoki, a ścieżka polityki monetarnej będzie jeszcze bardziej uzależniona od danych. Nasz scenariusz bazowy przewiduje prawdopodobne zakończenie luzowania ilościowego w lipcu, a następnie dwie podwyżki stóp procentowych przed końcem roku i trzecią w I kwartale.
- Bank Japonii:** W przeciwieństwie do swoich zagranicznych odpowiedników Bank Japonii utrzymuje zdecydowanie dostosowawcze stanowisko i ignoruje silne ruchy jena. Przed kwietniowym posiedzeniem pojawiały się spekulacje, że japoński bank centralny może zacząć dostosowywać swoje komunikaty w drodze korekty zapowiedzi przyszłych działań. Zamiast tego utrzymał swoje prognozy i rozpoczął codzienny skup instrumentów stałodochodowych, aby bronić swojej polityki kontroli krzywej dochodowości (YCC). Wprowadzenie nowej prognozy dla inflacji bazowej w raporcie dotyczącym prognoz sugeruje, że Bank Japonii spodziewa się, iż w latach 2022-2023 inflacja bazowa pozostanie na niskim poziomie, a ponadto nie spieszy się ze zmianą celu polityki, jakim jest kontrola krzywej dochodowości.
- Bank Anglii:** Zdecydowaną większością głosów (8 do 1) Bank Anglii podwyższył w marcu stopę procentową o 25 p.b., do 0,75%, co stanowiło trzecią z kolei podwyżkę na posiedzeniu poświęconym polityce monetarnej i skutkowało przywróceniem głównej stopy procentowej do poziomu sprzed pandemii. Oczekujemy, że na następnym posiedzeniu Bank Anglii podniesie stopy do 1,0%, aby rozpocząć aktywne zacieśnianie ilościowe. Jednocześnie ostatni bardziej gołębi ton sugeruje, że Komitet Polityki Pieniężnej spodziewa się bardziej delikatnego balansowania pomiędzy wysoką inflacją a zagrożeniami dla wzrostu gospodarczego. Następnie po kolejnej podwyżce może nastąpić przerwa.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
Rezerwa Federalna (FOMC)	4 maja
EBC (Rada Prezesów)	9 czerwca
Bank Anglii (MPC)	16 czerwca
Bank Japonii (MPM)	17 czerwca

Źródło: Instytut Amundi

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-04-27						
Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Świat	6,1	3,1	3,4	3,8	7,0	4,0
Kraje wschodzące	6,8	3,3	4,5	4,4	7,7	5,0
Chiny	8,1	3,5	5,4	0,9	2,0	2,0
Brazylia	4,6	0,6	1,4	8,3	10,1	5,2
Meksyk	4,8	1,8	1,8	5,7	7,3	5,1
Rosja	4,7	-10,0	2,5	6,7	16,9	7,5
Indie	9,2	7,3	6,6	5,1	6,6	5,9
Indonezja	3,7	5,4	4,9	1,6	3,6	3,9
RPA	5,5	1,5	1,8	4,6	5,7	4,4
Turcja	11,4	3,3	3,2	19,4	60,1	19,8

Źródło: Instytut Amundi

- Chiny:** Wzrost gospodarczy okazał się wyższy niż oczekiwano i wyniósł 4,8% r/r w I kwartale, pomimo silnego negatywnego efektu bazy. Oczekuje się jednak, że powszechne spowolnienie działalności gospodarczej od marca, przedłużający się lockdown Szanghaju i rozszerzenie restrykcji na inne regiony spowodują, że w II kwartale Chiny wejdą w przejściową recesję. Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB poniżej konsensusu na poziomie 3,5% na rok 2022, a w roku 2023 spodziewamy się odbicia do 5,4%. Oczekuje się, że inflacja CPI utrzyma się na poziomie poniżej 3% ze względu na presję wywieraną przez restrykcyjne zasady związane z Covid-19 na rynek pracy i popyt konsumpcyjny.
- Meksyk:** Choć aktywność gospodarcza nadal znajduje się poniżej poziomu sprzed pandemii, nieco przyspieszyła w I kwartale dzięki silniejszemu popytowi zewnętrznemu oraz konsumpcji krajowej. W międzyczasie presja inflacyjna nie słabnie, a szybsze działania Fedu zmuszają Banxico do bardziej zdecydowanych reakcji — oczekujemy, że pomimo mniejszej ekspozycji zewnętrznej i finansowej będzie on naśladował Fed. Na froncie politycznym (anty)reforma AMLO związana z energią elektryczną nie została uchwalona, a Sąd Najwyższy zagłósował przeciwko ustawie o energii elektrycznej (choć nie uznał jej za niekonstytucyjną), co sugeruje, że system kontroli i równowagi w mniejszym lub większym stopniu działa.
- Indonezja:** Pod koniec kwietnia prezydent Jokowi wprowadził zakaz eksportu oleju palmowego w celu zaspokojenia popytu krajowego (w kontekście gwałtownie rosnących cen oleju spożywczego), w przeciwieństwie do oczekiwań eksporterów. Zakaz powinien obowiązywać do czasu, gdy cena nieopakowanego oleju spożywczego osiągnie poziom 14 000 IDR za litr, co zmniejszyłoby presję inflacyjną. Poza skutkami krajowymi wzrost popytu na produkty zastępcze (olej sojowy) może przyczynić się do wzrostu inflacji na całym świecie. Poza niewielkim pozytywnym wpływem na inflację przyspieszenie negatywnego trendu salda rachunku obrotów bieżących (ze względu na znaczenie oleju palmowego w eksporcie) będzie stanowić wyzwanie dla pro wzrostowego nastawienia banku centralnego, a być może także dla stabilności IDR.
- Brazylia:** Szok geopolityczny będzie prawdopodobnie miał mniej szkodliwy wpływ na Brazylię (i ogólnie na kraje Ameryki Łacińskiej) ze względu na odległość geograficzną, mniejszą wymianę handlową oraz mniejszą ekspozycję finansową na ten region, a także status producenta surowców netto. O ile jednak wzrost gospodarczy jest lepiej chroniony, o tyle inflacja wyrządziła poważne szkody pomimo wysiłków decydentów politycznych mających na celu złagodzenie szoku i jego wpływu na dochód rozporządzalny. BCB będzie z kolei pod presją, by jeszcze trochę wydłużyć cykl podwyżek stóp procentowych. Kryzys stwarza jednak długoterminowe szanse dla Brazylii i regionu, ponieważ bezpieczeństwo żywnościowe i energetyczne oraz przenoszenie działalności do nieodległych krajów nabierają strategicznego znaczenia.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	2.05.2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Indie	4,00	4,50	5,00	5,15	6,00
Brazylia	11,75	13,3	12,75	11,40	11,75
Rosja	14,00	12,00	13,85	11,00	10,70

Źródło: Instytut Amundi

- ChBL (Chiny):** W kwietniu bank centralny ponownie rozczarował, pozostawiając stopy procentowe na niezmiennym poziomie i obniżając stopy rezerw obowiązkowych w mniejszym stopniu niż oczekiwano. Warunki płynności na rynku międzybankowym uległy dalszemu rozluźnieniu, a stopy procentowe w transakcjach front-end spadły. Bank skoncentrował się na transmisji, mówiąc o wsparciu strukturalnym dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz stabilizacji wzrostu akcji kredytowej. W miarę narastania presji na wzrost PKB konieczne będą dalsze obniżki stóp procentowych i dlatego w najbliższych miesiącach spodziewamy się kolejnej obniżki o 10 p.b. Oczekujemy, że w kwietniu impuls kredytowy będzie pozytywny i ulegnie dalszej poprawie.
- RBI (Indie):** Po długim okresie wysoce dostosowawczej polityki pieniężnej na ostatnim posiedzeniu na początku kwietnia RBI przyjął de facto bardziej neutralne stanowisko, wprowadzając nowy instrument (SDF, Standing Deposit Facility) w celu ponownego zrównoważenia symetrycznego korytarza wokół stóp procentowych na poziomie 4,0%, ze stopą MSF na poziomie 4,25% i stopą SDF na poziomie 3,75%. Rośnie presja ze strony wyższej niż oczekiwano inflacji (w marcu 7% r/r, powyżej celu RBI). Potwierdzamy naszą prognozę pierwszej podwyżki stóp procentowych w czerwcu o 25 p.b. (50 p.b. jest również prawdopodobne) i bardziej znaczącego zacieśnienia w perspektywie roku (150–200 p.b.).
- BCB (Brazylia):** Obecnie zależy od danych w sposób „strukturalny”. COPOM zmniejszył tempo zacieśniania polityki pieniężnej i zgodnie z zapowiedzią w marcu podniósł stopę SELIC o 100 p.b. w marcu (do 11,75%). BCB przewiduje kolejną podwyżkę stóp procentowych o tej samej skali w maju, ale zasugerował również, że cykl podwyżek może zatrzymać się na tym poziomie (12,75%) ze względu na zaawansowany etap cyklu zacieśniania, o ile inflacja nie skłoni go do zmiany decyzji. Mimo że spowodowany wojną na Ukrainie szok podaży mocno uderza w dynamikę cen, gubernator Campos chce jednak ocenić szkody z punktu widzenia strukturalnego i głównie poprzez efekty drugiej rundy. Tak czy inaczej, stopę końcową poznamy już wkrótce.
- CBR (Rosja):** 29 kwietnia Centralny Bank Rosji ponownie obniżył główną stopę procentową z 17% do 14%, po zaskakującej obniżce o 3% z 8 kwietnia. Obniżki te nastąpiły po niespodziewanej podwyżce stóp procentowych 28 lutego, kiedy to główna stopa procentowa została podniesiona z 9,5% do 20%. Ostatnie obniżki stóp wynikały ze spowolnienia gospodarczego i aprecjacji rubla, w połączeniu z wysoką inflacją, która jednak ma się zmniejszyć. CBR pozostawił otwartą furtkę dla dalszych obniżek. W marcu inflacja wzrosła tymczasem do 16,7% r/r w stosunku do 9,2% w lutym. Oczekuje się, że presja inflacyjna zmniejszy się pod koniec roku, jednak inflacja pozostanie powyżej docelowego poziomu równego 4%. Mniejsza dynamika inflacji może pozwolić CBR na dalsze obniżki stóp procentowych w nadchodzących miesiącach.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
BCB, Brazylia	4 maja
ChBL	20 maja
BRI	8 czerwca
CBR	10 czerwca

Źródło: Instytut Amundi

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE
Prognozy makroekonomiczne

(27 kwietnia 2022)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
USA	5,8	3,1	1,7	4,7	7,3	3,3
Japonia	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Strefa euro	5,3	2,3	1,8	2,6	7,0	2,7
Niemcy	2,9	1,7	1,9	3,2	7,4	3,0
Francja	7,0	3,0	1,6	2,1	5,3	3,3
Włochy	6,6	2,6	1,5	1,9	6,9	2,3
Hiszpania	5,1	4,0	2,1	3,1	8,8	2,5
Wlk. Brytania	7,4	3,8	1,3	2,6	7,1	3,3
Chiny	8,1	3,5	5,4	0,9	2,0	2,0
Brazylia	4,6	0,6	1,4	8,3	10,1	5,2
Meksyk	4,8	1,8	1,8	5,7	7,3	5,1
Rosja	4,7	-10,0	2,5	6,7	16,9	7,5
Indie	9,2	7,3	6,6	5,1	6,6	5,9
Indonezja	3,7	5,4	4,9	1,6	3,6	3,9
RPA	5,5	1,5	1,8	4,6	5,7	4,4
Turcja	11,4	3,3	3,2	19,4	60,1	19,8
Kraje rozwinięte	5,1	2,8	1,7	3,1	6,0	2,6
Kraje wschodzące	6,8	3,3	4,5	4,4	7,7	5,0
Świat	6,1	3,1	3,4	3,8	7,0	4,0

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	3 maja 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,33	2/2,25	2,59	3/3,25	3,33
Strefa euro	-0,5	-0,25	0,13	0,25	1,03
Japonia	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,05
Wlk. Brytania	0,75	1,25	2,10	1,50	2,63

Kraje wschodzące

	2 maja 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Indie	4,00	4,50	5,00	5,15	6,00
Brazylia	11,75	13,3	12,75	11,40	11,75
Rosja	14,00	12,00	13,85	11,00	10,70

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich

	3 maja 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	2,75	2,9/3,1	3,28	3,1/3,3	3,41
Niemcy	0,28	0,3/0,5	0,68	0,5/0,7	0,87
Japonia	-0,05	-0,10/0	-0,03	-0,10/0	-0,02
Wlk. Brytania	1,66	1,5/1,6	1,77	1,5/1,6	1,78

Rentowność obl. 10-letnich

	3 maja 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	2,98	2,9/3,1	3,13	2,9/3,1	3,17
Niemcy	0,98	0,8/1,0	1,10	0,8/1,0	1,17
Japonia	0,23	0,1/0,3	0,30	0,1/0,3	0,35
Wlk. Brytania	2,00	1,7/1,9	2,08	1,7/1,9	2,13

Prognoza dla walut

	29 kwietnia 2022	Amundi III kw. 2022	Konsensus III kw. 2022	Amundi I kw. 2023	Konsensus I kw. 2023
EUR/USD	1,05	1,02	1,11	1,11	1,13
USD/JPY	130	131	123	124	121
EUR/GBP	0,84	0,84	0,84	0,83	0,85
EUR/CHF	1,03	1,00	1,04	1,07	1,06
EUR/NOK	9,89	9,94	9,64	9,64	9,51
EUR/SEK	10,36	10,32	10,30	10,13	10,20
USD/CAD	1,28	1,31	1,25	1,23	1,24
AUD/USD	0,71	0,69	0,76	0,75	0,76
NZD/USD	0,65	0,63	0,70	0,67	0,71
USD/CNY	6,61	6,65	6,45	6,50	6,51

Źródło: Instytut Amundi

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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

INVESTMENT OUTLOOK



Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Research team

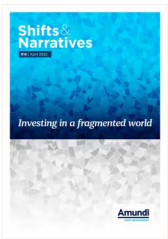
ASSET CLASS VIEWS



Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #16 - Investing in a fragmented world (06-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #15 - The Green risk premium and the performance(s) of ESG investing

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - LAUGEL Elodie, Global Head of Institutional Marketing, Chief Responsible Investment Officer



Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s

(02-03-2022) BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



When artificial intelligence meets economy: an analysis of the Ukraine war (2022-04-01)

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - Pierre HAREN, CEO and co-founder, Causality Link - Matthieu KEIP, Innovation Lead, Amundi Technology

Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (17-02-2022)

MORTIER Vincent, Chief Investment Officer, BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Global Research - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

WORKING PAPERS



Monitoring Narratives: an Application to the Equity Market (07-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Mohamed BEN SLIMANE, Amina CHERIEF, Théo LE GUENEDAL, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Research, Amundi Institute

Multi-Period Portfolio Optimization and Application to Portfolio Decarbonization (06-04-2022)

Edmond LEZMI - Thierry RONCALLI - Jiali XU, Quantitative Research, Amundi Institute

The shift from Carbon Emissions to Net Zero Carbon metrics on Portfolio Construction - Key Findings (17-03-2022)

Cascading Effects of Carbon Price through the Value Chain: Impact on Firm's Valuation (25-02-2022)

ADENOT Théophile, Amundi Technology's Innovation Lab - BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - COUNATHE Pierre, Amundi Technology's Innovation Lab - JOUANNEAU Mathieu, ESG Solutions and Data Specialist - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

Le GUENEDAL Theo, RONCALLI Thierry, LOMBARD François, SEKINE Takaya - Quantitative Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Adding to the debate: “Is the Fed behind the curve?” (22-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute



War and Net Zero offer opportunities across the commodity universe (26-04-2022)

Lorenzo Portelli, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - Francesco SANDRINI, Head of Multi-Asset Strategies

The inflation psychology is kicking in (20-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

ECB strikes a somewhat dovish tone, despite inflation remaining top priority (15-04-2022)

Gilles DAUPHINÉ, Deputy Head of Fixed Income - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute

French election: markets complacent for Macron victory, but game is not yet won (12-04-2022)

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



US economy and markets look resilient regarding the Russia-Ukraine crisis (05-04-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - BERTINO Claudia, Head of Investment Insights, Amundi Institute - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute



A more fragmented Emerging Markets world amid the Russia-Ukraine crisis (25-03-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

15-16 March FOMC review: we have full throttle lift off (17-03-2022)

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

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #9 - Engaging on Human rights: Identifying risks and promoting best practices (26-04-2022)

Maury Chloé, ESG Analyst

ESG Thema #8 - Financing the energy transition in Asia (23-02-2022)

CHEN Sylvia, ESG analyst

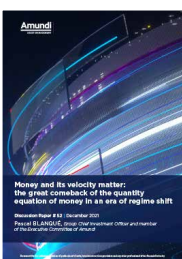
INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



The energy crisis heightens inflation fears - Strategies to protect portfolios from inflation risk (21-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute - Claudia BERTINO, Head of Investment Insights, Amundi Institute - Ujjwal DHINGRA, Amundi Investment Insights Unit - Laura FIOROT, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

**Dowiedz się więcej
o publikacjach Amundi**

research-center.amundi.com



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

WAŻNE INFORMACJE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

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

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

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

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 3 maja 2022 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 3 maja 2022

Dokument wydany przez Amundi Asset Management, spółkę typu société par actions simplifiée — SAS — o kapitale zakładowym 1 143 615 555 EUR - Menedżera portfela regulowanego przez AMF i posiadającego numer GPO4000036 - Siedziba: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus-AndreyPopov

Redaktor naczelny

BLANQUÉ Pascal, Przewodniczący Instytutu Amundi

Redaktor

DEFEND Monica, Szef Instytutu Amundi

Autorzy z Instytutu Amundi

- AINOUZ Valentine**, Zastępca szefa Działu Badań nad Strategią Rynków Rozwiniętych, CFA
- 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**, Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. analiz strategii wieloaktywowych
- DI SILVIO Silvia**, specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

Zastępcy redaktora

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

- DROZDIK Patryk**, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
- GEORGES Delphine**, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałochodowych
- HUANG Claire**, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
- PORTELLI Lorenzo**, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych
- USARDI Annalisa**, starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych
- VARTANESYAN Sosi**, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

Z udziałem Amundi Investment Insights

- BERTINO Claudia**, Szef jednostki Amundi Investment Insights
- CARULLA Pol**, Amundi Investment Insights
- FIOROT Laura**, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights

- DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights
- PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights

Koncepcja i produkcja

- BERGER Pia**
- PONCET Benoit**

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