

Maj  
2023

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

### TEMAT MIESIĄCA

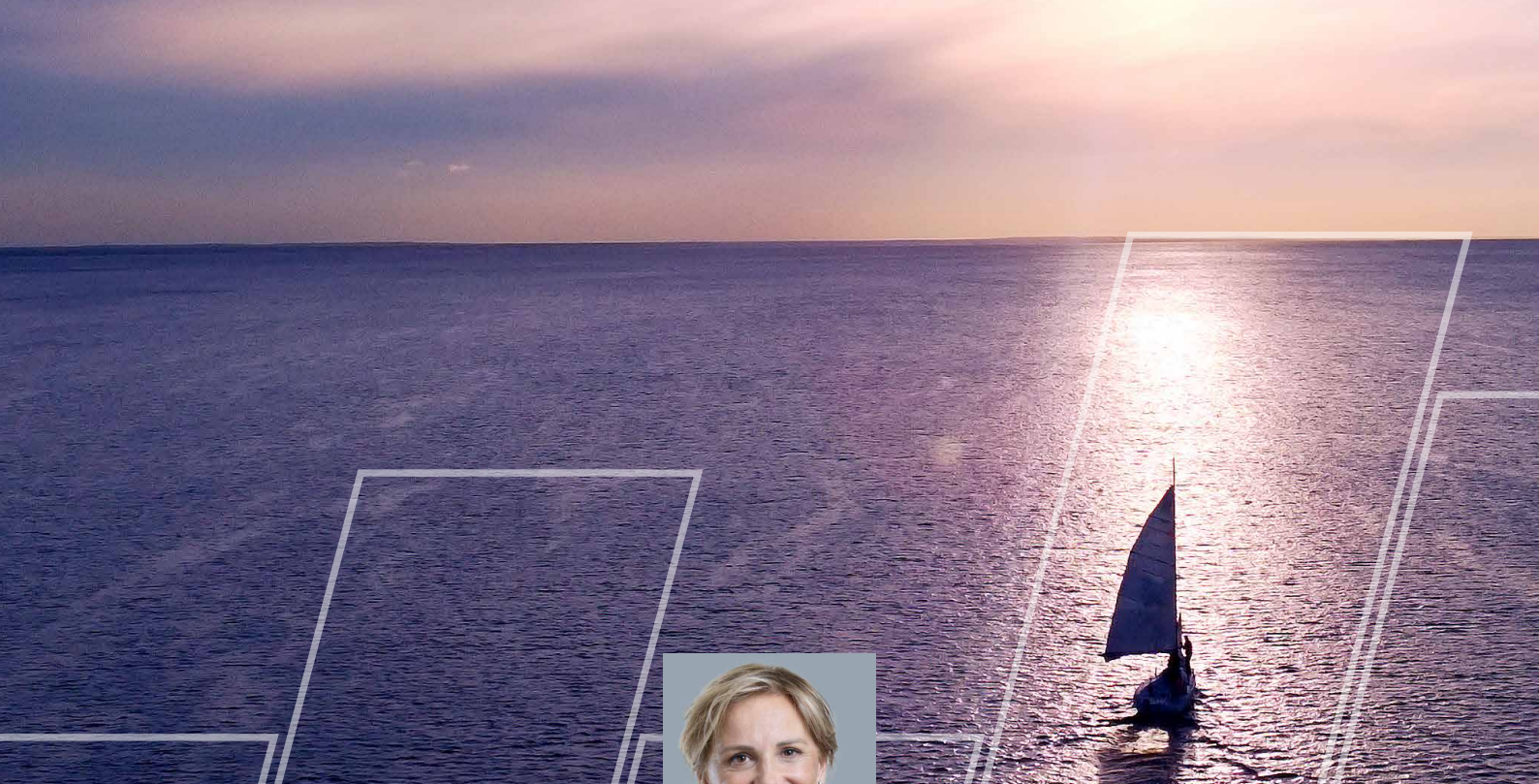
Nasze najważniejsze wnioski  
z wiosennych spotkań MFW

### GLOBALNE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

Nie czas na zmianę kursu

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**Monica DEFEND**  
Szef Instytutu Amundi

*„ Czynniki ryzyka o charakterze cyklicznym utrzymują się, ponieważ prawdopodobieństwo recesji w Stanach Zjednoczonych rośnie, ale nie są one całkowicie dyskontowane przez rynki.”*



**Vincent MORTIER**  
Szef grupy ds. inwestycji

*„W kontekście inflacji powyżej celów i nadmiernego optymizmu dyskontowanego przez aktywa ryzykowne inwestorzy powinni dostosować swoje stanowisko i trzymać się z dala od drogich segmentów rynków akcji i obligacji korporacyjnych.”*



**Matteo GERMANO**  
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

*„Uważamy, że obecnej hossie brakuje dynamiki, ponieważ występują zagrożenia dla zysków i marż, które podkreślają potrzebę skupienia się na aktywach wysokiej jakości oraz utrzymania ochrony portfela.”*



Maj 2023

## Spis treści



### TEMAT MIESIĄCA

4

Nasze najważniejsze wnioski z wiosennych spotkań MFW

### GLOBALNE POGLĄDY INWESTYCYJNE

7

#### Poglądy CIO

7

Nie czas na zmianę kursu

#### Trzy „gorące” pytania

9

#### Klasy aktywów - poglądy

10

### MAKROEKONOMICZNE I FINANSOWE PROGNOZY RYNKOWE

14



## Nasze najważniejsze wnioski z wiosennych spotkań MFW

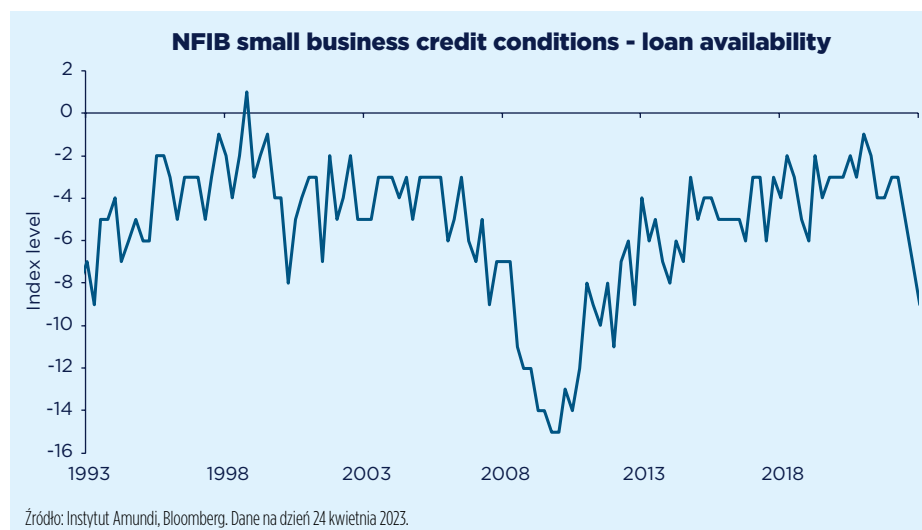
**NAJWAŻNIEJSZE KONKLUZJE:** Nastroje inwestorów są kiepskie, ale nie przesadnie. W związku z zaostrzeniem warunków kredytowych nasza prognoza wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych jest niższa w porównaniu z prognozą MFW, natomiast w przypadku Chin jesteśmy bardziej optymistyczni. Przemawia to za ostrożną postawą i poszukiwaniem okazji inwestycyjnych na rynkach wschodzących, począwszy od Chin. W Europie pojawiły się pewne oznaki samozadowolenia inwestorów, natomiast debaty koncentrowały się głównie na fragmentacji geoeconomicznej i pilnej potrzebie działań politycznych w zakresie zarządzania kryzysowego oraz zabezpieczenia rozwoju sztucznej inteligencji.



**Monica DEFEND**  
Szef Instytutu Amundi

Gospodarka światowa okazała się odporna i pozostaje na dobrej drodze pomimo niefortunnej sekwencji kryzysów, które miały miejsce w ciągu ostatnich czterech lat. **Spowolnienie powinno stopniowo przybierać na sile w tym i w przyszłym roku**, pomimo oczekiwanego w Chinach ożywienia po ponownym otwarciu gospodarki, które jak na razie nie przekłada się na poprawę kondycji ich partnerów handlowych. **Inflacja powinna okazać się sztywniejsza i dłużej utrzymać się powyżej celów banków centralnych.** Nasz scenariusz bazowy jest w dużej mierze zgodny ze scenariuszem „prawdopodobnym” przedstawionym przez MFW. Kluczową różnicą jest to, że około połowa oczekiwanego w 2024 roku globalnego wzrostu gospodarczego według MFW powinna pochodzić z Chin i Indii łącznie, podczas gdy około 90% gospodarek rozwiniętych ma spowolnić. **Przewidujemy pogłębienie się rozbieżności między gospodarkami rozwiniętymi i wschodzącymi**, ponieważ spodziewamy się recesji w Stanach Zjednoczonych i przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Chinach. Ponadto nie oczekujemy wystąpienia spirali płacowej. W związku z tym światowe banki centralne będą musiały utrzymać kurs i podwyższać stopy procentowe w celu zwalczania inflacji i utrzymania oczekiwań inflacyjnych na stałym poziomie, podczas gdy ryzyko związane ze stabilnością finansową powinno być eliminowane przy użyciu narzędzi makroostrożnościowych. **Jedynie ryzyko systemowe wymagałoby od nich rozpoczęcia cięcia stóp:** to zdecydowane postawienie sprawy, ale niewystarczające, by rynek zmienił zdanie.

**Taka perspektywa powinna zaszkodzić rynkom obligacji korporacyjnych**, zwłaszcza w drugim półroczu. Już teraz widzimy oznaki pogarszających się warunków kredytowych w Stanach Zjednoczonych, przy czym warunki udzielania kredytów dla małych przedsiębiorstw szybko zmierzają do najgorszego poziomu od dekady. Jak dotąd słaba aktywność na rynku pierwotnym maskowała to trudne otoczenie, ale sytuacja może się zmienić w drugim półroczu, kiedy coraz większa liczba przedsiębiorstw o niskim ratingu będzie testować rynek w celu refinansowania papierów zapadających w latach 2024–25. Polityka fiskalna i monetarna powinny iść w parze, przy czym ta pierwsza będzie musiała zapewnić wsparcie socjalne, aby chronić najsłabszych przed skutkami podwyżek stóp. W rezultacie **stabilność zadłużenia może być zagrożona** z powodu wysokiego poziomu





„Trojakiemu rodzajowi cel wygląda na niemożliwy do osiągnięcia – nie można mieć jednocześnie zdrowego wzrostu PKB, inflacji na poziomie celów banku centralnego oraz stabilności finansowej.”

dźwigni finansowej, rosnących stóp procentowych i wolniejszego wzrostu PKB. Będzie to miało kluczowe znaczenie, zwłaszcza dla gospodarek o niskim i średnim dochodzie, z których około 15% sklasyfikowano jako zagrożone zadłużeniem, podczas gdy kolejne 45% to gospodarki wysokiego ryzyka – niektóre z nich nie kwalifikują się zaś nawet do wspólnych ram, jak w przypadku Sri Lanki. Co więcej, **Chiny mają ambicje bycia globalnym wierzycielem**, gdyż coraz bardziej angażują się w dwustronne umowy o udzielaniu kredytów wielu spośród tych krajów. W rzeczywistości tego rodzaju porozumienia zawierane są bardzo szybko oraz, jak się wydaje, bez żadnych dodatkowych warunków. W rezultacie **sytuacja na rynkach wschodzących będzie analizowana coraz uważniej. Podsumowując, trojakiemu rodzajowi cel wygląda na niemożliwy do osiągnięcia – nie można mieć jednocześnie zdrowego wzrostu PKB, inflacji na poziomie celów banku centralnego oraz stabilności finansowej.**

Jeśli chodzi o **stosunki międzynarodowe**, wydaje się, że „dywidendę pokojową” mamy już za sobą, a globalizację zastępuje przenoszenie produkcji do położonych bliżej lub bardziej przyjaznych krajów (nearshoring i friendshoring), co stanowi prawdziwą szansę dla regionów takich jak Ameryka Łacińska. Nie wszystkie kraje robią jednak postępy w tym samym tempie, ponieważ dla niektórych większe znaczenie mają ich wewnętrzne problemy polityczne. Kluczowym elementem są również pogarszające się – choć wciąż ewoluujące – relacje Stany Zjednoczone-Chiny, przy czym Chiny są bardziej powściągliwe w relacjach handlowych z krajami znanymi jako przyjazne Stanom Zjednoczonym, a Stany Zjednoczone dążą do stopniowego osłabienia chińskiej gospodarki.

Wreszcie, **nowe technologie**, takie jak sztuczna inteligencja (AI), okażą się przełomem i określą, kto zostanie nową potęgą. Rządy będą musiały nadzorować i monitorować rozwój sytuacji, ponieważ jest on szybki i może nie być do końca jasny, jak pokazują niektóre aspekty wojny ukraińsko-rosyjskiej na froncie komunikacyjnym.

### Konsekwencje dla inwestycji

Ogólnie rzecz biorąc, **nastroje na rynkach nie były tak negatywne jak w październiku**, pomimo utrzymującej się wysokiej niepewności. Panował szeroki konsensus co do tego, że **rynk wyceniają obecnie zbyt wiele cięć stóp Fedu, co potwierdza nasze podejście do duracji w Stanach Zjednoczonych**. Tymczasem pogarszające się warunki kredytowania i wciąż zbyt optymistyczne podejście rynków do zysków wymagają przyjęcia **ostrożnego podejścia do aktywów ryzykownych**.

Jeśli chodzi o **surowce**, przewiduje się, że po cięciach wydobycia przez OPEC+ średnia cena ropy Brent wyniesie w tym roku 90 USD za baryłkę, ale później może wzrosnąć, ponieważ nie ma kompleksowego planu zastąpienia dostaw ropy i gazu w Europie, a transformacja energetyczna wymaga czasu. Rosja raczej nie wróci do poziomu wydobycia sprzed wojny. Ogólnie rzecz biorąc, ceny surowców powinny rosnąć w perspektywie średnioterminowej ze względu na znaczące niedo-inwestowanie w wielu gospodarkach.

### Instytut Amundi a MFW

- **Spodziewamy się niższego wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych** w kontekście sztywnej, wysokiej inflacji, która komplikuje zadanie Fedu i zwiększa niepewność na rynku.
- **Podchodzimy bardziej optymistycznie do Chin**, ale ze względu na wysoki poziom zapasów trzeba będzie trochę poczekać na pozytywny wpływ na innych eksporterów.
- W drugim półroczu spodziewamy się **pogorszenia warunków kredytowych**.

Źródło: Instytut Amundi, stan na 24 kwietnia 2023.

### Wnioski dla inwestorów

- Należy spodziewać się **wysokiej zmienności obligacji**, podczas gdy akcje wyglądają na przeszacowane w kontekście trwającej recesji zysków.
- Nadal podchodzimy pozytywnie do **akcji chińskich** – naszym zdaniem warto zacząć poszukiwać punktów wejścia w nastawionych na eksport krajach azjatyckich i gospodarkach wschodzących.
- Zalecamy **ostrożność w przypadku obligacji korporacyjnych oraz selektywne podejście do obligacji z rynków wschodzących**, ponieważ w drugim półroczu płynność na rynkach może zmaleć – warto odkrywać okazje do dywersyfikacji na rynku surowców.



# GLOBALNE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE



## Nie czas na zmianę kursu



**Vincent MORTIER**  
Szef grupy ds. inwestycji

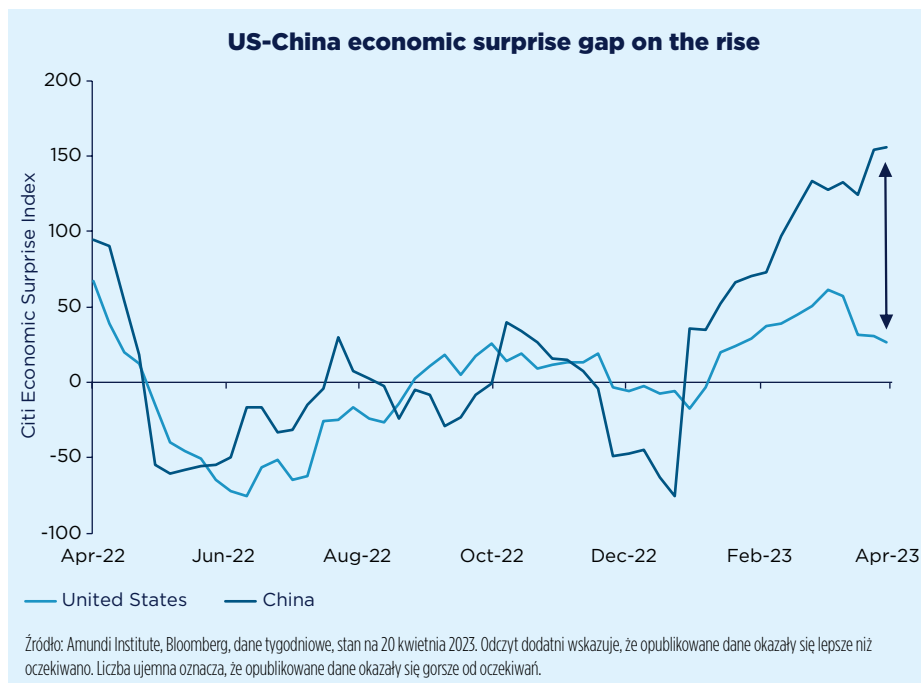


**Matteo GERMANO**  
Zastępca szefa  
grupy ds. inwestycji

Szersze rynki akcji przetrwały marcowe zamieszanie, ale zakłócenia są nadal widoczne w sektorze amerykańskich banków regionalnych, który nie wykazuje oznak ożywienia. Rynki obligacji zaczynają dyskontować większe prawdopodobieństwo recesji w Stanach Zjednoczonych oraz możliwość tego, że Fed zacznie ciąć stopy jeszcze w tym roku, ponieważ wygląda na to, że napięcia inflacyjne spadają. Jeśli chodzi o wyniki finansowe przedsiębiorstw, oczekiwania rynkowe pozostają natomiast zbyt optymistyczne, co oznacza rozdźwięk między obecnymi wycenami obligacji, dyskontującymi ryzyko recesji, a wycenami rynkowymi akcji.

**W kontekście tych sprzecznych sygnałów uważamy, że nie jest to czas na zmianę kursu: inwestorzy powinni zachować ostrożność.** Napięcia geopolityczne między Stanami Zjednoczonymi a Chinami, napięcia na rynkach finansowych oraz zaufanie to pozostałe kluczowe elementy, które należy obserwować. Chociaż nie widzimy obecnie problemów systemowych, zacieśnianie warunków finansowych zwiększa znaczenie czynników ryzyka, które nie są uwzględnione w wycenach aktywów ryzykownych.

**Spodziewamy się słabych perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego, z recesją w Stanach Zjednoczonych,** słabymi perspektywami w Europie oraz odbiciem w Azji dzięki ponownemu otwarciu gospodarki Chin, które jednak nie będzie w stanie zrównoważyć spowolnienia w Stanach. Wynika to z tego, że ożywienie gospodarcze w Chinach było dotychczas związane głównie z popytem wewnętrznym. Inflacja spowalnia, ale pozostaje sztywna, jeśli chodzi o niektóre komponenty usługowe inflacji bazowej. Mając to na uwadze, w maju oczekujemy dodatkowej podwyżki Fedu o 25 p.b., po której prawdopodobnie nastąpi pauza, ponieważ ostatnie zacieśnienie warunków finansowych powinno ograniczyć potrzebę dalszych działań. Jeśli chodzi o Europę, spodziewamy się, że EBC podniesie stopy, ponieważ inflacja nadal stanowi problem.





„ W kontekście inflacji utrzymującej się powyżej celów banków centralnych, nadmiernego optymizmu dyskontowanego przez aktywa ryzykowne i atrakcyjnych rentowności obligacji krótkoterminowych inwestorzy powinni dostroić swoje ostrożne nastawienie i preferować aktywa o wysokiej jakości. ”

Nie zmieniając swojego ostrożnego stanowiska, inwestorzy powinni rozważyć następujące podejście do budowy odpornych portfeli:

- **W przypadku portfeli wieloaktywowych** możliwość wystąpienia recesji zysków w Stanach Zjednoczonych podkreśla potrzebę utrzymania pozytywnego nastawienia do obligacji skarbowych tego kraju. Biorąc jednak pod uwagę kontekst, inwestorzy powinni rozważyć częściowe przesunięcie pozycjonowania w kierunku krótszych terminów zapadalności, które mogłyby skorzystać na zmianie polityki Fedu. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, pozostajemy ostrożni wobec instrumentów wysokodochodowych — obecnie bardziej w Stanach Zjednoczonych, ze względu na wysokie wyceny. Nawet w przypadku akcji istnieje jednak możliwość przyjęcia bardziej defensywnego stanowiska w Europie poprzez dostosowanie instrumentów pochodnych, choć dostrzegamy wartość w Chinach. Z drugiej strony, inwestorzy powinni wzmocnić zabezpieczenia i wziąć pod uwagę waluty uważane za „bezpieczne przystanie” (JPY). W przypadku surowców złoto stanowi interesującą propozycję, ale rozsądnie będzie zrealizować część zysków.
- **Zaostrzone warunki finansowe i pogarszająca się sytuacja gospodarcza wymagają przyjęcia pozytywnego, ale aktywnego podejścia** do duracji w Stanach Zjednoczonych. Poszukujemy okazji inwestycyjnych w różnych regionach. W związku z tym przyjmujemy podejście umiarkowanie defensywne do Wielkiej Brytanii i ostrożne do rdzenia strefy euro, choć w przyszłości możemy rozważyć przyjęcie neutralnego nastawienia do tego ostatniego. Jeśli chodzi o Japonię, przyjmujemy podejście defensywne, ale dostrzegamy możliwość wzrostu nachylenia krzywej w Kanadzie. Instrumenty wysokodochodowe ze Stanów Zjednoczonych i Unii Europejskiej to obszary, w przypadku których pozostajemy ostrożni. Ewentualne pogorszenie sytuacji gospodarczej mogłoby zaszkodzić przepływowi pieniężnym, co mogłoby skutkować pogorszeniem płynności emitentów instrumentów wysokodochodowych. Dostrzegamy również presję na nieruchomości komercyjne ze Stanów Zjednoczonych\* i preferujemy wielorodzinne nieruchomości mieszkalne w stosunku do biur. Jeśli chodzi o klasę inwestycyjną, przyjmujemy pozytywne podejście do stabilnych emitentów, którzy są w stanie znieść zmienność związaną ze stopami procentowymi i kondycją gospodarki, choć zachowujemy też selektywność.
- **Szanse na recesję w Stanach nie są w pełni dyskontowane przez wyceny akcji i dlatego utrzymujemy ostrożne stanowisko wobec Stanów Zjednoczonych i Europy.** Jesteśmy jednak pozytywnie nastawieni do Chin, w których wzrost gospodarczy przyspieszył. Japońskim akcjom może zaszkodzić umacniająca się jen. Jeśli chodzi o waluty, przyjmujemy obecnie podejście neutralne do negatywnego w stosunku do dolara amerykańskiego.
- **Podchodzimy pozytywnie do niektórych instrumentów dłużnych z rynków wschodzących denominowanych w walutach lokalnych** — możemy tu wymienić Meksyk, w przypadku którego można liczyć na atrakcyjne carry i stabilizację oczekiwań inflacyjnych, ale też np. Indonezję. Jeśli chodzi o instrumenty denominowane w twardej walucie, w kontekście wyższego potencjału odbicia skupiamy się na instrumentach wysokodochodowych. Dług korporacyjny z rynków wschodzących również prezentuje atrakcyjne wyceny w stosunku do obligacji korporacyjnych z Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych. W przypadku akcji przyjmujemy bardziej konstruktywne nastawienie do Brazylii ze względu na pragmatyczne podejście prezydenta Luli. Monitorujemy jednak czynniki ryzyka związane z reformami fiskalnymi.



### Ogólne nastawienie do ryzyka

Unikanie ryzyka

Akceptacja ryzyka



Dostrajając ostrożną alokację, uwzględniając warunki kredytowe w gospodarce realnej, marże zysku przedsiębiorstw i wzrost gospodarczy.

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

\*CRE = nieruchomości komercyjne.

### Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- Portfele wieloaktywowe: dostosowujemy pogląd na obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych bez zasadniczej zmiany stanowiska, wzmacniamy zabezpieczenia i przyjmujemy bardziej defensywne podejście do akcji, a także do amerykańskich instrumentów wysokodochodowych.
- Dług z rynków wschodzących: koncentracja na aspektach specyficznych dla poszczególnych krajów i sektorów.
- Waluty: bardziej ostrożne podejście do USD, pozytywne nastawienie do JPY.





## 1. Co Pani sądzi o możliwości wstrzymania cyklu podwyżek stóp procentowych przez Fed?

Od czasu implozji Silicon Valley Banku zdolność małych i regionalnych banków amerykańskich do udzielania kredytów uległa zmianie. Presja na zwiększenie rentowności zmusi je do zaostrzenia standardów kredytowania oraz pobierania większych opłat przy refinansowaniu udzielonych klientom kredytów. Jakakolwiek presja na płynność może wywołać kolejne upadłości i konieczność udzielania pomocy przez Fed, co zmusi bank centralny do cięcia stóp. Spodziewamy się, że końcowa stopa Fedu osiągnie poziom 5,25%, a w drugim półroczu bieżącego roku stopy zostaną utrzymane bez zmian. Pierwsze cięcie przewidujemy na I kwartał 2024 r.

### Konsekwencje dla inwestorów

- Neutralne nastawienie do duracji w Stanach Zjednoczonych; w krótkim terminie spodziewamy się głębszej inwersji krzywej, natomiast w średnim terminie oczekujemy wzrostu jej nachylenia.
- EUR/USD - cel: 1,15 w IV kw. 2023 r., 1,18 w I kw. 2024 r.

## 2. Jakie mogą być skutki cięcia wydobycia ropy przez OPEC+?

Cięcie wydobycia było niespodziewane, a jego prawdopodobną przyczyną były obawy o globalny popyt. Ponieważ ceny ropy są bardzo wrażliwe na pogorszenie warunków wzrostu gospodarczego i płynności, w przeszłości cięcia wydobycia wywołane spadkiem popytu okazywały się mniej skuteczne jako sposób na zwiększanie cen tego surowca. W najbliższym czasie spodziewamy się ograniczonego wzrostu cen, ale oczekujemy też wcześniejszego niż oczekiwano zacieśnienia na rynkach ropy. Nie przewidujemy trwałego przebiccia bariery 100 USD za baryłkę w przypadku ropy Brent.

### Konsekwencje dla inwestorów

- 12-miesięczna cena docelowa ropy Brent: 90–95 USD za baryłkę.

## 3. Dlaczego akcje okazały się odporne pomimo pogarszającej się sytuacji gospodarczej?

Pomimo ostatnich napięć w sektorze bankowym indeks MSCI ACWI (globalny indeks akcji) kontynuował trend wzrostowy dzięki szybkim interwencjom banków centralnych. Czynniki ryzyka o charakterze cyklicznym utrzymują się jednak, ponieważ prawdopodobieństwo recesji w Stanach Zjednoczonych rośnie, ale nie są one całkowicie dyskontowane przez rynki. W rezultacie uważamy, że kolejny krok może sprzyjać akcjom defensywnym.

### Konsekwencje dla inwestorów

- Potwierdzamy ostrożność w stosunku do Stanów Zjednoczonych.
- „Jakość” staje się fundamentem naszego stylu inwestycyjnego, podczas gdy „wartość” pozostaje strategią długoterminową.
- Chociaż zachowujemy konstruktywne nastawienie do akcji z segmentu „wartości” i spółek dywidendowych, inwestorzy powinni rozważyć realizację części zysków z tego typu walorów w Stanach Zjednoczonych i Europie, a także utrzymać pozytywne podejście do amerykańskich akcji o minimalnej zmienności.

**„Czynniki ryzyka o charakterze cyklicznym utrzymują się, ponieważ prawdopodobieństwo recesji w Stanach Zjednoczonych rośnie, ale nie są one całkowicie dyskontowane przez rynki.”**



**Monica DEFEND**  
Szef Instytutu Amundi

# Klasy aktywów – poglądy Amundi

	Klasa aktywów	Pogląd bieżący	Zmiana do m-1	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	-/=		Utrzymujemy ostrożne podejście do akcji, ponieważ wzrost gospodarczy pogarsza się, co może mieć wpływ na zyski przedsiębiorstw. Saga SVB może doprowadzić do zwiększenia regulacji banków regionalnych, ale większe banki krajowe i szerszy system finansowy wydają się odporne.
	Segment „wartości”, USA	+		Wieloletnie luzowanie ilościowe przełożyło się na rekordowo wysokie przeszacowanie segmentu „wzrostu” w stosunku do segmentu „wartości”, ale teraz normalizacja stóp procentowych będzie sprzyjać temu drugiemu, chociaż nie będzie to prosta, bezpośrednia zależność. Skupiamy się na wzroście zysków i uważamy, że inwestorzy powinni łączyć „wartość” z „jakością” w warunkach presji na wzrost gospodarczy.
	Segment „wzrostu”, USA	-		Unikamy spółek nierentownych i tych z nadmiernymi wycenami. Środowisko wyższych stóp procentowych może być niekorzystne dla akcji z segmentu „wzrostu”, które w większym stopniu opierają się na przyszłych przepływach pieniężnych.
	Europa	-/=		Mniej sprzyjające otoczenie zewnętrzne i słaba konsumpcja w połączeniu z wysoką inflacją bazową mogą mieć negatywny wpływ na zyski w Europie. Pozostajemy zasadniczo ostrożni i analizujemy obszary z atrakcyjnymi wycenami (takie jak banki detaliczne) oraz dobrą charakterystyką pod względem „wartości” i „jakości”.
	Japonia	-/=		Monitorujemy politykę monetarną, która może wpłynąć na jena, aby ocenić perspektywy zysków przedsiębiorstw. Słaby globalny wzrost gospodarczy również może zaważyć na kondycji krajowych rynków.
	Chiny	+		W miarę jak chiński wzrost gospodarczy przyspiesza, nadal gramy na wywołane ponownym otwarciem gospodarczym odbicie i łatwiejsze środowisko dla spółek e-commerce. Jednocześnie jesteśmy czujni, jeśli chodzi o napięcia geopolityczne.
	Rynki wschodzące bez Chin	=		Jeśli chodzi o rynki wschodzące, ważną rolę odgrywają czynniki specyficzne dla poszczególnych krajów. Jesteśmy pozytywnie nastawieni do Brazylii, ale obserwujemy podejście rządu do reform fiskalnych. W Malezji natomiast wyceny są wysokie. Ogólnie rzecz biorąc, ponowne otwarcie Chin powinno być pozytywne dla rynków wschodzących, które utrzymują z nimi intensywne relacje handlowe.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	=/+		Pogorszenie otoczenia makroekonomicznego skłania nas do utrzymania umiarkowanie pozytywnego nastawienia do duracji — nieznacznie obniżyliśmy też nasze szacunki dotyczące stóp końcowych Fedu. Utrzymujemy jednak aktywne podejście, ponieważ bank centralny próbuje równoważyć stabilność finansową i kontrolę inflacji.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+		Obserwujemy wysokie marże zysku i zdrowe bilanse emitentów klasy inwestycyjnej. Utrzymujemy jednak podejście selektywne w świetle potencjalnego wpływu spadku aktywności gospodarczej na przychody oraz negatywnego wpływu wyższych wynagrodzeń i kosztów finansowania na zyski w przyszłości.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	-		Wyceny instrumentów wysokodochodowych nie uwzględniają recesji, ale naszym zdaniem jest to wyraz przesadnego optymizmu. Jeśli płynność ulegnie pogorszeniu, a firmy będą miały trudności z dostępem do finansowania, zmienność spreadów wzrośnie — zwłaszcza w przypadku emitentów instrumentów wysokodochodowych o niskim ratingu (tj. CCC).
	Skarbowe Europa	-/=		W kontekście determinacji EBC w zakresie kontrolowania rosnących cen przyjmujemy umiarkowanie ostrożne podejście do duracji w rzedniu w strefy euro. Pozostajemy jednak aktywni i skłonni do przejścia do pozycjonowania neutralnego, jeśli wzrost gospodarczy spowolni poniżej oczekiwanego przez nas poziomu. Zależne od danych podejście EBC to kolejny powód, dla którego zachowujemy elastyczność.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=/+	▲	Monitorujemy wpływ zacieśniania polityki pieniężnej i warunków finansowania na spready instrumentów klasy inwestycyjnej. Dane fundamentalne przedsiębiorstw są dobre, ale zwracamy uwagę na płynność. Z perspektywy globalnej preferujemy instrumenty klasy inwestycyjnej denominowane w EUR i GBP w porównaniu z ich amerykańskimi odpowiednikami, a ponadto przyjmujemy bardzo selektywne podejście.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	-		Przyjmujemy ostrożne podejście ze względu na nasze obawy o to, że dane fundamentalne i sytuacja w zakresie odsetka niewypłacalności mogą się pogorszyć w okresie słabszych zysków i wyższych kosztów finansowania, zwłaszcza w przypadku wysoko lewarowanych segmentów rynku.
	Chińskie obligacje skarbowe	=		Utrzymujemy podejście zbliżone do neutralnego, ponieważ wzrost gospodarczy odradza się, a wsparcie ze strony rządu nadal jest ograniczone. Ciągłe twierdźmy jednak, że chińskie obligacje oferują globalnym inwestorom okazję do dywersyfikacji.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		W kontekście poprawiającej się premii za wzrost między rynkami wschodzącymi i rozwiniętymi koncentrujemy się w tej przestrzeni na wybranych emitentach instrumentów wysokodochodowych, w przypadku których dostrzegamy większy potencjał do odbicia. Szukamy atrakcyjnych okazji do carry trade, ale nadal uważnie obserwujemy czynniki ryzyka politycznego.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=/+		Słabnący USD wspiera dług z rynków wschodzących: analizujemy okazje inwestycyjne w Meksyku i Indonezji. Stabilizacja oczekiwań inflacyjnych sprzyja instrumentom dłużnym denominowanym w walutach lokalnych. Ze względu na ryzyko geopolityczne przyjmujemy jednak ostrożne podejście do Tajwanu.
INNE	Surowce			Ostatnie cięcia wydobycia ropy przez OPEC+ mogą nieco zaostrzyć sytuację na rynkach, ale obawy o spadający popyt mogą przeważać. Nasz 12-miesięczny cel dla ropy Brent to 90–95 USD za baryłkę. Jeśli chodzi o złoto, uważamy, że wyceny są wysokie, ale spowolnienie podwyżek stóp oraz utrzymujące się napięcia związane z płynnością mogą zapewnić ograniczone wsparcie. Utrzymujemy nasz 12-miesięczny cel na poziomie 2050 USD za uncję trojańską.
	Waluty			Potwierdzamy trend osłabienia USD w 2023 r. oraz cel na koniec roku dla EUR/USD na poziomie 1,15. Traktujemy jednak JPY i CHF jako tradycyjne bezpieczne przystanie w czasach recesji. Jeśli chodzi o waluty z rynków wschodzących, wydaje się, że dynamika poprawia się na korzyść Azji i Ameryki Łacińskiej.



Pogląd negatywny Pogląd neutralny Pogląd pozytywny

▼ Pogorszenie w stosunku do poprzedniego miesiąca

▲ Poprawa w stosunku do poprzedniego miesiąca

Źródło: Amundi, stan na kwiecień 2023 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

# Dostrajamy ostrożną alokację

W związku ze spowalniającym zacieśnianiem polityki pieniężnej przez Fed, rosnącymi kosztami kredytu dla gospodarki realnej oraz uporczywą inflacją bazową — zwłaszcza w Europie — spodziewamy się pogorszenia środowiska gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Słabość gospodarki Stanów Zjednoczonych raczej nie pozostanie bez wpływu na Europę. Sugerujemy utrzymanie ostrożnego nastawienia do aktywów ryzykownych, wzmacnianie zabezpieczeń i wykorzystywanie obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych jako bezpiecznej przystani. Jeśli chodzi o te ostatnie, **Fed jest bliski zakończenia cyklu zacieśniania, co może stworzyć okazje inwestycyjne w średnioterminowym zakresie krzywej dochodowości.** Inwestorzy powinni jednak utrzymać dywersyfikację i ze względu na tegoroczne wzrosty rozważyć częściową realizację zysków w obszarach takich jak złoto.

## Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Wysokie wyceny, spadające marże i spowalniający wzrost gospodarczy skłaniają nas do utrzymania ostrożnego podejścia do akcji, w przypadku których wzmocniliśmy to stanowisko, korygując nasze podejście do Europy. Jeśli chodzi o rynki wschodzące, jesteśmy pozytywnie nastawieni do Chin ze względu na poprawiający się wzrost gospodarczy i niższe wyceny względne. W tym przypadku nie możemy jednak liczyć na proste, liniowe zależności.

**W przypadku instrumentów stałodochodowych** obawy przed recesją mają większe znaczenie, ale spowolnienie inflacji i jej wpływ na podwyżki stóp procentowych wymagają precyzyjnego dostrojenia duracji w Stanach Zjednoczonych. Oczekujemy wzrostu nachylenia krzywej dochodowości, co skłania nas do częściowej zmiany pozytywnego podejścia do 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych na rzecz papierów 2- i 5-letnich. Wzrostu nachylenia krzywej spodziewamy się również w Kanadzie. W Europie szwedzki swap 10-letni powinien sobie dobrze radzić w świetle słabości szwedzkiej gospodarki.

Jeśli chodzi o dług z peryferii strefy euro, utrzymujemy umiar-

owanie konstruktywne spojrzenie na spready 10-letnich obligacji BTP-Bund ze względu na korzystną analizę techniczną oraz oczekiwania dotyczące wsparcia ze strony EBC. Podchodzimy jednak ostrożnie do japońskich obligacji skarbowych w związku z opiniami dotyczącymi tego, że Bank Japonii zrezygnuje z kontroli krzywej dochodowości.

**Pozostajemy ostrożni w kwestii obligacji korporacyjnych w ogóle, ale obecnie zachowujemy ostrożność przede wszystkim wobec instrumentów stałodochodowych ze Stanów Zjednoczonych, a nie ich odpowiedników z Unii Europejskiej.** Wynika to głównie z wysokich wycen oraz potencjalnego wpływu wyższych realnych stóp procentowych na koszty finansowania przedsiębiorstw. Ze względu na czynniki negatywnej presji na wzrost gospodarczy obawiamy się również wyższego odsetka niewypłacalności w Stanach Zjednoczonych.

**Na rynku walutowym** słabość dolara prawdopodobnie utrzyma się w kontekście spadku przewagi wyższych stóp w Stanach Zjednoczonych, co pozwala nam zachować pozytywne podejście do par EUR/USD oraz AUD/USD. Z drugiej strony, jesteśmy konstruktywnie nastawieni do pary JPY/CHF. Jen stanowi niedoceniane zabezpieczenie przed globalnym ryzykiem geopolitycznym. W przypadku rynków wschodzących podoba nam się para MEX/EUR ze względu na atrakcyjność peso oraz pozytywne perspektywy meksykańskiego bilansu płatniczego. Preferujemy również pary BRL/USD oraz ZAR/USD (ze względu na atrakcyjne wyceny).

## Czynniki ryzyka i hedging

Potencjalnie większa niż oczekiwana recesja w Stanach Zjednoczonych skłoniła nas do wzmocnienia zabezpieczeń na akcjach. Ponadto, choć nieznacznie obniżyliśmy ocenę złota, nadal twierdzimy, że bardzo dobrze sprawdza się ono jako sposób na dywersyfikację oraz ochronę przed spadkami w czasach napięć i kryzysu geopolitycznego. Wreszcie, monitorujemy ropę pod kątem ewentualnych wzrostów, ale na razie utrzymujemy podejście neutralne.



**Francesco SANDRINI**  
Szef ds. strategii portfeli zróżnicowanych

**“Obecny kontekst wymaga aktywnego podejścia do duracji w Stanach Zjednoczonych, w przypadku których nieznacznie zmieniliśmy nasze poglądy i przyjęliśmy podejście bardziej defensywne do akcji.”**

### Amundi Cross Asset – przekonania

■ Stanowisko bieżące ●→ Zmiana w stos. do poprz. miesiąca

	---	--	-	=	+	++	+++
Akcje			■ ←				
Obligacje korporacyjne i rynków wschodzących				■			
Duracja						■	
Ropa naftowa				■			
Złoto					■ ←		



**John O'TOOLE**  
Wieloaktywowe rozwiązania inwestycyjne

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 (+/++/+++). Ocena ta może ulec zmianie i uwzględni wpływ komponentów stanowiących zabezpieczenia. FX = rynek walutowy, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, CB = banki centralne, BTP = włoskie obligacje skarbowe

# Liczy się solidność zysków, a nie hossa



**Kasper ELMGREEN**  
Szef ds. akcji



**Yerlan SYZDYKOV**  
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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

„Uważamy, że obecnej hossie brakuje dynamiki, ponieważ występują znaczące czynniki ryzyka dla zysków i marż, które nie są jeszcze dyskutowane.”

## Ocena ogólna

Wydaje się, że akcje nie dyskontują całkowicie ryzyka związanego z wynikami finansowymi i recesją, a naszym zdaniem jest to pomyłka rynku. W niektórych przypadkach presja na obniżenie marż jest uwzględniona w cenie, co powoduje duże rozproszenie wycen i powstanie otoczenia sprzyjającego selekcji spółek. **Nasze założenia nadal przewidują ostrożność oraz orientację na jakość i wartość, a także poszukiwanie okazji inwestycyjnych na rynkach wschodzących, gdzie korelacja z rynkami rozwiniętymi jest niska.**

## Akcje europejskie

W bieżącym kwartale i w kolejnych będziemy prawdopodobnie obserwować pogorszenie wyników przedsiębiorstw, ponieważ firmy zmagają się z przeciwnościami o charakterze zarówno cyklicznym, jak i strukturalnym. **Trudności te mogą wyeliminować niektóre firmy, a naszym celem jest wykorzystanie takiej zmienności w celu identyfikacji spółek o silnych bilansach i zdolności do obrony zysków.** Ogólnie rzecz biorąc, utrzymujemy podejście dwutorowe, łącząc ekspozycję na wysokiej jakości akcje cykliczne z zaangażowaniem w akcje defensywne. Na poziomie sektorowym preferujemy konsumenckie dobra podstawowe i ochronę zdrowia (obecnie przynoszą dodatnie zwroty), ponieważ te defensywne akcje oferują zarówno perspektywę wzrostu kapitału, jak i zdrowe dywidendy. Jeśli jednak chodzi o spółki finansowe i przemysłowe, w odniesieniu do których pozostajemy konstruktywni, inwestorzy powinni rozważyć wykorzystanie zwwyżki do częściowej realizacji zysków. Tak czy inaczej, utrzymujemy preferencje dla banków detalicznych ze względu na pozytywne efekty wysokich stóp procentowych, a także monitorujemy sektor nieruchomości komercyjnych.

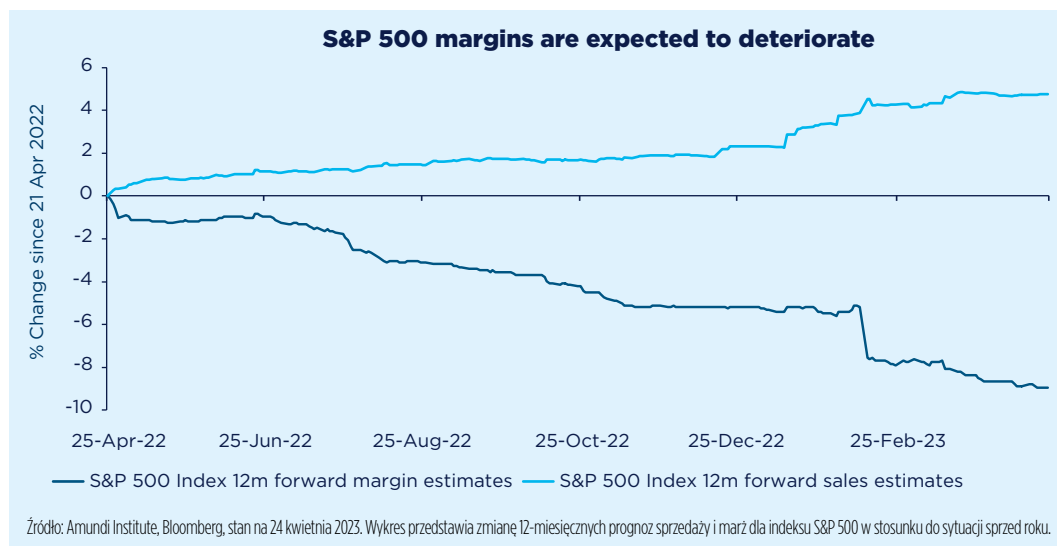
## Akcje ze Stanów Zjednoczonych

**Inwestorzy powinni rozważyć budowę portfeli, które w obecnych czasach są mniej wrażliwe na kondycję**

**gospodarki.** Na przykład w sektorze finansowym dostrzegamy wartość w bankach depozytowych i tych z bardzo ograniczoną ekspozycją na rynek kapitałowy – wymagane jest jednak przyjęcie podejścia selektywnego. Podobają nam się również „zwycięzcy” o dużej kapitalizacji, dysponujący stabilnymi bazami depozytów klientów. Po drugie, kondycja spółek z branży energetycznej będzie prawdopodobnie lepsza nawet w czasie recesji, ponieważ sektor ten spadki ma już za sobą. W odniesieniu do innych sektorów cyklicznych, takich jak przemysł i dobra luksusowe, zachowujemy jednak ostrożność. W sektorach defensywnych występują spółki, których wyceny są bardzo wysokie. Są też inne spółki defensywne, które są tańsze, ale mają słabsze modele biznesowe. W drodze analizy oddolnej staramy się identyfikować spółki, których wyceny są uzasadnione ich potencjałem osiągnięcia zysków, np. w sektorze sprzętu i usług dla opieki zdrowotnej. Wreszcie, przewaga segmentu „wartości” nad segmentem „wzrostu” powinna się utrzymać, ale w tym przypadku nie można liczyć na prostą, liniową zależność.

## Akcje z rynków wschodzących

Silne ożywienie w Chinach prawdopodobnie powiększy lukę we wzroście gospodarczym między rynkami wschodzącymi i krajami rozwiniętymi. W dłuższej perspektywie dywersyfikacja łańcuchów dostaw poza Chiny przyniosłaby korzyści innym państwom z bloku rynków wschodzących. Zdajemy sobie sprawę z występujących w nim napięć geopolitycznych i specyficznych, lokalnych czynników ryzyka, i dlatego polegamy na analizie oddolnej. Na przykład podoba nam się Meksyk i uważamy, że skutki wspieranego przez prezydenta Lulę brazylijskiego planu fiskalnego powinny okazać się pozytywne. Ze względu na wyceny podchodzimy jednak ostrożnie do Malezji. Na poziomie sektorowym preferujemy dobra luksusowe oraz nieruchomości.



# Równoważcie płynność, jakość oraz carry trade na rynkach wschodzących

## Ocena ogólna

Zmierzamy w kierunku trudnego kontekstu słabszego wzrostu gospodarczego, a banki centralne nadal koncentrują się na inflacji. **Inwestorzy powinni utrzymać nastawienie na jakość na rynku obligacji korporacyjnych i selektywnie wykorzystywać carry trade oparte na instrumentach dłużnych z rynków wschodzących do budowania odpornych portfeli.**

## Światowe i europejskie instrumenty stałodochoodowe

Spowalniający wzrost i zdecydowane stanowisko EBC wobec inflacji utrudniają wdrażanie strategii kierunkowych. **Przyjmujemy stanowisko defensywne w stosunku do Japonii i umiarkowanie ostrożne w stosunku do duracji w rdzeniu strefy euro, ale szacujemy też, kiedy warto powrócić do neutralności w przypadku tej ostatniej kwestii. Nawet w odniesieniu do Wielkiej Brytanii przyjmujemy nieco defensywne podejście.** Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, przyjmujemy podejście neutralne i dostrzegamy możliwości wzrostu nachylenia krzywej. Utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do inflacji w strefie euro. W przypadku obligacji korporacyjnych może dojść do wzrostu zmienności spreadów i niepewności przepływów pieniężnych. Mimo że utrzymujemy umiarkowanie konstruktywne nastawienie do obligacji przedsiębiorstw, oparte głównie na klasie inwestycyjnej z UE i Wielkiej Brytanii, zachowujemy selektywność. Podoba nam się podporządkowany dług sektora finansowego, który oferuje obecnie wyższe stopy zwrotu. Podchodzimy ostrożnie do instrumentów wysokodochoodowych i sądzimy, że inwestorzy powinni rozważyć utrzymanie zabezpieczeń swojej ekspozycji na tego rodzaju papiery.

## Instrumenty stałodochoodowe ze Stanów Zjednoczonych

W gospodarce realnej wiele banków zaostrza standardy kredytowe dla konsumentów i firm, co może mieć negatywne konsekwencje dla ogólnej konsumpcji. Fed ze swojej strony trzyma się komunikatu dotyczącego „stóp wyższych na dłużej”. Wszystko to powoduje znaczną zmienność stóp, co oznacza, że jest to odpowiedni czas na aktywne zarządzanie duracją. Na razie

utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie, ale dopuszczamy też możliwość elastycznego korygowania tego stanowiska. W przypadku obligacji korporacyjnych utrzymujemy przeważenie emitentów wysokiej jakości, preferując klasę inwestycyjną w stosunku do instrumentów wysokodochoodowych. Jeśli chodzi o te ostatnie, uważamy, że ewentualny wzrost odsetka niewypłacalności wymagałby poważniejszego pogorszenia zysków i przepływów pieniężnych. Na poziomie sektorowym preferujemy duże spółki finansowe w stosunku do przemysłowych, a ponadto przeważamy wysokiej jakości spółki z niską dźwignią finansową w stosunku do emitentów instrumentów wysokodochoodowych. W przypadku instrumentów wykorzystywanych do sekurytyzacji kredytów dostrzegamy wartość związaną z wybranymi nieruchomościami komercyjnymi, choć preferujemy budownictwo wielorodzinne w stosunku do biur i sklepów.

## Obligacje z rynków wschodzących

W otoczeniu, w którym trudno jest określić kierunek rynku, widzimy pewne pozytywy dla sektora finansowego na rynkach wschodzących w postaci potencjalnego szczytu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, słabego dolara oraz przyspieszenia wzrostu gospodarczego na rynkach wschodzących. Podczas gdy nasze ogólne nastawienie do duracji jest neutralne, w przypadku długu denominowanego w twardej walucie nastawiamy się na wykorzystywanie okazji do carry trade, skupiając się głównie na instrumentach wysokodochoodowych. Jeśli chodzi o dług denominowany w walutach lokalnych, podchodzimy do niego konstruktywnie ze względu na odporność walut oraz wysokie różnice między stopami procentowymi (carry). Przyjmujemy podejście selektywne i preferujemy kraje takie jak Brazylia, RPA oraz Indonezja. Korzystnie postrzegamy również eksporterów surowców.

## Waluty

Zanikająca przewaga Stanów Zjednoczonych pod względem stóp procentowych skłania nas do przyjęcia neutralnej lub nieco ostrożnej postawy wobec USD, ale jesteśmy pozytywnie nastawieni do JPY i CHF. Jesteśmy ostrożni w stosunku do EUR i zamiast niego preferujemy wybrane waluty z rynków wschodzących, np. MXN i BRL, a także waluty azjatyckie, w tym IDR.



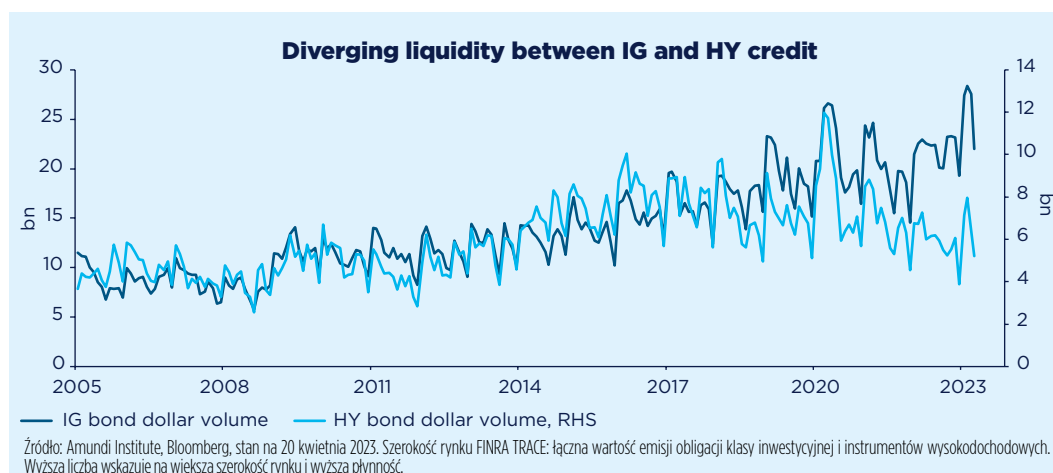
**Amaury D'ORSAY**  
Szef ds. instrumentów stałodochoodowych



**Yerlan SYZDYKOV**  
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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



„**Spready obligacji korporacyjnych ignorują zbliżające się osłabienie gospodarcze, ale my sądzimy, że konieczne jest skupienie się na jakości i płynności.**”



# Prognozy makroekonomiczne

## Prognozy makroekonomiczne na dzień 26 kwietnia 2023 r.

Średnie roczne, %	Rzeczywisty wzrost PKB, r/r, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Kraje rozwinięte</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>7,4</b>	<b>4,8</b>	<b>2,5</b>
Stany Zjednoczone	2,1	0,5	0,1	8,0	4,2	2,4
<b>Strefa euro</b>	<b>3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>8,4</b>	<b>5,7</b>	<b>3,0</b>
<i>Niemcy</i>	<i>1,9</i>	<i>0,2</i>	<i>0,7</i>	<i>8,7</i>	<i>6,2</i>	<i>2,8</i>
<i>Francja</i>	<i>2,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,8</i>	<i>5,9</i>	<i>5,9</i>	<i>2,7</i>
<i>Włochy</i>	<i>3,8</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>8,7</i>	<i>6,7</i>	<i>2,3</i>
<i>Hiszpania</i>	<i>5,5</i>	<i>1,1</i>	<i>0,8</i>	<i>8,3</i>	<i>3,8</i>	<i>2,8</i>
Wielka Brytania	4,1	-0,3	0,7	9,0	6,9	2,8
Japonia	1,0	0,5	1,0	2,5	2,9	1,1
<b>Kraje wschodzące</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>8,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,4</b>
Chiny	3,0	6,0	4,7	2,0	1,3	2,2
Indie	7,0	5,4	6,0	6,7	6,0	6,0
Indonezja	5,3	5,2	4,8	4,2	4,3	4,0
Brazylia	2,9	0,9	1,2	9,3	5,0	5,0
Meksyk	3,1	1,8	0,6	7,9	5,6	4,4
Rosja	-2,3	0,6	2,0	13,8	5,6	4,5
RPA	2,1	0,3	0,5	6,9	6,1	4,9
Turcja	5,5	2,6	4,0	72,0	46,9	38,1
<b>Świat</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>8,2</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>

## Prognozy stóp procentowych banków centralnych, %

	26 kwietnia 2023	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Stany Zjednoczone*	5,00	5,25	4,89	4,75	4,07
Strefa euro**	3,00	3,50	3,79	3,50	3,50
Wielka Brytania	4,25	4,50	4,74	4,25	4,40
Japonia	-0,10	0,00	0,04	0,00	0,05
Chiny***	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Indie****	6,50	6,50	6,65	6,25	6,45
Brazylia	13,75	11,75	13,35	9,75	11,70
Rosja	7,50	7,00	7,55	7,00	7,25

Źródło: Instytut Amundi. Prognozy sporządzone na dzień 26 kwietnia 2023 r. CPI: wskaźnik cen konsumpcyjnych. \*: Górny zakres docelowy stopy Fed Funds. \*\*: Stopa depozytowa. \*\*\*: Stopa referencyjna dla pożyczek rocznych (LPR). \*\*\*\*: Stopa refinansowania.

# Prognozy dla rynku finansowego

## Rentowności obligacji

### RENTOWNOŚCI OBLIGACJI 2-LETNICH, %

	26 kwietnia 2023	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
Stany Zjednoczone	3,92	3,40-3,60	3,44	3,10-3,30	3,15
Niemcy	2,73	2,50-2,70	2,44	2,30-2,50	2,13
Wielka Brytania	3,73	3,20-3,40	3,43	3,20-3,40	3,36
Japonia	-0,04	0,10-0,20	0,01	0,10-0,20	0,03

### PROGNOZY RENTOWNOŚCI OBLIGACJI 10-LETNICH, %

	26 kwietnia 2023	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
Stany Zjednoczone	3,41	3,30-3,50	3,36	3,30-3,50	3,35
Niemcy	2,35	2,40-2,60	2,31	2,30-2,50	2,28
Wielka Brytania	3,68	3,50-3,70	3,64	3,50-3,70	3,66
Japonia	0,47	0,50-0,70	0,55	0,60-0,80	0,63

## Kursy walutowe

	21 kwietnia 2023	Amundi II kw. 23 r.	Konsensus II kw. 23 r.	Amundi IV kw. 23 r.	Konsensus IV kw. 23 r.
EUR/USD	1,10	1,08	1,11	1,18	1,13
EUR/JPY	147	136	140	138	139
EUR/GBP	0,88	0,90	0,89	0,90	0,90
EUR/CHF	0,98	0,95	1,00	1,06	1,01
EUR/NOK	11,63	11,47	11,00	10,79	10,53
EUR/SEK	11,32	11,45	11,00	11,04	10,91
USD/JPY	134	126	127	118	123
AUD/USD	0,67	0,67	0,70	0,76	0,72
NZD/USD	0,61	0,60	0,64	0,66	0,65
USD/CNY	6,89	6,70	6,75	6,40	6,63

Źródło: Instytut Amundi. Prognozy sporządzono na dzień 26 kwietnia 2023 r.



## Instytut Amundi

W coraz bardziej złożonym i zmieniającym się świecie inwestorzy muszą lepiej zrozumieć swoje otoczenie oraz ewolucję praktyk inwestycyjnych, aby określić swoją alokację aktywów i konstruować efektywniejsze portfele.

Otoczenie inwestycyjne obejmuje wymiar gospodarczy, finansowy, geopolityczny, społeczny i środowiskowy. Aby pomóc w zaspokojeniu tej potrzeby, firma Amundi stworzyła Instytut Amundi. Ta niezależna platforma badawcza łączy pod jednym parasolem działalność Amundi w zakresie badań, strategii rynkowej, tematów inwestycyjnych oraz doradztwa w zakresie alokacji aktywów. Celem Instytutu Amundi jest tworzenie i rozpowszechnianie badań i publikacji ekspertów i liderów, które przewidują i wprowadzają innowacje z korzyścią dla zespołów inwestycyjnych i klientów.

**Wykresy i perspektywy z rynków wschodzących - Wiosna na rynkach wschodzących w kontekście ponownego otwarcia Chin i perspektyw polityki Fedu**

### Odkryj więcej analiz inwestycyjnych Amundi w Centrum Badań Amundi



Zmiana klimatu a nierówności społeczne: jak zmiany klimatu wpływają na nierówności?



Potencjalne okazje w amerykańskim sektorze bankowym



Akt oskarżenia Trumpa: implikacje dla polityki Stanów Zjednoczonych i amerykańskich aktywów



Skalista droga do zerowych emisji netto wymaga nowego podejścia do portfeli



Outerblue Convictions - Globalne perspektywy inwestycyjne: nie ma czasu na zmianę kursu



Outerblue Talks Research - Obawy o stabilność finansową sprawiają, że wątpliwości związane z recesją w Stanach Zjednoczonych wracają na pierwszy plan

Odwiedźcie nas na:





## 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 Państwa jurysdykcji i mogą nie być regulowane lub nadzorowane przez jakiegokolwiek władze rządowe lub podobne organy w Państwa jurysdykcji.

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

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

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 30 marca 2023 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: 8 maja 2023.

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

Zdjęcia: © iStock - Kroshanosha.

### Autorzy z Instytutu Amundi

**AINOUZ Valentine,**  
Szef ds. globalnej strategii instrumentów stałodochodowych, CFA

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

**BERTHON Jean Baptiste,**  
Starszy specjalista ds. strategii wieloaktywowych

**BERTONCINI Sergio,**  
Starszy specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych

**BOROWSKI Didier,**  
Szef ds. polityki makroekonomicznej

**CARULLA Pol,**  
Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

**CESARINI Federico,**  
Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. strategii wieloaktywowych

**DHINGRA Ujjwal,**  
Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

**DI SILVIO Silvia,**  
Specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

**DROZDZIK Patryk,**  
Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

**GEORGES Delphine,**  
Starszy specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych

**HERVÉ Karine,**  
Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

**HUANG Claire,**  
Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

**MIJOT Éric**  
Szef ds. globalnej strategii rynku akcji

**PORTELLI Lorenzo,**  
Szef ds. strategii portfeli wieloaktywowych, szef działu badań Amundi Italy

**PRADHAN Mahmood**  
Szef ds. makroekonomii globalnej

**ROSENBERG Anna,**  
Szef ds. geopolityki

**USARDI Annalisa,**  
Starszy ekonomista, CFA

**VARTANESYAN Sosi,**  
Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

### Redaktorzy naczelni

**DEFEND Monica,**  
Szef Instytutu Amundi

**MORTIER Vincent,**  
Szef grupy ds. inwestycji

### Redaktorzy

**BERTINO Claudia,**  
Szef jednostki Amundi Investment Insights & Publishing

**FIOROT Laura,**  
Szef Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

### Zastępcy redaktorów

**PANELLI Francesca,**  
Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

**PERRIER Tristan,**  
Specjalista ds. makroekonomii i analiz inwestycyjnych