

CROSS ASSET Investment Strategy

miesięcznik

nr 06

Czerwiec
2020

POGLĄDY CIO

Wielkie oderwanie rynku od
rzeczywistości

TEMAT MIESIĄCA

Po zakończeniu sezonu publikacji
zysków za I kwartał konsensus jest
prawdopodobnie nadal
zbyt optymistyczny

Nr 06 - Czerwiec 2020

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne		Tematy	Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka
Poglądy CIO		Kontrola krzywej rentowności podczas fazy ożywienia s. 8	> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne s. 17
Wielkie oderwanie rynku od rzeczywistości s. 3		W ramach swojego zestawu narzędzi wspierających ożywienie gospodarcze w czasie kryzysu Covid-19 banki centralne mogłyby wdrożyć kontrolę krzywej rentowności. Mimo że taka polityka wydaje się atrakcyjna, ryzyko związane z jej wdrożeniem i wycofaniem się z niej równoważy korzyści, zwłaszcza w strefie euro. Ponadto wpływ na rynki finansowe może być znaczny, ponieważ powiązane aktywa pozbawione ryzyka mogą tymczasowo zaburzyć sytuację na rynku aktywów ryzykownych.	> Najważniejsze czynniki ryzyka s. 18
Instrumenty stałodochodowe		Kondycja amerykańskiego konsumenta: osłabiony, ale odporny s. 9	> Wnioski z analiz globalnych s. 19
Wiarygodność kredytowa ma kluczowe znaczenie s. 6		Ogromne wsparcie rządowe i zdrowe bilanse gospodarstw domowych zapewniają konsumentom środki umożliwiające przetrwanie stosunkowo krótkiej, ale bardzo głębokiej recesji. Uważnie obserwujemy skalę i czas trwania bezrobocia, aby ocenić zdolność konsumentów do spłaty zadłużenia. Zabezpieczenie płynności przez władze publiczne nadal zapewnia stabilność rynków finansowych – sądzimy, że obecne środowisko sprzyja aktywnemu zarządzaniu.	> Klasy aktywów – poglądy Amundi s. 21
Akcje		Perspektywa makroekonomiczna	> Kraje rozwinięte s. 22
Niska widoczność zysków wymaga ostrożności s. 7		Proгноza makroekonomiczna	> Kraje wschodzące s. 23
Dywidendy będą teraz prawdopodobnie miały charakter procykliczny, ponieważ będą odzwierciedlać otoczenie, w którym działają przedsiębiorstwa, a te będą odpowiedzialne nie tylko przed akcjonariuszami, ale również przed społeczeństwem.		Proгноzy rynkowe	> Prognozy makroekonomiczne i rynkowe s. 24
MAKROEKONOMIA			> Zastrzeżenie dotyczące naszych prognoz s. 25
Akcje: odbicie tymczasowe czy trwałe? s. 4		Temat miesiąca	> Nasze publikacje s. 27
Choć banki centralne angażowały się w niekonwencjonalne polityki zarówno teraz, jak i w 2009 r., tym razem wyceny są tak skrajne, że hossą na rynku napędzana przez wzrost mnożników wydaje się mało prawdopodobna.		Po zakończeniu sezonu publikacji zysków za I kwartał konsensus jest prawdopodobnie nadal zbyt optymistyczny s. 13	
Portfele zróżnicowane		Przy spadkach rzędu -12% w przypadku S&P 500 w USA i -35% w przypadku Stoxx 600 w Europie, wyniki za I kwartał mocno ucierpiały w następstwie pandemii, mimo że do końca kwartału ledwo co się rozpoczęła. Można więc bezpiecznie przyjąć, że w II kwartale wyniki będą jeszcze gorsze, ale też że dotrą do tegorocznego minimum. Mimo to konsensus nadal wygląda na zdecydowanie zbyt optymistyczny w odniesieniu do wyników zarówno za II kwartał, jak i za lata 2020–2021. W związku z tym wydaje się, że pozytywne skutki ponownego otwarcia gospodarki są już w znacznej mierze dyskontowane.	
Zarządzanie ryzykiem dynamicznie; unikajcie podążania za bykami s. 5			
Utrzymujemy postawę defensywną wobec akcji, a pozytywną opinię nt. obligacji korporacyjnych i obligacji z krajów peryferyjnych wspierają działania banków centralnych.			

POGLĄDY CIO

Wielkie oderwanie rynku od rzeczywistości



PASCAL BLANQUÉ,
Szef grupy ds. inwestycji



VINCENT MORTIER,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Dychotomia między fałszywym spokojem rynku a wysokim poziomem niepewności co do długości kryzysu i jego długofalowych skutków jest uderzająca. Naszym zdaniem jesteśmy dalecy od końca problemów, a inwestorzy powinni zachować czujność, ponieważ obecne wyceny rynkowe nadal dyskontują zbyt nadzbyt optymistyczny scenariusz szybkiej poprawy. **Wyścig pomiędzy trzema cyklami** będzie kontynuowany. Jeśli chodzi o **cykl pandemii**, rynki polegają na tym, że Europa i Stany Zjednoczone najgorsze mogą już mieć za sobą, przy rosnących oczekiwaniach dotyczących spłaszczenia krzywej zarażeń. Jeśli te nadzieje nie zostaną zrealizowane, napięcia rynkowe powrócą. **Na froncie gospodarczym** ogromne środki fiskalne i monetarne są jak polisa ubezpieczeniowa na najbliższe sześć miesięcy, ale jeśli recesja okaże się gorsza niż oczekiwano, rynki będą potrzebowały więcej, a każde rozczarowanie spowoduje korektę. Rynek obligacji korporacyjnych staje się uzależniony od działań banków centralnych; warunki rynkowe uległy poprawie, ale nie normalizacji. Jeśli chodzi o **cykl niewypłacalności**, krytyczny w świecie, w którym po ustąpieniu kryzysu Covid-19 zadłużenie wzrosło jeszcze bardziej, rynki dyskontują już pierwszą rundę niewypłacalności, ale nie drugą, dotyczącą aktywów tradycyjnie opóźnionych pod tym względem. Walka między płynnością a wypłacalnością będzie kontynuowana, a amerykański rynek nieruchomości komercyjnych jest obszarem, który należy monitorować. Rozbieżność między nadziejami inwestorów a rzeczywistością ekonomiczną i sytuacją epidemiologiczną utwierdza nas w **przekonaniu, że nadszedł czas, by zachować ostrożność: nie uganiać się za bykami, lecz stopniowo i wybiórczo rozgrywać motywy które rokują najlepiej, jeśli chodzi o drogę do stopniowego ożywienia gospodarczego**. Oto powody, dla których należy zachować czujność (oprócz niepewności dotyczącej trzech wyżej wymienionych cykli): Po pierwsze, powrót rywalizacji pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Chinami, której towarzyszy obecnie poszukiwanie „winnego epidemii”, było głównym czynnikiem ryzyka, którego znaczenie ponownie wzrosło w maju. Po drugie, wynik wyborów w Stanach Zjednoczonych jest niepewny. Po trzecie, rynki wschodzące stoją w obliczu istotnych zagrożeń o charakterze lokalnym (Brazylia). Wreszcie, długoterminowe konsekwencje Covid-19 (spadek wolumenu światowego handlu, zmiana równowagi między polityką monetarną i fiskalną w celu wywarcia korzystnego wpływu na rynek pracy, transformacja modeli biznesowych oraz przyspieszenie trendów, takich jak np. inteligentna praca) są złożone i nadal analizowane. W ciągu ostatnich bezprecedensowych 3 miesięcy koncentrowaliśmy się na **podwójnym celu: ochronie kapitału inwestycyjnego przed trwałymi stratami i zwiększaniu pola manewru umożliwiającego wykorzystywanie pojawiających się możliwości inwestycyjnych**. Postawa ta pozostaje niezmienną, a inwestorzy powinni skupić się na następujących kwestiach:

- **Płynność:** Jest ona cenna na etapie przejścia od najgłębszej fazy kryzysu do niepewnego ożywienia. Kryzys wyraźnie pokazał, że płynność powinna być kluczowym parametrem na etapie budowy portfela, pomimo ostatnich oznak poprawy. W rzeczywistości płynności na rynkach obligacji korporacyjnych jest mniej niż przed wybuchem epidemii, a ponadto jest ona drożej wyceniana. Inwestorzy powinni zachować pewną płynność w przypadku strategii defensywnych i agresywnych, tak aby w przypadku pojawienia się okazji mieć możliwość zmiany pozycji zajmowanych w niektórych obszarach rynku.
- **Pozytywne stanowisko w odniesieniu do obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej:** powinny one skorzystać na działaniach banków centralnych, a na rynku pierwotnym mogą pojawić się wartościowe okazje. Inwestorzy powinni jednak utrzymać podejście wysoce selektywne na poziomie sektorów i spółek, koncentrując się na dobrych bilansach i firmach, które mogą wytrzymać blokadę gospodarczą.
- **Konserwatywna ekspozycja na ryzyko związane z akcjami** w obliczu dalszej korekty tempa wzrostu wskaźnika zysku na akcję (EPS): Wszelkie katalizatory poprawy muszą być obecnie związane ze szczepionką lub potencjalnymi terapiami, ponieważ tylko te czynniki mogą wywołać trwałe ożywienie i pozytywną zmianę w zachowaniu konsumentów.
- **Ostrożne podejście do rynków wschodzących w świetle rosnącego ryzyka geopolitycznego,** z okazjami do obserwacji na rynku obligacji korporacyjnych, jak również na azjatyckich rynkach akcji (w tym chińskim) — ewolucja relacji Chiny-Stany Zjednoczone będzie jednak mieć kluczowe znaczenie (ostatnie napięcia mogą zaszkodzić nastrojom rynkowym). Rynek obligacji korporacyjnych dyskontuje intensywny wzrost liczby przypadków niewypłacalności, ale inwestorzy powinni wziąć pod uwagę to, że wyceny papierów wielu borykających się z największymi problemami spółek zostały już zbite do poziomów, od których mogą się tylko odbić, a niektóre z takich firm objęte są już nawet procedurą restrukturyzacji. Inwestorzy powinni zidentyfikować te firmy, które mogą z powodzeniem sporządzić plan wyjścia z trudnej sytuacji.
- **Covid-19 jest akceleratorem rosnącego znaczenia zasad ESG (ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego):** Podczas gdy ochrona środowiska i ład korporacyjny pozostaną na wysokim miejscu na liście priorytetów, nacisk społeczny na większą równość społeczną, sprawiedliwe traktowanie pracowników i dbałość o ich zdrowie będzie stanowić fundament dla rosnącej dominacji odpowiedzialności społecznej. Większy nadzór nad sposobami działania przedsiębiorstw będzie leżał w interesie wszystkich stron i społeczności. Przełoży się to na większy wpływ niektórych czynników ryzyka ESG na cenę akcji, co stworzy możliwości dla aktywnych menedżerów w obszarze zarówno akcji, jak i obligacji.

Ogólne nastroje związane z ryzykiem



Koncentracja na aktywnym zarządzaniu ryzykiem i płynności oraz ostrożność.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Taktyczne korekty na rynku obligacji korporacyjnych, wykorzystywanie wartości na rynkach pierwotnych.

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

MAKROEKONOMIA

Akcje: odbicie tymczasowe czy trwałe?



MONICA DEFEND,
Globalny szef ds. badań



LORENZO PORTELLI,
Szef ds. badań nad strategiami
wieloaktywowymi

Choć banki centralne angażowały się w niekonwencjonalne polityki zarówno teraz, jak i w 2009 r., tym razem wyceny są tak skrajne, że hossa na rynku napędzana przez wzrost mnożników wydaje się mało prawdopodobna

Istotne pytanie, nad którym debatujemy, brzmi: **czy powinniśmy zwiększyć zaangażowanie w akcje i podążać za obecnym trendem wzrostowym, czy też nie?** Choć podtrzymujemy strategiczne preferencje dotyczące aktywów ryzykownych, jesteśmy przekonani, że taktycznie bezpieczniej jest trzymać się klasy inwestycyjnej (wspieranej przez politykę banków centralnych) — ma to związek z tym, że naszym zdaniem należy się spodziewać powrotu załamania na rynku akcji ze względu na czynniki, które objaśniamy poniżej.

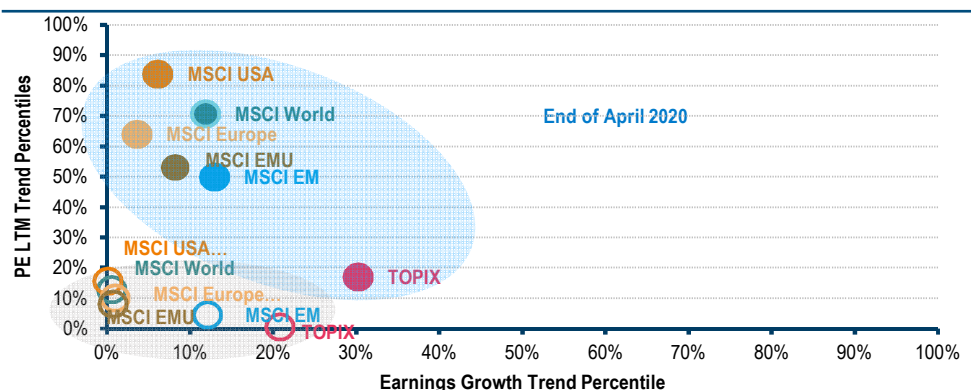
Sytuacja gospodarcza szybko się pogorszyła: zarówno twarde dane, jak i dynamika gospodarcza uległy odwróceniu, zmniejszając atrakcyjność aktywów ryzykownych. Zdajemy sobie sprawę, że średniookresowy scenariusz ożywienia gospodarczego, który prawdopodobnie urzeczywistni się w 2021 r., zapewnia znaczny potencjał wzrostu. **Rynki kapitałowe przewidują jednak scenariusz optymistyczny teraz, w czasie, gdy utrzymuje się głęboka niepewność.** Wątpliwości związane są głównie z dostępnością terapii COVID-19. Choć badania kliniczne i szczepionki są szybko opracowywane i znajdują się na dobrej drodze, wiele pozostaje jeszcze do zrobienia. Nie ma jasności co do terminów dostępności skutecznych terapii lub szczepionek.

Jeśli chodzi o działania fiskalne, to w średnim terminie konieczne jest testowanie i utrzymywanie ich skuteczności: tempo wdrażania jest nierównomierne, jakość wydatków nadal wymaga oceny (pod względem kompozycji i celów), a skuteczność pakietów fiskalnych w zakresie ożywiania gospodarki nie została w pełni oszacowana.

Z drugiej strony, banki centralne — po tym jak poradziły sobie z kryzysem finansowym z 2008 r. — tym razem zareagowały szybko i umożliwiły złagodzenie warunków finansowych, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. Był to najbardziej przekonujący rynek czynnik, który sprawił, że wzrosły zarówno wyceny rynkowe, jak i mnożniki. **Obecnie obserwujemy jednak niebezpieczną niespójność pomiędzy spadającym poziomem zysków na akcję a wzrostem całkowitej stopy zwrotu. I odwrotnie, rentowność obligacji i ceny ropy naftowej pozostają na niskim poziomie, a odbicie nie przyniosło znaczących korzyści spółkom cyklicznym.** Korekty prognoz zysków wskazują na gwałtowne spadki w kierunku historycznych minimów, a tym samym **powrót wskaźników cena/zysk (P/E) w pobliże szczytów.** Poniższy wykres wyjaśnia, dlaczego obecnie

pozostajemy ostrożni. W 2009 r. byliśmy świadkami recesji zysków, a działania banków centralnych utorowały drogę do reflacji wszystkich kategorii aktywów. Obecnie wyceny (percentyle P/E dla zysków za rok 2020) są zupełnie inne, a wszystkie główne indeksy giełdowe już znajdują się pobliżu maksymalnych poziomów. W istocie, wycena MSCI US na poziomie 84. Percentyla (niebieski owal) może nie rokować najlepiej, jeśli chodzi o szanse realizacji scenariusza optymistycznego. Jest to główna różnica między sytuacją obecną a tą z 2009 r. W tym ostatnim przypadku wskaźniki P/E znajdowały się już w niskich percentylach (szary owal), a niekonwencjonalna polityka pieniężna banków centralnych umożliwiła wzrost kursów akcji. Jedynym wyjątkiem jest tokijski TOPIX, który znajduje się teraz w niższym percentylu i wykazuje bardziej racjonalne wyceny. Można by twierdzić, że dzieje się tak dlatego, iż Japonia już teraz znajduje się w recesji, jednak w porównaniu z innymi gospodarkami rozwiniętymi prawdopodobny jest późniejszy, ale mniejszy wstrząs, a epidemia Covid-19 jest w dużej mierze opanowana. Bezprecedensowe blokady oraz reakcje z zakresu polityki monetarnej i fiskalnej pomagają nam utrzymać nasze „strategiczne” preferencje w zakresie aktywów ryzykownych, ale wysokie wyceny nie rokują najlepiej, jeśli chodzi o optymistyczny scenariusz rozwoju sytuacji. Podsumowując, powiedzielibyśmy, że niekonwencjonalna polityka pieniężna doprowadziła do reflacji cen aktywów. W porównaniu z rokiem 2009 **wskaźniki zysku na akcję są jednak niskie, a poziomy wskaźników P/E tak skrajne, że hossa napędzana przez ekspansję mnożników jest mało prawdopodobna.**

Mapa wyceny głównych indeksów akcji



Source: Amundi Research, as at 20 May 2020. All indices in local currency. PE LTM refers to Price earnings ratio on Last Twelve Month earnings. Names of indices in the grey circle above are same as the ones in the blue circle.

PORTFELE ZRÓŻNICOWANE

Zarządzajcie ryzykiem dynamicznie; unikajcie podążania za bykami



MATTEO GERMANO,
Szef ds. portfeli zróżnicowanych

Utrzymujemy postawę defensywną wobec akcji, a pozytywną opinię nt. obligacji korporacyjnych i obligacji z krajów peryferyjnych wspierają działania banków centralnych.

Tło gospodarcze charakteryzuje się globalną recesją i sekwencyjnym spowolnieniem, po którym następują zdesynchronizowane ścieżki ożywienia gospodarczego w poszczególnych krajach. Czas trwania słabości oraz skala trwałej utraty produkcji i niszczenia popytu będą zależeć od czasu trwania blokad i skuteczności presji fiskalnej/monetarnej. Potwierdzamy scenariusz stabilizacji wzrostu gospodarczego w okolicach IV kwartału 2020 r. Przez cały czas trwania kryzysu koncentrowaliśmy się na aktywnym zarządzaniu ekspozycją na ryzyko — ochronie pozycji na rynku obligacji korporacyjnych, utrzymywaniu zabezpieczeń oraz priorytetowym traktowaniu jakości pozycji i selekcji pod względem wiarygodności kredytowej.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Nadal **przyjmujemy postawę defensywną wobec europejskich i amerykańskich akcji** ze względu na wysokie wyceny i wątpliwości co do wpływu Covid-19 na globalny wzrost gospodarczy. Konsensus w sprawie wzrostu zysków w 2020 r. został skorygowany, ale naszym zdaniem nadal pozostaje zbyt optymistyczny w odniesieniu do 2021 r., choć widoczność jest słaba. W otoczeniu, w którym ryzyko niewątpliwie pozostaje ponadprzeciętnie wysokie, czekamy, aż rynki zapewnią lepsze punkty wejścia (np. poziom 2650-2700 w przypadku S&P 500), których osiągnięcie potraktujemy jako bodziec do działania i zmiany naszego obecnego stanowiska. Utrzymujemy neutralny pogląd **na rynki wschodzące**, ponieważ nadal są one wysoce niestabilne, ale też w dalszym ciągu preferujemy Chiny, Koreę Południową i Tajwan ze względu na solidne działania stymulacyjne i relatywne sukcesy w powstrzymywaniu epidemii.

Przyjmujemy **neutralne stanowisko w kwestii duracji**, ponieważ uważamy, że banki centralne będą dążyć do utrzymania kosztów długu publicznego na niskim poziomie, aby wspierać potrzeby fiskalne rządów, w rezultacie czego rentowności będą poruszać się w trendzie bocznym. Rentowność obligacji skarbowych na poziomie około 60 p.b. jest spójna ze stanowiskiem Fedu i odpowiada gwałtownemu pogorszeniu obrazu makroekonomicznego. Pozostajemy **konstruktywni w odniesieniu do 5-letnich obligacji skarbowych ze Stanów Zjednoczonych w stosunku do ich niemieckich odpowiedników**, ponieważ amerykańskie obligacje skarbowe będą korzystać z napływu inwestorów poszukujących „bezpiecznych przystani” (choć w mniejszym stopniu niż w przeszłości) i zakupów Fedu — zwłaszcza w segmentach krótko- i średnioterminowych. Jeśli chodzi o **inflację w Stanach Zjednoczonych**, jesteśmy obecnie pozytywnie nastawieni do perspektywy średnioterminowej i uważamy, że swapy inflacyjne i prognozy rentowności obligacji skarbowych zabezpieczonych przed inflacją (TIPS) notowane są znacznie poniżej ich historycznych średnich.

Na etapie wychodzenia z pandemii siły reflacyjne, takie jak deglobalizacja i monetyzacja długu, powinny wspierać wyższe premie za ryzyko inflacji oraz popyt na ochronę przed nią.

Inwestorzy poszukujący rentowności nadal interesują się krzywą włoską, ponieważ oferuje ona stosunkowo atrakcyjne zwroty. Podtrzymujemy nasze konstruktywne stanowisko w sprawie 30-letnich obligacji skarbowych z Włoch w stosunku do ich niemieckich odpowiedników, a obecnie podchodzimy pozytywnie nawet do 10-letnich włoskich obligacji BTP, ponieważ działania EBC pomagają w określeniu pułapu rentowności i zmienności spreadów. Orzeczenie niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego stanowi czynnik zwiększający ryzyko, jednak jest mało prawdopodobne, aby EBC zmienił kurs. Utrzymujemy nasze stanowisko, ponieważ może ono zapewnić równowagę w portfelach inwestorów.

Skupiając się na płynności, nadal konstruktywnie podchodzimy do kwestii **obligacji korporacyjnych**, wspieranych przez parasole banków centralnych w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro, jednak preferujemy klasę inwestycyjną w stosunku do instrumentów wysokodochodowych. Europejskie instrumenty wysokodochodowe mogą uciec z powodu wysokich wskaźników niewypłacalności i spowolnienia wzrostu przychodów. W związku z tym przyjmujemy postawę wysoce defensywną.

Biorąc pod uwagę dużą niepewność oraz rozbieżność podstaw i wycen, mamy **neutralny pogląd na dług rynków wschodzących**, a ponadto dostrzegamy różnicę między krajami emitującymi instrumenty klasy inwestycyjnej i wysokodochodowe. Jeśli chodzi o zadłużenie zagraniczne, klasa inwestycyjna powinna w najbliższych miesiącach pozostać bardziej odporna. W przypadku instrumentów wysokodochodowych należy się jednak liczyć zarówno z ryzykiem niewypłacalności przeżywających problemy krajów, jak i możliwością nadrobienia zaległości. Jeśli chodzi o lokalne stopy procentowe, głównym czynnikiem wpływającym na instrumenty dłużne jest ekspozycja walutowa — uważamy, że możliwości dalszych spadków są ograniczone.

W przypadku **walut z rynków wschodzących** nie przyjmujemy już konstruktywnego podejścia do EUR/CHF, ze względu na posiadany przez franka status „bezpiecznej przystani”, wysoki wzrost podaży pieniądza w strefie euro oraz orzeczenie niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego, które mogłoby wyrzucić presję na euro. Utrzymujemy pozycję na NOK/EUR, ponieważ korona uległa już znaczącej korekcie i w związku z tym pojawiła się okazja na zarobek na bardziej optymistycznym scenariuszu.

Czynniki ryzyka i hedging

Instrumenty zabezpieczające w postaci **JPY, instrumentów pochodnych i złota** pozostają kluczowe dla ochrony zwrotów z portfela na obecnym etapie wysokiej niepewności.

Amundi Cross Asset – przekonania

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

Źródło: Amundi Research. 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 przekonani (+/+/+/+). Oszacowanie to może ulec zmianie. USD = dolar amerykański, JPY = jen japoński, USD = obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, DM = rynki rozwinięte, EM/GEM = rynki wschodzące, FX = rynek walutowy, FI = instrumenty stałodochodowe, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, CHF = frank szwajcarski, NOK = korona norweska, EUR = euro, CB = banki centralne, TIPS = obligacje skarbowe zabezpieczone przed inflacją BTP = włoskie obligacje skarbowe.

INSTRUMENTY STAŁODOCHODOWE

Wiarygodność kredytowa ma kluczowe znaczenie



ÉRIC BRARD,
Szef ds. instrumentów
stałochodowych



YERLAN SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Zauważyliśmy stopniową poprawę warunków rynkowych w trakcie ostatniego miesiąca po gwałtownym spadku cen i płynności w marcu, ale normalność jeszcze nie powróciła. Inwestorzy powinni zachować ostrożność, nadal utrzymując wystarczającą płynność, a także mieć na uwadze możliwość migracji ratingów, która może powodować zmienność na rynkach obligacji korporacyjnych. Z drugiej strony, inwestorzy powinni starać się wprowadzać korekty taktyczne, aby zarabiać na wydarzeniach rynkowych – na przykład na pojawiających się na rynku pierwotnym atrakcyjnych emisjach – bez zmieniania przekonań strategicznych.

Światowe i europejskie instrumenty stałochodowe

Przyjmujemy zasadniczo **neutralne podejście do duracji**, z konstruktywnym spojrzeniem na Stany Zjednoczone i ostrożnym nastawieniem do Japonii i Niemiec. Inwestorzy mogą skorzystać z ruchów krzywej rentowności (spłaszczenie krzywej w Stanach Zjednoczonych i Europie, w tym Wielkiej Brytanii, a także wzrost nachylenia w Japonii). Chociaż nadal jesteśmy pozytywnie nastawieni do długu **peryferyjnego w euro**, jesteśmy bardziej ostrożni, ale nadal konstruktywni w odniesieniu do Włoch (duży apetyt inwestorów – za pośrednictwem BTP pozyskano ostatnio 22 mld euro). Obawy związane z orzeczeniem niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego i zwiększonym obciążeniem długiem są równoważone francusko-niemiecką propozycją dotyczącą swego rodzaju „funduszu naprawczego”. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, **klasa inwestycyjna w Stanach Zjednoczonych** (ostatnio zaczęliśmy podchodzić bardziej pozytywnie do tego segmentu) oraz **klasa inwestycyjna w Europie nadal otrzymują solidne wsparcie** ze strony działań banków centralnych, ale **selekcja i jakość pod względem wiarygodności kredytowej pozostają istotne**, jeśli chodzi o odróżnienie emitentów, którzy przetrwają kryzys, od tych, którzy staną się niewypłacalni. Podchodzimy pozytywnie do podporządkowanego długu sektora finansowego, telekomunikacji, farmaceutyków i ubezpieczeń, jednak zachowujemy ostrożność w odniesieniu do sektora energetycznego ze Stanów Zjednoczonych. Emisje obligacji w Stanach Zjednoczonych koncentrowały się na klasie inwestycyjnej i przedsiębiorstwach o ratingu BB (miała tu znaczenie decyzja Fedu o włączeniu do swojego programu „upadłych aniołów” i funduszy ETF opartych na instrumentach wysokodochodowych). Mamy zaufanie do sektora BB, ale poszukiwanie **jakości** jest tu kluczowe. Aktywność w segmencie instrumentów wysokodochodowych ze Stanów Zjednoczonych powróciła (popyt przewyższał podaż), ale aktywność w Europie jest ograniczona. **Inwestorzy powinni jednak zachować ostrożność.**

Instrumenty stałochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Papiery wartościowe i sektory o ograniczonych perspektywach wzrostu cen, takie jak papiery wartościowe powiązane z ubezpieczeniami (które od początku roku przyniosły 2% zwrotu) oraz sekurytyzacje nieruchomości konsumenckich i komercyjnych nieruchomości z ratingiem AAA, są odporne i mogą stanowić źródło finansowania dla długoterminowych obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej oraz niektórych wysokodochodowych obligacji korporacyjnych z głębokim dyskontem. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami mieszkaniowymi (RMBS) poza transzami o ratingu AAA, ponieważ ich spready maleją, ale ciągle są zbyt wysokie. **Dbając o utrzymanie odpowiedniej płynności, inwestorzy powinni zarówno posiadać gotówkę, jak i zajmować pozycje na obligacjach skarbowych Stanów Zjednoczonych, w tym obligacjach skarbowych zabezpieczonych przed inflacją (TIPS) i obligacjach hipotecznych agencji rządowych.** Ponadto jest to pora na świadome ograniczanie specyficznego ryzyka lokalnego, gdy płynność i ceny stworzą ku temu możliwości. Spadek spreadów obligacji emitowanych przez już zadłużone przedsiębiorstwa może umożliwić inwestorom likwidację pozycji na papierach spółek o ratingu BB po cenach zbliżonych do nominalnych oraz poprawę płynności i jakości przy jednoczesnym wydłużeniu duracji.

Obligacje z rynków wschodzących

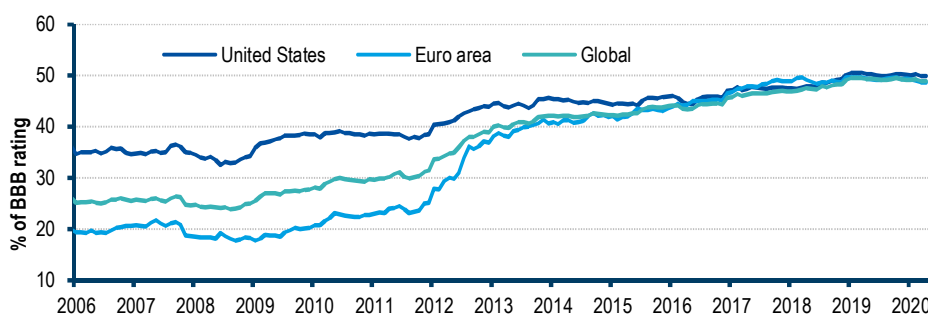
Mamy świadomość, że kryzys Covid-19 szkodzi światowemu wzrostowi gospodarczemu i dochodom przedsiębiorstw, co ma negatywny wpływ na perspektywy rynków wschodzących, spychając wiele krajów w recesję. Podchodzimy **ostrożnie do spółek zależnych od eksportu, surowców i turystyki.** Zabezpieczenia portfela i płynność pozostają ważne. Podchodzimy pozytywnie do długu denominowanego w twardej walucie, a zwłaszcza do instrumentów wysokodochodowych (Ukraina). Na rynku pierwotnym istnieją możliwości uzyskania ekspozycji na klasę inwestycyjną z dyskontem (Meksyk). Jesteśmy ostrożni w kwestii stóp lokalnych w Meksyku i RPA, a pozytywnie nastawienie do Rosji.

Waluty

Jeśli chodzi o waluty z rynków rozwiniętych, jesteśmy pozytywnie nastawieni do USD i JPY, biorąc pod uwagę ich status „bezpiecznych przystani”, a ponadto obecnie mniej negatywnie podchodzimy do CHF, choć zachowujemy ostrożność w stosunku do EUR i GBP. W przypadku walut z rynków wschodzących przyjmujemy postawę defensywną.

Poszukujemy zakłóceń rynkowych, a także staramy się trzymać z dala od spółek, które nie wytrzymają tego kryzysu. Jest to tym bardziej istotne, że udział obligacji BBB w rynku znacznie wzrósł.

Podział indeksu klasy inwestycyjnej według jakości



Source: Bloomberg, monthly data 30 April 2020. Analysis based on ICE BoA indexes.

GFI = globalne instrumenty stałochodowe, EM FX = waluty z rynków wschodzących, HY = instrumenty wysokodochodowe, IG = klasa inwestycyjna, CHF = frank szwajcarski, EUR = euro, USD = dolar amerykański, UST = obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, RMBS = papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami mieszkaniowymi, ABS = papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, HC = twarda waluta, LC = waluta lokalna, TIPS = obligacje skarbowe zabezpieczone przed inflacją, GFC = Globalny Kryzys Finansowy z 2008 r., JPY = jen japoński.

AKCJE

Niska widoczność zysków wymaga ostrożności



KASPER ELMGREEN,
Szef ds. akcji



YERLAN SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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

Dywidendy będą teraz prawdopodobnie miały charakter procykliczny, ponieważ będą odzwierciedlać otoczenie, w którym działają przedsiębiorstwa, a te będą odpowiedzialne nie tylko przed akcjonariuszami, ale również przed społeczeństwem

Ocena ogólna

W miarę łagodzenia blokad przez władze i stopniowego wychodzenia z globalnego kryzysu związanego z Covid-19 będziemy prawdopodobnie świadkami szybkiego wzrostu długu publicznego, niskich stóp procentowych i wzrostu gospodarczego, wzrostu znaczenia zasad ESG (ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego — zwłaszcza drugiego z tych czynników), rosnących nierówności, fragmentacji politycznej i zwiększonych napięć geopolitycznych (USA-Chiny, jedność UE). Obserwujemy wyraźny kontrast między „nastrojami rynkowymi” a „podstawami ekonomicznymi”. Choć należy zauważyć, że twórcy polityki monetarnej i fiskalnej są w stanie zapewnić krótkoterminową płynność finansową, ożywienie popytu zależy również od występujących na rynkach poziomów strachu i zaufania. To z kolei może nadal wpływać na zyski i długoterminową wypłacalność przedsiębiorstw. W takiej sytuacji inwestorzy zmuszeni są do poruszania się w warunkach **wyjątkowo niskiej widoczności i w otoczeniu o potencjalnie szerokim zakresie rezultatów**.

Akcje europejskie

Ogólnie rzecz biorąc, wzywamy do **ostrożności**, biorąc pod uwagę zwiększony poziom niepewności i pogarszające się podstawy. Kluczowe znaczenie mają utrzymanie **dyscypliny procedur oraz koncentracja na doborze akcji i zapewnieniu odpowiedniego poziomu płynności**. Nadal preferujemy firmy z dobrymi bilansami i uważamy, że inwestorzy powinni równoważyć ryzyko krótkoterminowe z okazjami średniookresowymi poprzez szerokie wykorzystanie analizy scenariuszy. Okazje istnieją, a my sugerujemy inwestorom stosowanie podejścia dwutorowego, z ekspozycją na atrakcyjne akcje w sektorach defensywnych (przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, opieka zdrowotna, podstawowe dobra konsumpcyjne) z jednej strony oraz nieprzeżywające realnych trudności, a zarazem przecenione sektory cykliczne (dobra luksusowe, budownictwo) z drugiej. Ponadto identyfikacja pewnej grupy strukturalnych zwycięzców korzystających na niektórych nabierających rozpędu trendach, takich jak handel elektroniczny, będzie miała kluczowe znaczenie dla generowania długoterminowych zysków. Jeśli chodzi o styl inwestycyjny, wśród nieprzeżywających realnych trudności spółek cyklicznych istnieją wymagające selektywnego podejścia okazje w segmencie „wartości”.

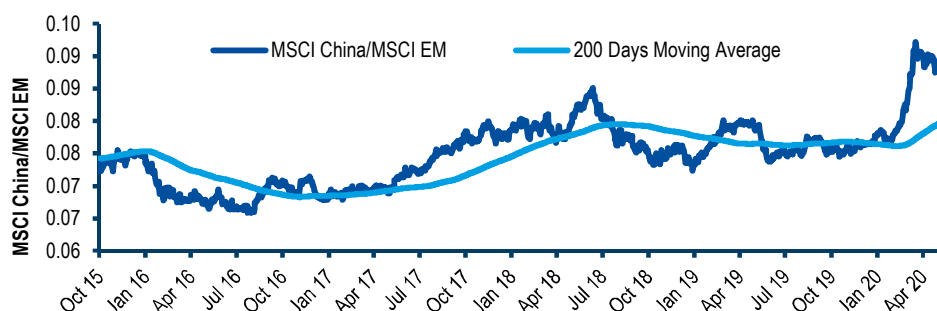
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Amerkańskie akcje pozostają jedną z najlepszych długoterminowych klas aktywów na świecie, a w obecnych warunkach nadal przynoszą ponadprzeciętne zwroty. Oczekujemy dalszej konsolidacji rynku, która rozpoczęła się w połowie kwietnia. Jeśli chodzi o przekonania, wierzymy, że zwycięzcy będą nadal wygrywać. Inwestorzy powinni unikać sektorów/akcji, które znajdują się pod ogromną presją krótkoterminową, w tym linii lotniczych, przeżywających trudności detalistów, armatorów statków wycieczkowych, przedsiębiorstw o wysokich kosztach stałych i niskich marżach oraz nieruchomości komercyjnych. **Uważamy, że zamiast tego inwestorzy powinni skupić się na liderach sektorów, których działalność jest zrównoważona w ramach zintegrowanego podejścia ESG.** Takie podejście okazało się słuszne podczas korekty, a my zalecamy inwestorom dalsze podążanie tą drogą. Zrównoważone firmy o wiodącej pozycji na rynku wygrywają, gdy warunki rynkowe są trudne. **Obecnie jest również dobra pora na stopniowe zwiększanie udziału w portfelach spółek cyklicznych**, ponieważ akcje spółek charakteryzujących się niską zmiennością są obecnie zbyt drogie. Na poziomie sektorowym preferujemy finanse, komunikację i przemysł, a jednocześnie zachowujemy ostrożność w zakresie dóbr podstawowych, przedsiębiorstw użyteczności publicznej i materiałów.

Akcje z rynków wschodzących

Skupiamy się na krajach znajdujących się na późniejszym etapie cyklu epidemicznego (Chiny, Tajwan, Korea Południowa) oraz na mniej podatnych na zagrożenia krajach, które prężnie się rozwijają rynek wewnętrzny i robią postępy w zakresie reform strukturalnych (EMEA, Indie). W związku z utrzymującą się globalną niepewnością mogą wystąpić pewne przeszkody, jednak **umiejętna selekcja oddolna, staranna ocena oddolna oraz zarządzanie płynnością** mogą pomóc inwestorom przetrwać obecną burzę. Podsumowując, choć na razie wolimy zachować ogólną ostrożność, dopóki nie nastąpi druga fala epidemii, będziemy konstruktywnie podchodzić do średnioterminowych perspektyw aktywów z rynków wschodzących.

Względne wyniki chińskich akcji w porównaniu z rynkami wschodzącymi



Source: Bloomberg, Amundi as at 20 May 2020. MSCI China and MSCI Emerging Markets Price Index in US dollar

TEMATY



DIDIER BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych



PIERRE BLANCHET,
Szef ds. analiz inwestycyjnych

EBC napotkałby trudności operacyjne i przeszkody polityczne

Kontrola krzywej rentowności podczas fazy ożywienia

W ramach swojego zestawu narzędzi wspierających ożywienie gospodarcze w czasie kryzysu Covid-19 banki centralne mogłyby wdrożyć kontrolę krzywej rentowności. Mimo że taka polityka wydaje się atrakcyjna, ryzyko związane z jej wdrożeniem i wycofaniem się z niej równoważy korzyści, zwłaszcza w strefie euro. Ponadto wpływ na rynki finansowe może być znaczny, ponieważ powiązane aktywa pozbawione ryzyka mogą tymczasowo zaburzyć sytuację na rynku aktywów ryzykownych.

W sytuacji gdy kluczowe stopy procentowe banków centralnych są zbliżone do zera, polityka kontroli krzywej rentowności (YCC) ponownie znalazła się w centrum uwagi. W ramach takiego podejścia **bank centralny stara się kontrolować konkretny punkt lub segment krzywej rentowności** (często chodzi o instrumenty z 10-letnim okresem zapadalności). W tym celu bank centralny w sposób dorozumiany zobowiązuje się do zakupu (lub sprzedaży) papierów wartościowych w ilości niezbędnej do osiągnięcia zakładanego poziomu. **Jeżeli bank centralny jest wiarygodny**, to dzięki arbitrażowi rynkowemu **rentowności obligacji zbliżają się do wyznaczonego celu**. W praktyce kontrola krzywej rentowności często okazuje się podobna w formie do luzowania ilościowego, jednak główne założenie jest tu całkowicie odmienne: mianowicie skala skupu papierów wartościowych dostosowywana jest do określonego poziomu rentowności obligacji, a nie na odwrót. **Bank centralny traci kontrolę nad swoim bilansem**. Usztywnienie poziomu rentowności może nawet doprowadzić do zmniejszenia sumy bilansowej banku centralnego. Może to mieć miejsce, jeżeli popyt ze strony inwestorów prywatnych przewyższy potrzeby w zakresie finansowania (nowe emisje i refinansowanie).

EBC raczej nie wdroży YCC

YCC wprowadzono w Stanach Zjednoczonych w okresie powojennym (do 1947 r.), później skorzystano z tego narzędzia w Australii, a od 2016 r. Bank Japonii wprost stwierdził, że docelowa rentowność obligacji 10-letnich ma być zerowa. Polityka ta, w połączeniu z ujemnymi głównymi stopami procentowymi, odniosła sukces w Japonii, ponieważ pozwoliła tamtejszemu bankowi centralnemu ograniczyć skalę skupu obligacji, a tym sumę bilansową. Kontrola krzywej rentowności jest możliwa do pomyślenia w „prawdziwych” uniach monetarnych, takich jak Stany Zjednoczone, Japonia czy Wielka Brytania, gdzie istnieje tylko jeden (centralny) rządowy instrument dłużny.

Z drugiej strony, w strefie euro jej wdrożenie nie jest wykonalne z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze, EBC musiałby **zarządzać kilkoma krzywymi rentowności** jednocześnie. Oprócz trudności operacyjnych istniałaby **przeszkoda polityczna**: EBC nie ma uprawnień do szacowania ryzyka kredytowego związanego z każdym z długów państwowych. Po drugie, EBC miałby problem prawny, ponieważ musiałby zobowiązać się do skupu aktywów bez żadnej zasady **proporcjonalności**, a nawet do monetyzacji długu publicznego, czego zakazuje traktat lizboński. Jeśli jednak Fed i/lub Bank Anglii zdecydują się na YCC, to prawdopodobnie będzie to miało również wpływ na rentowność obligacji niemieckich, ponieważ inwestorzy będą arbitralnie ustalać spready między obligacjami poszczególnych krajów. Wreszcie, zakończenie YCC wiąże się ze znacznym ryzykiem, ponieważ rynek obligacji może się nagle dostosować, niwelując osiągnięte korzyści.

Kiedy stopy wolne od ryzyka „na uwięzi” uwalniają aktywa ryzykowne

W przypadku Fedu tymczasowa kontrola na krótkim odcinku krzywej zgodnie z odzwierciedlającymi zamiary tej instytucji wykresami punktowymi, w połączeniu z luzowaniem ilościowym na średnim i długim odcinku, wygląda na strategię skuteczną pod względem zarówno stosunku kosztów do korzyści, jak i ryzyka towarzyszącemu zakończeniu jej stosowania. **Połączenie YCC i luzowania ilościowego** oznacza, że dostosowanie „aktywów wolnych od ryzyka” do nominalnego cyklu koniunkturalnego nie nastąpi, przynajmniej tymczasowo, chyba że dojdzie do zmiany wysokości premii za czas trwania. Wspomniane zasady dotyczące pułapów rentowności powinny zatem zwiększać **korelację zmian wycen aktywów finansowych** w fazie ożywienia gospodarczego, powodując odejście od historycznych norm, a ponadto wzrost **zwrotów z niezakotwiczonych aktywów ryzykownych**.

W rezultacie w przypadku gdy rentowność bonów i obligacji skarbowych utrzyma się na niskim i stabilnym poziomie, krzywa pozostanie płaska, a oczekiwania inwestorów co do tempa wzrostu gospodarczego się poprawią. „**aktywa niekontrolowane**”, takie jak akcje, powinny skorzystać ze **sztucznie zawyżonych wycen**. Aktywa te staną się rynkowym miernikiem zmian oczekiwań dotyczących nominalnego poziomu wzrostu gospodarczego, a korelacja zapewnianych przez nie zwrotów z obligacjami zbliży się do zera. Akcje ucierpiałyby jednak również z powodu bardziej dotkliwej wersji **reżimu zmienności**, który obserwowaliśmy w ciągu ostatnich 3 lat, z długimi okresami bardzo niskiej zmienności i nagłymi skokami do poziomów ekstremalnych. Ponadto stopy wolne od ryzyka powinny również wpłynąć na **wzrost zwrotów z obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej powyżej oczekiwań** — po skorygowaniu o zmienność powinny one przekroczyć stopy zwrotu z wysokodochodowych obligacji korporacyjnych. Wreszcie, ze względu na to, że krzywa rentowności pozostaje płaska niezależnie od ożywienia gospodarczego, **denominowane w twardej walucie obligacje z rynków wschodzących** znalazłyby wsparcie w zakresie wyceny i napływu środków od inwestorów poszukujących rentowności.

Niepewność dotycząca „naturalnej” stopy wolnej od ryzyka powinna jednak również prowadzić do wzrostu premii za ryzyko, spadku korelacji między aktywami oraz potencjalnie niższych korzyści z dywersyfikacji w przypadku strategii zrównoważonych. W związku z tym połączenie YCC + QE może szybciej przywrócić gospodarkę amerykańską na właściwe tory, ale z **ryzykiem wykoślenia się rynków finansowych**, przynajmniej tymczasowym.

Sfinalizowano dn. 22 maja 2020 r.

As part of Global Research, the main mission of the newly established Global Views team is to strengthen Amundi's thought on key cross-cutting thematic

TEMATY

Kondycja amerykańskiego konsumenta: osłabiony, ale odporny

Ogromne wsparcie rządowe i zdrowe bilanse gospodarstw domowych zapewniają konsumentom środki umożliwiające przetrwanie stosunkowo krótkiej, ale bardzo głębokiej recesji. Uważnie obserwujemy skalę i czas trwania bezrobocia, aby ocenić zdolność konsumentów do spłaty zadłużenia. Zabezpieczenie płynności przez władze publiczne nadal zapewnia stabilność rynków finansowych — sądzymy, że obecne środowisko sprzyja aktywnemu zarządzaniu.



ANNALISA USARDI, CFA,
Starszy ekonomista



PARESH UPADHYAYA
Dyrektor ds. strategii
walutowych i menedżer portfela
Stanów Zjednoczonych, Amundi
Pioneer

Ponieważ całkowity dochód z pracy gwałtownie spada, oczekuje się, że konsumpcja indywidualna załamie się w II kwartale znacznie bardziej niż w trakcie Wielkiego Kryzysu Finansowego.

Gdy Stany Zjednoczone pogrążają się w najgorszej recesji w okresie po II wojnie światowej, my analizujemy cztery kluczowe kwestie: (1) W jaki sposób kryzys dotychczas wpłynął na rynek pracy w Stanach Zjednoczonych? (2) W jakiej kondycji jest amerykański konsument? (3) Jakie są główne słabe punkty w zakresie zadłużenia? (4) Jakie są perspektywy niewypłacalności w przypadku kredytów hipotecznych, kart kredytowych i kredytów samochodowych?

W jaki sposób kryzys dotychczas wpłynął na rynek pracy w Stanach Zjednoczonych?

Kryzys Covid-19 doprowadził do bezprecedensowego wzrostu liczby wniosków o zasiłki dla bezrobotnych i cięć płac, usuwając niemal wszystkie miejsca pracy utworzone w najdłuższym okresie ekspansji gospodarczej w historii. Patrząc na dostępne dane, można powiedzieć, że utrata miejsc pracy koncentrowała się dotychczas w sektorach znajdujących się na „pierwszej linii” kryzysu, tj. w sektorze usług. Zarówno w kategoriach bezwzględnych, jak i w kategoriach względnych najbardziej dotknięte są rekreacja i hotelarstwo, a następnie handel, transport i przedsiębiorstwa użyteczności publicznej. W marcu i w kwietniu w Stanach Zjednoczonych ubyło ponad 21 milionów miejsc pracy. Koncentrowały się one w prywatnym sektorze usług (84% wszystkich utraconych miejsc pracy w gospodarce), gdzie doszło do niemal 18 mln zwolnień, tj. zlikwidowano 17% dostępnych miejsc pracy sprzed Covid-19. Sektor usług stanowi około 71% amerykańskiego rynku pracy. Do tej pory zwolnienia dotknęły osoby i sektory o przeważnie najniższych wynagrodzeniach, co doprowadziło do wzrostu średnich wynagrodzeń godzinowych zarówno w ujęciu zagregowanym, jak i w ramach każdej z kategorii. Spodziewamy się, że zjawisko to będzie miało charakter jedynie tymczasowy. Ponieważ całkowita liczba godzin przepracowanych w gospodarce spada w wyniku połączonego wpływu krótszego czasu pracy i niższego poziomu zatrudnienia, spodziewamy się, że poziom łącznego dochodu z pracy, który śledzimy,

aby zrozumieć przyszłe trendy w zakresie konsumpcji, załame się w II kwartale do poziomu znacznie niższego od minimów z czasu Wielkiego Kryzysu Finansowego.

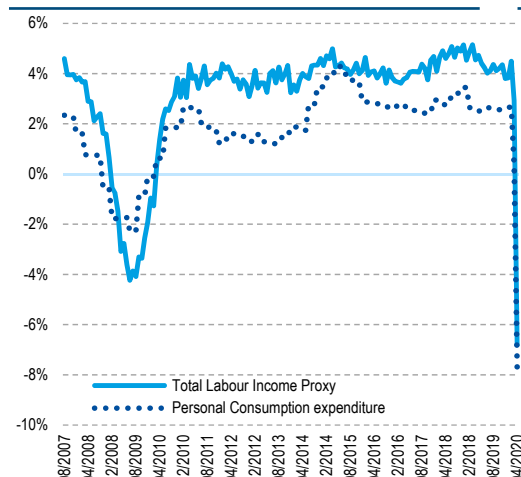
To, jak amerykańscy konsumenci podniosą się po tym szoku, ma krytyczne znaczenie dla utrzymywania się słabości rynku pracy. Kwietniowe dane pokazały, że dużą część zatrudnionych raczej skierowano na tymczasowe przestoje niż trwale zwolniono. Aby ocenić, jak szybko rynek pracy będzie w stanie odzyskać dobrą kondycję, należy monitorować tempo spadku liczby wniosków o odnowienia zasiłków dla bezrobotnych w stanach decydujących się na ponowne otwarcie gospodarki. Ponadto, choć wszystkie oczy będą zwrócone na stopę bezrobocia, warto wspomnieć, że wskaźnik ten nie może w pełni odzwierciedlić skali słabości rynku pracy, a naszym zdaniem powinien być ściśle monitorowany wraz ze wskaźnikiem aktywności zawodowej. Ten ostatni spadł w kwietniu o 2,5 p.p. do 60,2% (-0,7 p.p. w marcu) i będzie kluczową zmienną, jeśli chodzi o ocenę trwałości szoku, tj. tego, czy spadek jest tymczasową reakcją na ograniczenie mobilności osób, czy też sygnałem znacznie większej słabości na rynku pracy.

Oczekujemy, że w 2020 r. gospodarka amerykańska skurczy się między -4,5% a -6,5%, a stopa bezrobocia wzrośnie w okresie od maja do czerwca do 21%. Następnie zakładamy stopniowy spadek w ciągu roku, ale też utrzymanie się średniorocznej stopy bezrobocia w przedziale od 10 do 12%.

Konsumenti zaczynali z pozycji siły

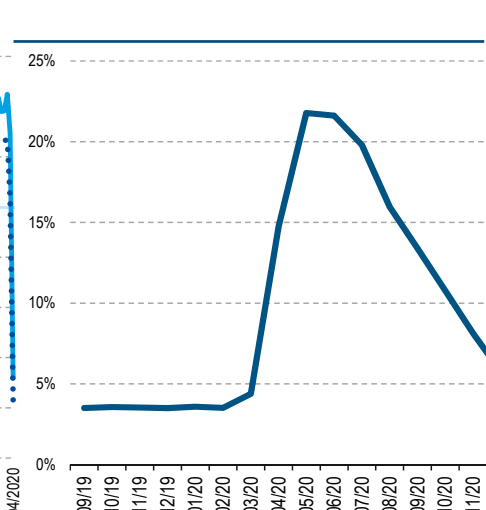
Podstawy konsumpcji w Stanach Zjednoczonych dotychczas były solidne — zwłaszcza bilanse gospodarstw domowych. Według Fedu zadłużenie gospodarstw domowych jako procent dochodu rozporządzalnego zdecydowanie spadło z rekordowego poziomu 133,5% w IV kwartale 2007 r. do 97,1% w IV kwartale 2019 r. (Wykres 3). Płatności z tytułu obsługi zadłużenia przez gospodarstwa domowe, czyli

1/ Dochód z pracy ogółem a realne wydatki na konsumpcję indywidualną r/r



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

2/ Prawdopodobna ewolucja stopy bezrobocia



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

TEMATY

Podstawy konsumpcji w Stanach Zjednoczonych dotychczas były solidne — zwłaszcza bilanse gospodarstw domowych

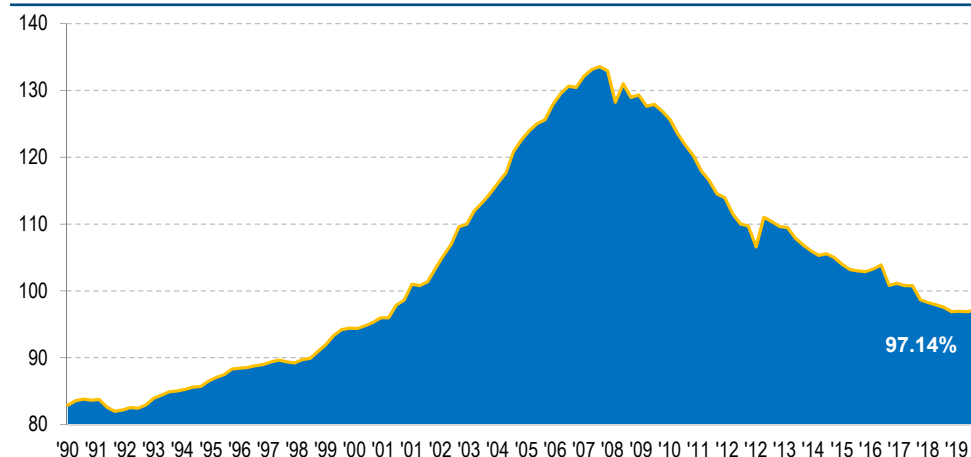
splaty odsetek od zadłużenia jako procent dochodu rozporządzalnego, wyniosły 9,7% i były najniższe od początku pomiarów w 1980 r. Wreszcie, stopa oszczędności osobistych wyniosła w lutym 9%, co stanowi najwyższy poziom od 2012 r., a wczesną oznaką pandemii jest to, że konsumenci gwałtownie zwiększyli swoje oszczędności, przy czym ostatnio stopa oszczędności gwałtownie wzrosła do 13,1% w marcu. Jest to najwyższy poziom od 1981 r.

Związany z Covid-19 przestój amerykańskiej gospodarki i obawy dotyczące zdrowia w znacznym stopniu obciążały amerykańskich konsumentów. Wskaźnik optymizmu Konsumentów Conference Board (CB) spadł z 118,8 w marcu do 86,9 w kwietniu, co jest najniższym poziomem od maja 2014 r. Słabość rynku pracy odzwierciedlają w szczególności nastroje konsumentów.

Różnica między odsetkiem osób twierdzących, że pracy jest dość, a odsetkiem tych, które twierdzą, że pracę jest trudno znaleźć, spadła z +29,5 w marcu do -13,6 w kwietniu (wykres 4). Od 20 marca do 1 maja 33 mln ludzi straciło pracę. Według sondażu przeprowadzonego przez firmę Experian 61% ankietowanych konsumentów martwiło się o bezpieczeństwo zatrudnienia, zaś 78% stwierdziło, że związana z pandemią recesja negatywnie wpłynęła na dochody ich gospodarstwa domowego.

Konsumenti pozostają jednak optymistycznie nastawieni i spodziewają się, że w ciągu sześciu miesięcy warunki ulegną poprawie — jak podaje CB, odsetek oczekujących wzrostu gospodarczego netto wzrósł z +2,3 w marcu do +14,3 w kwietniu. Badanie przeprowadzone 12 maja przez Krajową Federację Niezależnego Biznesu wykazało, że 78% bezrobotnych spodziewa się ponownego

3/USA: dług gospodarstw domowych jako odsetek dochodu rozporządzalnego



Source: Amundi Research, Bloomberg, last data point 12/31/19.

zatrudnienia przed końcem roku. Rządowe pakiety fiskalnych środków stymulacyjnych oraz hojniejsze świadczenia z tytułu ubezpieczenia od bezrobocia mogą do pewnego stopnia okazać się pomocne w przeciwdziałaniu obawom konsumentów.

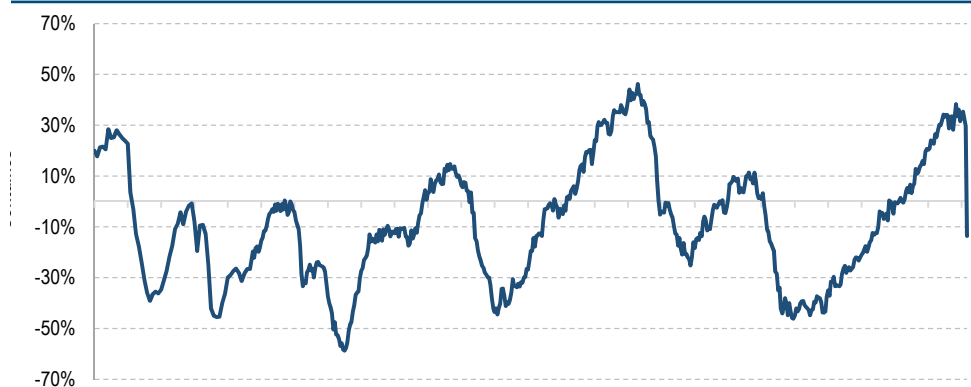
Główne obszary wrażliwości związane z długiem

Nic dziwi zatem, że wielu Amerykanów martwi się o swoją zdolność do splaty długów, takich jak kredyty studenckie i hipoteczne czy zadłużenie na kartach kredytowych. Odsetek gospodarstw domowych nieregulujących zobowiązań, definiowanych jako dopuszczające się braku splaty przez co najmniej 30 dni, wyniósł w I kwartale 2020 r. 4,61%. Nasza analiza Raportu w sprawie zadłużenia i kredytów gospodarstw domowych Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku wykazała, że tempo przyrostu całkowitego zadłużenia

gospodarstw domowych wzrosło z 3,5% r/r w I kw. 2019 r. do 4,6% w I kw. 2020 r., co stanowi najwyższy wzrost od prawie trzech lat. Zadłużenie gospodarstw domowych w stosunku do PKB jest jednak obecnie znacznie niższe i wynosi 75,4%, czyli mniej niż maksimum z czasów światowego kryzysu finansowego na poziomie 98,6%. Spodziewamy się dramatycznego spowolnienia wzrostu akcji kredytowej.

Widzimy trzy obszary, w których konsument może być bardziej podatny na zagrożenia: zadłużenie na karcie kredytowej, kredyty samochodowe i kredyty studenckie. Choć kredyty hipoteczne nie wyglądają na zagrożone, w oparciu o naszą analizę dochodzimy do wniosku, że powaga obecnej recesji zwiększa ryzyko w tym obszarze (wykres 5). Ustawa CARES pozwala borykającym się z trudnościami finansowymi kredytobiorcom ubezpieczonych federalnie kredytów hipotecznych ubieganie się o karencję splaty trwającą do jednego roku.

4/Ankieta Conference Board — rynek pracy: zadowoleni i niezadowoleni z liczby ofert



Source: Amundi Research, Conference Board as of 4/30/20.

TEMATY

Widzimy trzy obszary, w których konsument może być bardziej podatny na zagrożenia: zadłużenie na karcie kredytowej, kredyty samochodowe i kredyty studenckie

Jak twierdzi Black Knight, firma zajmująca się badaniami nad kredytami hipotecznymi, do kwietnia ponad 7% kredytobiorców hipotecznych zdecydowało się na odroczenie płatności o 90 dni. Istnieją jednak dowody na to, że konsumenci nadal spłacają nawet kredyty objęte karencją. Kredyty studenckie charakteryzują się najwyższym odsetkiem zaległości, ale rząd Stanów Zjednoczonych automatycznie zawiesił spłaty kapitału i odsetek od federalnych kredytów studenckich do 30 września 2020 r. — decyzja ta dotyczy 85% wszystkich tego typu kredytów.

Jak wynika z kwartalnego raportu Fedu dotyczącego zadłużenia gospodarstw domowych, łączny odsetek konsumentów spóźniających się ze spłatą kart kredytowych, kredytów samochodowych oraz kredytów hipotecznych utrzymuje się na stałym poziomie.

- Odsetek kredytobiorców z zaległościami w spłacie kart kredytowych wzrósł niewiele: z 6,71% w I kwartale 2019 r. do 6,84% w I kwartale 2020 r., co stanowi wzrost o 1,77% w stosunku do minimum z II kwartału 2016 r. W I kwartale 2020 r. odsetek kredytobiorców z poważnymi zaległościami (brak płatności powyżej trzech miesięcy) wzrósł z 5,04% do 5,31%. W I kw. 2020 r. odsetek niespłaconych w terminie kart kredytowych utrzymał się na niezmienionym poziomie 4,6% w stosunku do roku poprzedniego.
- Odsetek niespłaconych w terminie kredytów samochodowych *spadł* z 7,07% w I kw. 2019 r. do 6,89% w I kw. 2020 r. Krótkoterminowe kredyty samochodowe i kredyty na samochody używane są zazwyczaj udzielane bardziej ostrożnym nabywcom, którzy spłacają je rzetelniej.
- Odsetek niespłaconych w terminie kredytów hipotecznych na cele mieszkaniowe *spadł* z 3,5% w I kw. 2019 r. do 3,48% w I kw. 2020 r. Rosnące ceny nieruchomości mieszkalnych (i wynikające z tego niższe LTV), stały wzrost dochodów i ogólnie dobra kondycja gospodarki w 2019 r. przełożyły się na spadek odsetka nieterminowo spłacanych kredytów w IV kwartale.

Ocena ryzyka zadłużenia konsumenckiego

Stosujemy podejście, które zapewnia ekonomicznie dostosowaną miarę zwrotu z aktywów poprzez podzielenie odsetka nowych kredytów przeterminowanych przez 100 tysięcy nowych wniosków o zasiłki dla bezrobotnych. Gdy wskaźnik ten jest wysoki, sugeruje, że utrata miejsc pracy powoduje ponadprzeciętny wzrost zaległości kredytowych, sygnalizując tym samym pogorszenie stanu portfela kredytowego ze względu na złą kondycję gospodarki. Wskaźnik ten jest dobrym, dostosowanym do stanu gospodarki narzędziem oceny wrażliwości na spłatę zadłużenia.

Według większości ekonomistów spłacalność kredytów konsumenckich jest silnie skorelowana z liczbą pierwszych wniosków o zasiłki dla bezrobotnych lub

innymi wskaźnikami rynku pracy, takimi jak stopa bezrobocia. W naszej analizie stwierdziliśmy, że karty kredytowe i kredyty samochodowe były narażone na ryzyko zaległości, a tym samym po uwzględnieniu korekty z tytułu stanu gospodarki przynosiły niskie zwroty. Zastanawiający jest podwyższony poziom niespłacalności kredytów samochodowych w IV kw. 2019 r., jako że silna gospodarka i niskie bezrobocie w ciągu ostatnich kilku lat powinny były spowodować tendencję spadkową w tym zakresie. Wzrost odsetka niespłaconych kredytów może być tłumaczony niższym od przeciętnego tempem wzrostu dochodów oraz wzrostem wolumenu kredytów samochodowych udzielanych kredytobiorcom z segmentu subprime, czyli posiadającym niską punktację kredytową.

Z drugiej strony, wyniki za I kw. wskazują, że poprawiła się i tak już solidna spłacalność kredytów hipotecznych na cele mieszkaniowe skorygowana ze względu na warunki ekonomiczne. Odsetek nowych niespłaconych kredytów nie zmienił się, natomiast liczba początkowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w IV kw. 2019 r. nieznacznie wzrosła. Sugeruje to, że na rynku kredytów hipotecznych nie występują obecnie żadne istotne napięcia.

Perspektywy niewypłacalności w przypadku kredytów hipotecznych, kart kredytowych i kredytów samochodowych

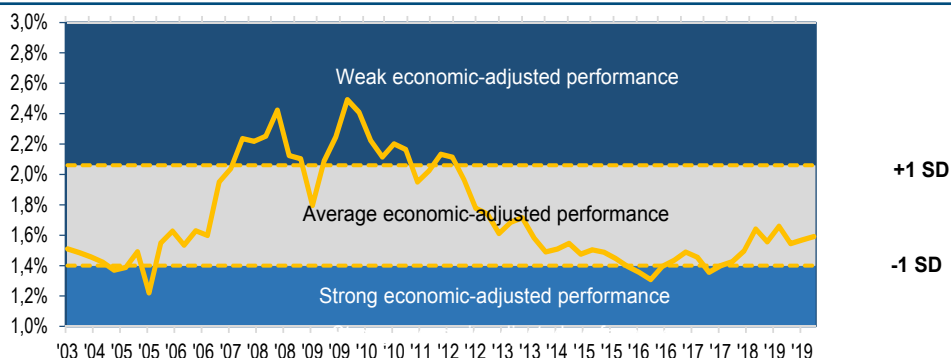
Zadłużenie gospodarstw domowych ze Stanów Zjednoczonych wzrosło w I kw. 2020 r. o 155 mld USD, do 14,3 bln USD, na co złożyły się kredyty hipoteczne (9,7 bln USD), kredyty studenckie (1,54 bln USD), kredyty samochodowe (1,35 bln USD) oraz zadłużenie na kartach kredytowych (0,89 bln USD).

Aby pomóc sobie w określeniu ryzyka niewypłacalności, stworzyliśmy funkcję łączącą roczne zmiany stopy bezrobocia z 90-dniowym wskaźnikiem niespłacalności w okresie od 1999 r. Wykorzystaliśmy trendy liniowe, aby ujawnić oczekiwaną zależność między wzrostem wskaźnika niespłacalności a bezrobociem. Nasza analiza wykazała, że przy wzroście stopy bezrobocia o 1% zaległości w spłacie mogą wzrosnąć odpowiednio o 0,1%, 0,9% i 0,9% w przypadku kredytów samochodowych, kart kredytowych i kredytów hipotecznych. Wykorzystując średnią ważoną prognozę agencji Bloomberg'a dotyczącą bezrobocia na poziomie 9,7% do końca 2020 r., szacujemy 90-dniowe wskaźniki niespłacalności na odpowiednio 3,0%, 10,6% i 6,5% w porównaniu do 2,4%, 5,3% i 1,1% w IV kw. 2019 r. oraz odpowiednio 3,5%, 11% i 8,4% w 2009 r. jako przykładzie typowego cyklu recesyjnego.

Dlaczego tym razem może być inaczej

Nasza analiza potencjalnych wskaźników niewypłacalności zakłada warunki typowej recesji — obecna jest jednak daleka od „normalnej”.

5/Spłacalność mieszkaniowych kredytów hipotecznych, z korektą z tytułu warunków ekonomicznych



Source: Federal Reserve Bank of New York 12/31/19. (Source of adjusted measures Moodys analysis titled "Post crisis low household debt delinquencies expected to rise modestly," February 12, 2019)

TEMATY

Skala problemów ze spłatą długów będzie zależeć od czasu trwania i nasilenia pandemii

- Z danych o wynagrodzeniach w sektorze pozarolniczym wynika, że 18,1 mln osób, czyli 90%, skierowano na tymczasowy przestój. Ustawa CARES ułatwia ubieganie się o zasiłek dla bezrobotnych poprzez zniesienie wymogu aktywnego poszukiwania pracy. Może to oznaczać szybsze odwrócenie tendencji na rynku pracy w miarę ponownego otwierania się gospodarki.
- Wzrost zasiłków dla bezrobotnych o 600 dolarów tygodniowo, oprócz zasiłków państwowych, sprawił, że wyjątkowo duża liczba osób odnotowała poprawę dochodów. Świadczenia stanowe i federalne wynoszą średnio 978 dolarów na tydzień, w porównaniu do świadczeń przedkryzysowych na poziomie 378 dolarów na tydzień. Według serwisu Countable.com przed kryzysem ponad połowa pracowników zarabiała poniżej 957 dolarów tygodniowo. *New York Times* doniósł niedawno, że „w ponad połowie stanów pracownicy otrzymają średnio więcej zasiłków dla bezrobotnych niż wynosi ich normalne wynagrodzenie”. Będzie to sprzyjać zdolności konsumentów do płacenia rachunków. Innym pozytywnym aspektem jest to, że ustawa CARES przewiduje wydłużenie okresu przyznawania wysokich zasiłków dla bezrobotnych o dodatkowe 13 tygodni, czyli łącznie do 39 tygodni.
- Konsumentci planują ostrożniej wydawać i oszczędzać środki z zasiłków dla bezrobotnych i pozostałych płatności transferowych. Według badania konsumenckiego Magnify Money LendingTree z kwietnia 2020 r. 42,6% konsumentów planuje za wspomniane środki płacić rachunki, 28,5% płacić za czynsz lub raty kredytu hipotecznego, a 26% zamierza je zaoszczędzić. Zachowanie to w znacznym stopniu przyczyni się do ograniczenia skali niespłaconych długów.

Wnioski

Kryzys związany z Covid-19 wywołał falę zwolnień, która może spowodować wzrost stopy bezrobocia do poziomu powyżej 20%. Ponieważ jednak wiele zwolnień jest zarejestrowanych jako tymczasowe, ponownemu otwieraniu stanowych gospodarek i wznowianiu aktywności ekonomicznej może towarzyszyć szybsze niż zwykle ożywienie gospodarcze. Chociaż nie oczekujemy, że rynek pracy całkowicie odzyska dobrą kondycję, spodziewamy się, że w drugiej połowie roku stopa bezrobocia ponownie spadnie w kontekście przyspieszenia wzrostu PKB. W tym scenariuszu powinniśmy monitorować dwa kluczowe aspekty: (a) tempo zmiany liczby wniosków o zasiłki dla bezrobotnych w otwierających się stanach, aby zmierzyć, jak szybko osoby bezrobotne powracają do pracy; a ponadto (b) wskaźnik aktywności zawodowej, aby ocenić trwałość szkód wyrządzonych sile roboczej. Zdrowy rynek pracy, choć nie na poziomie pełnego zatrudnienia obserwowanego na początku 2020 r., będzie miał kluczowe znaczenie dla oceny odporności amerykańskich konsumentów.

Pomimo dotkliwości pandemii Covid-19 uważamy, że skala niespłaconych długów może być mniejsza niż w typowym okresie spowolnienia gospodarczego, zwłaszcza biorąc pod uwagę wcześniejszą solidną kondycję gospodarki i najniższą stopę bezrobocia od 50 lat. Potencjalnie tymczasowy charakter bezrobocia, bezprecedensowy poziom i czas trwania świadczeń rządowych oraz oszczędne gospodarowanie przez konsumentów powinny ograniczyć prawdopodobieństwo niewypłacalności na dużą skalę.

Ostatecznie skala problemów ze spłatą długów będzie zależeć od czasu trwania i nasilenia pandemii. Recesja okazała się bardzo gwałtowna, ale szybszy spadek bezrobocia ograniczy skalę niewypłacalności. O ile szczytowe bezrobocie okaże się przejściowe, naszym zdaniem bilanse amerykańskich konsumentów pozostaną na tyle zdrowe, że będą oni w stanie przetrwać stosunkowo krótką, ale bardzo głęboką recesję.

TEMAT MIESIĄCA



IBRA WANE, Starszy specjalista ds. strategii rynków akcji

Złamana dynamika roku 2020

Po zakończeniu sezonu publikacji zysków za I kwartał konsensus jest prawdopodobnie nadal zbyt optymistyczny

Przy spadkach rzędu -12% w przypadku S&P 500 w USA i -35% w przypadku Stoxx 600 w Europie, wyniki za I kwartał mocno ucierpiały w następstwie pandemii, mimo że do końca kwartału ledwo co się rozpoczęła. Można więc bezpiecznie przyjąć, że w II kwartale wyniki będą jeszcze gorsze, ale też że dotrą do tegorocznego minimum. Mimo to konsensus nadal wygląda na zdecydowanie zbyt optymistyczny w odniesieniu do wyników zarówno za II kwartał, jak i za lata 2020–2021. W związku z tym wydaje się, że pozytywne skutki ponownego otwarcia gospodarki są już w znacznej mierze dyskutowane.

Negatywne skutki pandemii widać wyraźnie już w bieżącym sezonie publikacji wyników

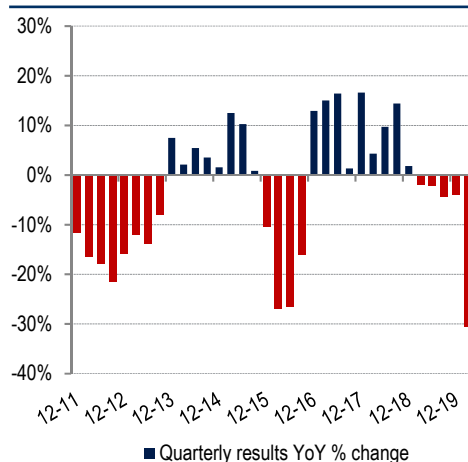
Teraz, gdy sezon publikacji wyników za I kwartał dobiega końca, nadeszła pora na wstępną ocenę. Choć w I kwartale pandemia była jeszcze daleka od szczytu, tak czy inaczej poważnie uderzyła w wyniki finansowe. Wyniki kwartalne spadły po raz pierwszy od 2015 r., w tym **o 12% w przypadku indeksu S&P 500** w Stanach Zjednoczonych **oraz o 35% w przypadku europejskiego indeksu Stoxx 600**.

Jest to tym bardziej uderzające, że w I kwartale **epidemia dopiero się rozpoczęła**. Według danych Światowej Organizacji Zdrowia (WHO) na dzień 31 marca na całym świecie odnotowano zaledwie 0,75 mln zgłoszonych przypadków, podczas gdy na

dzień 12 maja było ich ponad 4 mln. Liczba zgonów również gwałtownie wzrosła, z trzydziestu kilku tysięcy do prawie trzystu tysięcy.

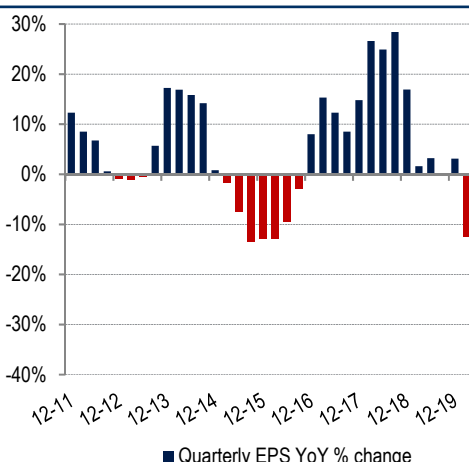
Zyski **spadły gwałtownie zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie, ale o wiele bardziej na Starym Kontynencie**, ponieważ to on został dotknięty epidemią i związanymi z nią blokadami wcześniej. Na 31 marca Europa miała trzy razy więcej przypadków niż Stany Zjednoczone (0,42 mln w porównaniu do 0,14 mln) i pięć razy więcej ofiar (11 591 w porównaniu do 2398). Proporcje te prawdopodobnie zmieniają się w II kwartale, ponieważ od kwietnia do Stanów Zjednoczonych są nowym epicentrum pandemii.

1/ Stoxx 600 – wyniki kwartalne



Source: IBES, Amundi Research

2/ S&P 500 – wyniki kwartalne



Source: IBES, Amundi Research

Dwutorowe wyniki, w zależności od sektora

Kolejnym aspektem, który ujawniły dane za I kwartał, jest wyraźny podział na dwie kategorie sektorów — zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych.

Do **najbardziej odpornych sektorów** w Europie należały opieka zdrowotna, przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, telekomunikacja oraz, w mniejszym stopniu, sektor technologiczny — w I kwartale w taki czy inny sposób zdołały one utrzymać wyniki na stałym poziomie lub nawet poprawić je. Na przeciwnym krańcu **spektrum**, w przemyśle, finansach, energetyce i cyklicznych spółkach z sektora konsumenckiego odnotowano spadek od -45% do -60% — jeśli chodzi o ten podział, sytuacja w Stanach Zjednoczonych wyglądała bardzo podobnie.

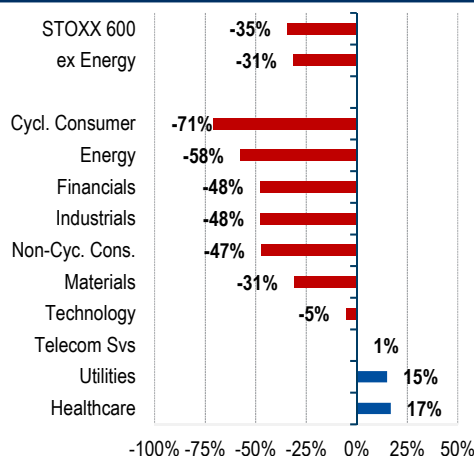
Tego rodzaju stan wynika przed wszystkim z **dekorelacji spółek cyklicznych i defensywnych**,

ale nie tylko. Energia tradycyjnie uznawana jest za sektor defensywny, ale wyniki spółek energetycznych w I kwartale załamały się po tym jak ceny ropy spadły w następstwie osłabienia globalnego popytu i niezdolności do uzgodnienia ograniczeń produkcji przez OPEC, Rosję i Stany Zjednoczone. Z drugiej strony, **sektor technologiczny**, który zwykle ma charakter cykliczny, trzyma się lepiej dzięki boomowi na telepracę i sprzedaż detaliczną online, zwiększonemu wykorzystaniu sieci oraz wyższym cenom pamięci. Blokada uderzają jednak szczególnie mocno w inne sektory. Niektóre zwykle wysoce cykliczne sektory, takie jak **transport lotniczy, motoryzacja oraz hotele, restauracje i rekreacja**, zostały uziemione — dosłownie. Wyniki spółek z **sektora finansowego**, które w ostatnich kwartałach zaczęły rosnąć, załamały się natomiast w związku z koniecznością utworzenia rezerw na złe długi.

Wyodrębniły się dwie znaczące kategorie sektorów

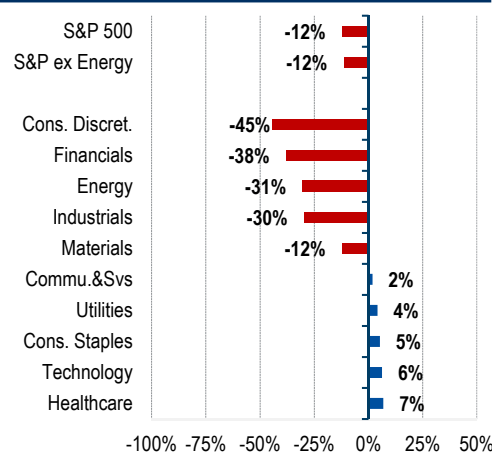
TEMAT MIESIĄCA

3/ Stoxx 600: wyniki fin. w I kw. 2020 r.,
(% zm. r/r)



Source: IBES as May 12 2020, Amundi Research

4/ S&P 500: wyniki fin. w I kw. 2020 r.,
(% zm. r/r)



Source: IBES, Amundi Research, as May 12 2020

**Tempo dostosowania konsensusu na rok 2020
wzrosło...**

Po stosunkowo powolnym początku **od połowy lutego gwałtownie przyspieszyło korygowanie konsensusu zysków w dół**. Dla przykładu, prognozy na I kwartał dla Stoxx 600 zostały obniżone kolejno z **+10%** w dniu 1 stycznia do **+3%** w połowie lutego, **-13%** pod koniec marca i **-35%** w dniu 12 maja. Podobnie, **prognozy na cały rok 2020** zostały obniżone z **+8%** w dniu 1 stycznia do **-25%** w dniu 12 maja.

Ta „zmiana biegów” odzwierciedlała kolejne etapy pandemii. W pierwszych miesiącach roku rynek wciąż ignorował wirusa i skupiał się na łagodzeniu skutków wojny handlowej między Chinami a Stanami Zjednoczonymi.

Następnie, po pierwszych raportach z Wuhan w **połowie stycznia**, inwestorzy uznali, że epidemia będzie miała stosunkowo lokalny charakter, a jej wpływ będzie jedynie pośredni i będzie się wiązać z łańcuchami wartości.

Następnie, od **połowy lutego do połowy marca**, kiedy to odnotowano pierwsze przypadki w Europie — a zwłaszcza we Włoszech, gdzie liczba potwierdzonych przypadków wzrosła z 3 do 24 700, a liczba zgonów z 0 do 1800 — tempo wprowadzania korekt wzrosło.

Jednak dopiero w **drugiej połowie marca**, wraz z wprowadzeniem blokad, konsensus faktycznie zaczął mierzyć wpływ pandemii, a prognozy makro- i mikroekonomiczne spadły w dół.

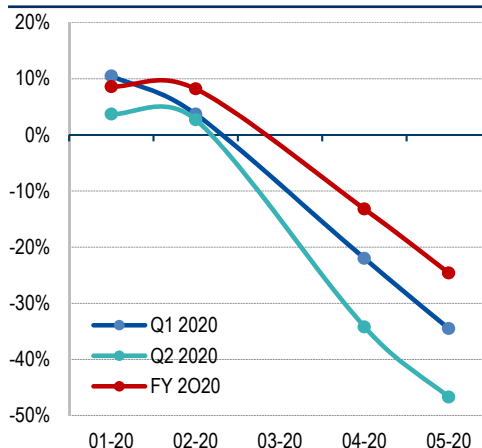
...ale bynajmniej nie wystarczająco

Korekty prognoz wyników finansowych nabrały tempa, ale nadal nie sądzimy, aby w pełni wyceniły dotkliwość rozpoczynającej się obecnie recesji — choć nadal toczy się dyskusja na temat jej przewidywanego czasu trwania, nie ma już wątpliwości co do jej intensywności, a wygląda na to, że będzie to najgorsze załamanie od czasów II Wojny Światowej.

Na cały rok 2020 MFW przewiduje spadek światowego PKB o 3,0%, w tym -5,9% w Stanach Zjednoczonych i -7,5% w strefie euro, w porównaniu z -0,1%, -2,5% i -4,5% podczas Wielkiego Kryzysu Finansowego z 2009 r. Ekonomiści Amundi są równie pesymistyczni w swoich prognozach, z podstawowym scenariuszem od -2,4% do -3,9% na świecie, w tym -4,5% do -6,5% w

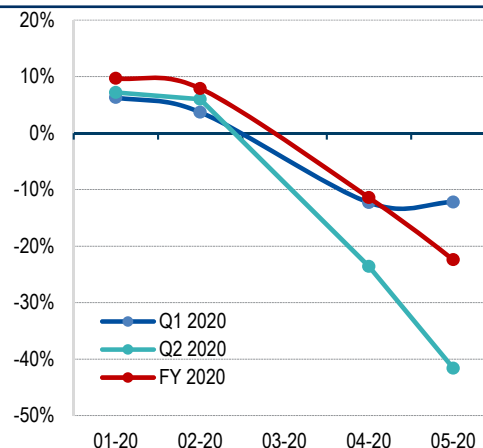
*Korekty wyników
finansowych
przyspieszyły... ale
przed nami jeszcze
długa droga*

5/ Stoxx 600
– prognozy wyn. fin. w czasie



Source: IBES, Refinitiv as May 12 2020

6/ S&P 500
– prognozy wyn. fin. w czasie



Source: IBES, Refinitiv as May 12, 2020

TEMAT MIESIĄCA

Pozycje nadzwyczajne jeszcze bardziej osłabiają wyniki finansowe

Stanach Zjednoczonych i -7,5% do -10,2% w strefie euro. Biorąc pod uwagę, że wskaźnik zysku na akcję podczas Wielkiego Kryzysu Finansowego z 2009 r. spadł o 35% w Stanach Zjednoczonych i o 47% w Europie, trudno jest sądzić, że zyski w przypadkach indeksów S&P 500 i Stoxx 600 spadną tym razem odpowiednio o 22% i 25% w ciągu całego roku.

Jest to jeszcze trudniejsze do wyobrażenia, gdy uwzględnimy, że w przeciwieństwie do 2009 r. nie będzie występować łagodzący relatywne skutki zmian efekt bazy. Zyski zaczęły spadać już w IV kwartale 2008 r. w następstwie bankructwa Lehman Brothers, podczas gdy epidemia Covid-19 rozwinęła się w pełni w ciągu niecałego kwartału.

Podczas gdy wyniki finansowe za I kwartał 2020 r. już spadły, „chwila prawdy” będzie II kwartał. Pomimo pośpiechu w obniżaniu prognoz konsensusowe przewidywania na II kwartał (-47% w Europie i -42% w Stanach Zjednoczonych) nadal wyglądają zbyt optymistycznie. W sytuacji, w której w Europie 15 dni blokady (średnio) w I kwartale wystarczyło do obniżenia zysków o 35%, trudno przewidywać, że 45 dni w II kwartale spowodowałyby spadek o zaledwie 47%. W Stanach Zjednoczonych wyniki za II kwartał powinny być bardziej odporne niż w Europie, biorąc pod uwagę większą liczbę firm, które stosują przełomowe podejścia i potrafią skuteczniej działać na odległość. Mimo to nie należy przeceniać takiej odporności, a zmiana o -12% w I kwartale nie jest zbyt dobrym prognostykiem, ponieważ w Stanach Zjednoczonych nie rozpoczęto jeszcze blokad, podczas gdy w II kwartale mają one trwać prawie sześć tygodni, tak jak w Europie.

Kolejne niespodzianki czekają na nas, gdy przejdziemy z perspektywy kwartalnej na dwuletnią. Na przykład konsensus co do poziomu Stoxx 600 przewiduje skumulowany spadek o zaledwie 1,5%, na który miałyby się składać początkowy spadek o 23% w 2020 r. oraz wzrost o 28% w 2021 r. To samo dotyczy indeksu S&P 500, w przypadku którego z konsensusu co do prognoz (-21% w 2020 r. i +28% w 2021 r.) wynika, że wyniki za 2021 r. byłyby nawet nieco wyższe niż w 2019 r. (+0,9%). W obu przypadkach wszystko to wydaje się tym bardziej nieprawdopodobne, że nawet przy odbiciu po 2020 r. realny PKB w tych dwóch regionach prawdopodobnie nie powróci do punktu wyjścia przed 2022 r. w USA i 2023 r. w Europie.

Prognozujemy głębszy początkowy spadek wyników finansowych spółek wchodzących w skład Stoxx 600 (-60%), a następnie mniej zdecydowane odbicie, które przełożyłoby się na skumulowany, dwuletni spadek o 15%.

Doszliliśmy do tego wniosku po analizie zbiorczych rachunków wyników spółek ze Stoxx 600 oraz kompleksowej analizie dźwigni finansowej, przy jednoczesnym uwzględnieniu zmian w przychodach, kosztach stałych i zmiennych oraz prawdopodobnej restrukturyzacji. Powodem tego jest fakt, że podczas epizodów o takiej skali lepiej jest polegać na podejściu analitycznym niż na tradycyjnych korelacjach (takich jak zyski i PKB, itp.), które w sytuacjach ekstremalnych szybko docierają do granic stosowalności — są one z definicji nieliczne, ale mogą znacząco wypaczyć jakość korelacji.

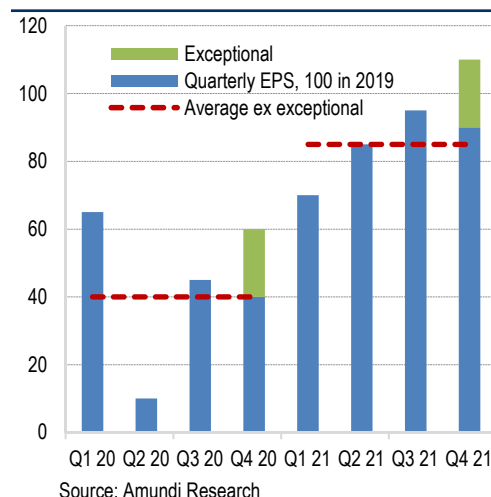
Poniższy wykres przedstawia prognozy kwartalne do końca 2021 r. Oczekuje się, że wyniki finansowe będą stopniowo rosły po osiągnięciu minimum w II kw. 2020 r. Zarówno w IV kwartale 2020 r., jak i w IV kwartale 2021 r. mogą jednak pojawić się wysokie obciążenia nadzwyczajne.

Niezależnie od wyzwań logistycznych po blokadach (transport, powrót pracowników, reorganizacja biur i obszarów wspólnych itp.), które powinny zapewnić firmom zajęcie do lata, jesienią tego roku nastąpi **zwiększenie skali działalności** — oczekuje się też, że szereg przedsiębiorstw ogłosi pod koniec tego roku **plany poprawy wydajności** w celu dostosowania się do nowego otoczenia. Biorąc pod uwagę czas wymagany na ograniczenie potrzeb i ogromną skalę obecnych wyzwań, można się spodziewać, że pod koniec 2021 r. konieczna będzie prawdopodobnie druga runda, związana z wdrożeniem środków o charakterze bardziej strukturalnym.

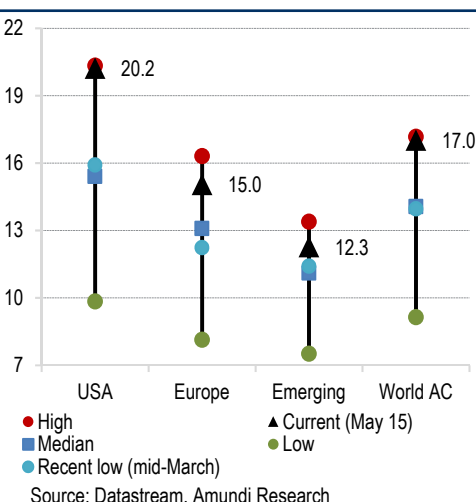
Wniosek: niecierpliwie wyczekiwane ożywienie gospodarcze jest już w większości dyskutowane.

Wkrótce powinniśmy mieć potwierdzenie tego, że gospodarka europejska rzeczywiście znalazła się na dnie w kwietniu i w maju, a sytuacja powinna zacząć się poprawiać w czerwcu, w miarę stopniowego znoszenia blokad. Tak czy inaczej, i biorąc pod uwagę trwające od połowy marca intensywne wzrosty na rynkach akcji, **wygląda na to, że niecierpliwie wyczekiwane ożywienie gospodarcze jest już w zdecydowanej większości dyskutowane.**

7/ **Stoxx 600**
Prognozy kwart. EPS



8/ **P/E: prog. 12M w trakcie cyklu (2008–2020)**



TEMAT MIESIĄCA

I tak już wysokie wskaźniki wyceny — 12-miesięczne prognozy wskaźników cena/zysk — po obu stronach Atlantyku osiągają poziomy 12-letnich maksimów lub zbliżone do nich. **Wzrosną one jeszcze bardziej** tylko wtedy, gdy (jak się spodziewamy) prognozy na najbliższe kwartały zostaną jeszcze bardziej skorygowane w dół. Tylko w Europie, w przypadku której nasza analiza była bardziej dogłębna, do 2021 r. poziom konsensusowy musiałby spaść łącznie o 14%.

Ograniczyłyby to zatem potencjał wzrostu rynków

akcji i sprawiło, że droga do trwałej hossy byłaby chaotyczna oraz zależna od rozszerzenia środków wsparcia i/lub przełomu sanitarnego.

Sfinalizowano dn. 20 maja 2020 r.

SCENARIUSZ CENTRALNY I SCENARIUSZE ALTERNATYWNE

Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy ogólną narrację pandemiczną, potwierdzając prawdopodobieństwa przypisane do scenariuszy bazowego i alternatywnych.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY

Przebieg L

20%

- **Pandemia przedłuża się do połowy 2021 r.**, przy powolnym rozwoju terapii i drugiej serii wybuchów pod koniec 2020 r.
- **Blokady krajowe są przedłużane** w następstwie wzrostu liczby zgonów.
- **Głęboka i długa globalna recesja prowadzi do depresji.** Zapaść popytu i aktywności gospodarczej, nawet poza bezpośrednie skutki zagrożenia zdrowia publicznego.
- **Pełna monetyzacja długu** na całym świecie z wysokim długiem publicznym i rosnącymi bilansami banków centralnych.
- **Utrata potencjalnej produkcji** w upadających firmach.
- Długi okres **represji finansowej** (poprzez regulacje i politykę zerowych stóp procentowych).
- **Masowe bankructwa i rosnące koszty upadków przedsiębiorstw** podważają zaufanie do sektora bankowego i prowadzą do niestabilności finansowej.
- Na pierwszy plan wysuwa się **długotrwała stagnacja**, a **nową normą jest deglobalizacja**.

SCENARIUSZ GŁÓWNY

— - przebieg bazowy

50%

- Tymczasowy, ale długotrwały szok:
 - **pandemia nie kończy się z końcem II kw. 2020 r.** (śmiertelność spada, ale choroba nie znika);
 - **ograniczone w czasie krajowe blokady** (maksymalnie do 3 miesięcy) sprawiają, że epidemię udaje się wreszcie kontrolować pod koniec III kwartału;
 - kryzysy zdrowotne i gospodarcze na wrażliwych rynkach wschodzących (Afryka i Azja Południowa).
- **Głęboka recesja globalna w I, II i III kwartale 2020 r.**, o różnym tempie i intensywności w poszczególnych regionach, wyższy poziom bezrobocia.
- **Powolne, stopniowe ożywienie począwszy od IV kw. 2020 r.** (efekty histerezy i powolny wzrost), a następnie **odbicie w 2021 r.** (głównie z powodu efektów bazy i pakietów stymulacyjnych).
- „**Bazooki**” władz fiskalnych i monetarnych w krótkim terminie (II kw.) nie usypiają demonów (czynniki strachu), ale **chronią dochody i przedsiębiorstwa** (z różnicami regionalnymi).
- **W 2020 r. następuje gwałtowny wzrost niewypłacalności firm**, co pociąga za sobą zaostrzenie warunków finansowania i spadek zysków, a także spadek cen ropy naftowej. Głęboka fragmentacja rynków obligacji korporacyjnych i problemy z wypłacalnością, która pogłębią się w 2021 r.
- Odwrócenie tendencji w **sektorze wytwórczym opóźnia odwrócenie tendencji w usługach**.
- **Ożywienie w Chinach** jest hamowane przez słabszy popyt zewnętrzny.
- Pojawiają się pewne siły stagflacyjne (**deglobalizacja**).

SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY

Przebieg U

30%

- **Szok ograniczony czasowo, pandemia** pod kontrolą w II kw. 2020 r.
- **Głęboka, ale krótkotrwała recesja** głównie w I półroczu 2020 r., a także szybki spadek bezrobocia.
- Działania banków centralnych i **skoordynowane środki fiskalne** na całym świecie wspierają rewitalizację gospodarki, która zaczyna zmierzać w stronę stanu sprzed kryzysu już w 2021 r.
- **Odwrócenie** sytuacji w sektorze wytwórczym i usługowym.
- **Ograniczona liczba niewypłacalności firm** dzięki wsparciu rządowemu i środkom wsparcia płynności banków centralnych.
- Pojawia się stłumiony popyt.
- **Wzrost powyżej potencjału w 2021 r.**, a w niektórych krajach być może już w II połowie 2020 r.

Co sądzimy o Covid-19

Chiny ogłosiły, że wygrały walkę z Covid-19 — wygląda też na to, iż ich gospodarka wraca na właściwą drogę. Mimo że druga fala jest jeszcze możliwa, Chiny, Japonia i inne kraje azjatyckie jak na razie z powodzeniem radzą sobie ze zwalczaniem nowych ognisk. **W Europie i w Stanach Zjednoczonych stopniowo znoszone są ograniczenia**, a dzienny wskaźnik śmiertelności pacjentów, u których zdiagnozowano wirusa, nadal się zmniejsza.

Gdy piszemy te słowa, według oficjalnych danych zarażonych zostało około 5,5 mln osób, a 350 tysięcy zmarło, z czego jedna trzecia w Stanach Zjednoczonych. W Brazylii szpitale są przeciążone, a w Rosji odnotowano ponad 350 tys. przypadków, jednak śmiertelność jest tam stosunkowo niska. Statystyki stają się jednak coraz mniej wiarygodne w miarę rozprzestrzeniania się wirusa na rynkach wschodzących.

Chociaż szansa na znalezienie odpowiedniego leku lub szczepionki wzrasta, ponieważ kilka badań klinicznych wykazuje zachęcające wyniki, nadal nie ma możliwości leczenia tej choroby. W związku z tym utrzymywanie dystansu społecznego, pozostawanie w domach oraz dostępność masek, testów i środków do dezynfekcji dłoni pozostają głównymi czynnikami powstrzymującymi rozprzestrzenianie się epidemii. W większości przypadków granice pozostają zamknięte, również w obrębie Unii Europejskiej. Strefa Schengen i kraje rozwinięte konkurują o sprzęt medyczny, leki i potencjalną szczepionkę. Nierówny dostęp do szczepionki będzie prawdopodobnie **źródłem napięć geopolitycznych** w przyszłości.

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Czynniki ryzyka zostały podzielone na klastry w celu ułatwienia wykrywania strategii hedgingowych, ale są one oczywiście powiązane. Choć potwierdzamy ogólny opis perspektyw, zwracamy uwagę, że pandemia zaostrzyła istniejące słabości i zwiększyła wrażliwość na zagrożenia w sytuacji, w której na radarze pojawiło się więcej czynników ryzyka: prawdopodobieństwo urzeczywistnienia się zagrożeń finansowych i geopolitycznych jest większe.

RYZIKO EKONOMICZNE	RYZIKO FINANSOWE	RYZIKO (GEO)POLITYCZNE
10%	15%	15%
Prawdopodobieństwo	Prawdopodobieństwo	Prawdopodobieństwo
Depresja	Niestabilność finansowa	Covid-19 zaostrza napięcia polityczne
- Europejski Fundusz Odbudowy pojawia się zbyt późno, a jego wdrażanie nie nabiera tempa. Podważa to pozycję EBC, ponieważ pogłębiają się różnice gospodarcze. - Pandemia trwa nadal: druga fala i rosnąca liczba ofiar śmiertelnych, prowadząca do wznowienia środków ograniczających. - Głęboka, długa globalna recesja: popyt pozostaje stłumiony, ponieważ bezrobocie utrzymuje się na poziomie historycznych maksimów. - Nadmierne obciążenie długiem po kryzysie, prowadzące do kryzysu związanego z długiem państwowym. - Rosnące ryzyko niewypłacalności i pogłębienie niestabilności rynków wschodzących (eksporterzy pojedynczych surowców, turystyka).	- Wzrost podatności przedsiębiorstw na zagrożenia, problemy z wypłacalnością i wzrost ryzyka niewykonania zobowiązań (>15 lub nawet 20%). - Efekt domina w sektorze bankowym i wzrost ryzyka finansowego przy dużej liczbie przypadków niewypłacalności z powodu światowej recesji i niestabilności finansowej. - Nieefektywność polityki banków centralnych: rentowność długoterminowych obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych rośnie pomimo QE Fedu przy niskim wzroście na rynkach pierwotnych (to samo zjawisko może wystąpić w strefie euro). - Obniżanie ratingów, kryzys bilansu płatniczego oraz niewypłacalność kredytobiorców i emitentów obligacji w wyniku nadmiernego łagodzenia polityki pieniężnej mimo istniejących słabości budżetowych i zewnętrznych.	- Napięcia amerykańsko-chińskie pojawiają się w wielu obszarach, od Covid-19 po handel i technologie. - UE nie uzgadnia i/lub nie wdraża planu naprawy gospodarczej, co ostatecznie zagraża integracji politycznej. - Wybory w Stanach Zjednoczonych: Bardziej agresywna retoryka kampanii wpływa na rynek. Wynik wyborów przynosi prowadzi do politycznego impasu. - Interesy (i cele) związane z gospodarką i bezpieczeństwem narodowym prowadzą do nowej fali konfliktów handlowych w następstwie powrotu epidemii. - Wielka Brytania zbliża się do twardego Brexitu.
+ Gotówka, obl. indeksowane inflacją, USD, defensywne w przeciwieństwie do cyklicznych	+ CHF/AUD, JPY (AUD, NZD, CAD), CDS, opcje, fundusze minimalnej zmienności	+ Obl. skarbowe z rynków rozwiniętych, gotówka, złoto, obl. indeksowane inflacją, USD, zmienność, jakość
- Ropa, aktywa ryzykowne, waluty eksporterów surowców, dług z rynków wschodzących denominowany w walucie lokalnej	- Ropa naftowa, aktywa ryzykowne, „frontier markets” i odpływy kapitału	- Ropa, aktywa ryzykowne, EMBI

Metodologia

Scenariusze

Prawdopodobieństwa te odzwierciedlają szansę wystąpienia określonych reżimów finansowych (scenariusz główny, pesymistyczny i optymistyczny), które są uwarunkowane i określone przez nasze prognozy makroekonomiczne. W odniesieniu do naszego powiększonego zbioru danych makroekonomicznych wykorzystujemy algorytm klastrowania k-średnich, dzieląc obserwacje na klastry K, gdzie K oznacza większość zmienności zbioru danych. Obserwacje przypisywane są do poszczególnych klastrów na podstawie ich podobieństw. Grupowanie obserwacji w klastry k uzyskuje się poprzez minimalizację sumy kwadratów odległości euklidesowych pomiędzy obserwacjami a skupiskami centroidalnymi, czyli wartościami referencyjnymi dla każdego z klastrów. Im większa odległość, tym mniejsze prawdopodobieństwo przynależności do danego reżimu. Ostatecznie zastosowano nakładkę jakościową GIC.

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.

PORTFELE WIELOAKTYWOWE – STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

Jak odczytywać ocenę punktów zwrotnych

● Zwrotu jeszcze nie było — zbyt wcześnie, by o nim mówić

● Zwrot się zbliża

● Zwrot już nastąpił

● KONTEKST EKONOMICZNY

- Globalny konsensus osiągnął nowe minima, niższe nawet od poziomów z czasu Wielkiego Kryzysu Finansowego; wydaje się, że poziom nieprzewidywalności globalnej gospodarki, odzwierciedlany przez indeks Citi ESI, rozpoczął pewien zwrot.
- Poziom konsensusowy może być jeszcze mniejszy, ponieważ w ciągu najbliższych kilku tygodni może pojawić się szereg negatywnych danych, jednak korekta, która nastąpiła już miejsce w wielu krajach, może pozostawić miejsce na pozytywnie niespodzianki gospodarcze, biorąc pod uwagę bardzo niskie, pesymistyczne oczekiwania.

● FUNDAMENTY I WYCENA

- Spodziewamy się, że w II i III kw. bieżącego roku wyniki finansowe przedsiębiorstw pogorszą się, by odbić się w 2021 r.
- Ogólnie rzecz biorąc, możliwość poprawy sytuacji w scenariuszu centralnym nie jest wystarczająca, by zrównoważyć możliwość dalszego pogarszania się scenariusza pesymistycznego.
- Wycena: Wskaźniki cena/zysk (P/E) są dalekie od sygnalizowania potencjalnych punktów wejścia (17 w przypadku S&P500 i 15 w przypadku Euro Stoxx 600).

DEFENSYWNA ALOKACJA AKTYWÓW

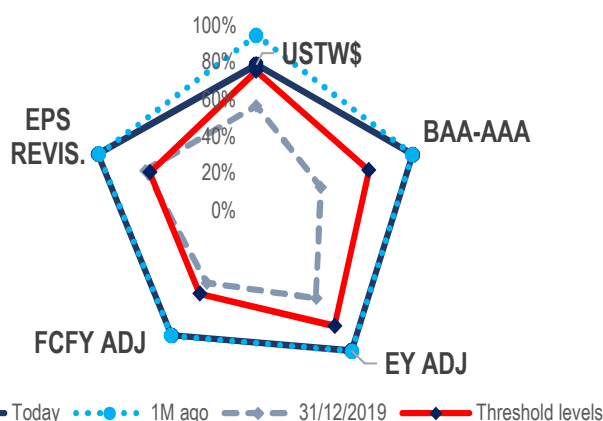
● ASPEKTY TECHNICZNE

- Na podstawie **sygnałów taktycznych** (tj. **czynniki techniczne** oraz wskaźników czystego sentymentu) stwierdzamy, że obraz pozostaje mieszany. Pomimo pozytywnych sygnałów technicznych (tj. dynamiki, z punktacjami średnioterminowymi tym razem doganiającymi pozytywny odczyt krótkoterminowy z ubiegłego miesiąca), **wskaźniki nastrojów nadal sygnalizują negatywne nastawienie do ryzyka**.

● NASTROJE

- Patrząc na warunki finansowe (które pozostają napięte, ale złagodzone w odpowiedzi na interwencję banków centralnych), można stwierdzić, że wskaźniki kondycji systemu bankowego (TED, LIBOR, obligacje korporacyjne) zbliżyły się już do 10-letniego minimum. W rzeczywistości banki otrzymały olbrzymi zastrzyk płynności. Pytanie brzmi: czy zamierzają wprowadzić go do systemu, niezależnie od ryzyka? Z perspektywy przepływów (dane State Street) w kwietniu i w pierwszej połowie maja nastroje charakteryzowano jako „neutralne+”. Analiza wskaźnika Behavioral Risk Scorecard (BRS) pozwala dojść do wniosku, że inwestorzy nadal sądzą, iż walka z bankami centralnymi jest trudna, niezależnie od tego, jak wyraźna jest przyszłość.

Wartości „czujek” Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST) osiągnają maksima



Amundi Research, Data as of 15 May 2020

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

Wartości naszych „czujek” są obecnie bardzo wysokie w związku z utrzymującymi się napięciami na rynku obligacji korporacyjnych niskiej jakości — co pokazuje spread między wybranymi ratingami agencji Moody’s (AAA↘↘, Baa↘). Korekty EPS w dalszym ciągu spadają, zbliżając się do historycznych minimów.

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 skorygowana 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 Napięcia między Chinami a Stanami Zjednoczonymi wzrastają

Napięcia między Chinami a Stanami Zjednoczonymi nasiliły się w związku z coraz ostrzejszymi atakami na postawę tych pierwszych wobec pandemii. Napięcia związane z clam i środkami pozataryfowymi (takimi jak np. te skierowane przeciwko Huawei) doprowadzą do działań odwetowych ze strony Chin, co sprawi, że dotychczasowe wysiłki staną się daremne. W przestrzeni walutowej może pojawić się pewna reakcja Chin: przewidzieliśmy scenariusz ryzyka, w którym kurs USD/CNY osiągnie szczyt na poziomie 7,30, w porównaniu z 7,15 w scenariuszu bazowym. W szerszej perspektywie Covid-19 może doprowadzić do przeobrażenia obecnych napięć handlowych w bardziej strukturalny konflikt — swego rodzaju „zimną wojnę”.

2 Rynek pracy

USA: Pierwsza runda likwidacji miejsc pracy koncentrowała się na sektorach pierwszej linii (tj. związanych z usługami i hotelarstwem) — poszkodowane zostały małe i średnie przedsiębiorstwa, sektory oferujące niższe wynagrodzenia oraz pracownicy. Zmiana kompozycji siły roboczej spowodowała znaczący wzrost przeciętnej stawki godzinowej. Niektórzy bezrobotni zostali zgłoszeni jako skierowani na przestój. Obecnie stopa bezrobocia na poziomie 14,7% może nie odzwierciedlać pełnej skali szkód, które staną się widoczne w ciągu najbliższych kilku miesięcy (wpływ drugiej rundy zwolnień i dalsze negatywne konsekwencje gospodarcze). Szacujemy, że zagrożonych jest około 30 mln miejsc pracy, a bezrobocie może wzrosnąć do około 22%, by następnie stopniowo maleć (po osiągnięciu maksimum w II-III kwartale). Należy zwrócić uwagę na liczbę osób ponownie składających wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (czy i w jaki sposób zmniejsza się ona w stanach rezygnujących z ograniczeń) oraz trendy w zakresie współczynnika aktywności zawodowej (czy pozostaje on słaby, czy też nie — czy bezrobotni zaczynają aktywnie szukać pracy).

W Chinach następuje ożywienie gospodarcze (dowodzą tego dane makro- i mikroekonomiczne), co świadczy o tym, że sektor usług najgorsze ma już prawdopodobnie za sobą, podczas gdy presja na zatrudnienie w sektorze wytwórczym rośnie. W rezultacie połączonego wpływu tych dwóch czynników stopa bezrobocia prawdopodobnie utrzyma się w najbliższym czasie na poziomie nieco poniżej 6%. Najgorszy odczyt miał miejsce w lutym i wyniósł 6,2%.

3 Orzeczenie niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego

Orzeczenie niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego stanowi wyzwanie dla struktury prawnej UE. Konsekwencje polityczne są w tym przypadku większym zagrożeniem niż krótkoterminowy wpływ na politykę pieniężną i gospodarkę.

Najlepszą strategią dla EBC jest brak wyraźnej reakcji połączony z uznaniem orzeczenia i kontynuowaniem działalności w dotychczasowy sposób. W przeciwnym razie orzeczenie mogłoby utrudniać drogę innym sądom krajowym do zakwestionowania legalności ram prawnych UE.

4 Zwiększone potrzeby w zakresie finansowania

Zwiększone potrzeby w zakresie finansowania muszą powodować zakłócenia na rynku i presję na stopy procentowe. Możliwości podwyższenia stóp procentowych są ograniczone, ponieważ banki centralne będą monetyzować dodatkową podaż długu oraz obligacje krótko- i długoterminowe (Fed skupi nieograniczoną ilość obligacji skarbowych i MBS, podczas gdy EBC zwiększy skalę PEPP). W ramach scenariusza bazowego zakładamy, że kryzyś rentowności spłaszczy się w kontekście kiepskich oczekiwań dotyczących stanu gospodarki oraz inflacji.

5 Rynek akcji

Rynek akcji dyskontują rzeczywistość bliższą scenariuszowi optymistycznemu w otoczeniu niesprzyjającym wzrostowi wskaźników zysku na akcję (EPS). Wyceny wzrosły w następstwie zapowiedzi banków centralnych deklarujących podjęcie „wszelkich wymaganych działań” i łagodzenia warunków finansowych. Reakcje z zakresu polityki monetarnej i fiskalnej oraz sytuacja w zakresie ograniczeń epidemicznych skłaniają nas do utrzymania strategicznych preferencji dla aktywów ryzykownych, choć ich wysokie ceny nie rogują najlepiej, jeśli chodzi o dalsze wzrosty. Rekomendujemy powstrzymanie się od pogoni za akcjami, preferując względne bezpieczeństwo obligacji klasy inwestycyjnej.

Brexit: prawdopodobieństwo niepowodzenia wzrasta

Ponieważ trzecia runda negocjacji między Wielką Brytanią i UE nie przyniosła znaczących postępów, obie strony stoją w obliczu rosnącego ryzyka Brexitu bez umowy. Od końca czerwca dzieli nas zaledwie kilka tygodni, a Wielka Brytania nadal może wnioskować o przedłużenie rozmów, czego dotychczas odmawiała. **Kryzys związany z Covid-19 spowodował pewne opóźnienia**, ale rozmowy zostały wznowione poprzez wideokonferencję. Ostatnia runda zakończyła się wymianą gorzkich słów pomiędzy negocjatorem z ramienia Unii Europejskiej, Michele Barnierem, a reprezentującym Wielką Brytanię Davidem Frostem — podkreślono brak porozumienia w kluczowych kwestiach, w tym w zakresie wspólnych standardów zarządzania, społecznych i środowiskowych, czyli tzw. „równych zasad”. Nadal niejasne są inne kwestie, takie jak rozwiązanie mające na celu uniknięcie sztywnej granicy w Irlandii czy przepisy imigracyjne.

Korzenie nieporozumień są głębokie. W rzeczywistości UE nadal stara się zawrzeć umowę, która umożliwiłaby Wielkiej Brytanii szeroki dostęp do jednolitego rynku wraz z wynikającymi z niego obowiązkami, podczas gdy Wielka Brytania zasadniczo domaga się relacji opartej na umowie handlowej z lekkimi obowiązkami i brakiem nadzoru ze strony UE.

Zegar tyka. Rada Europejska, której posiedzenie zaplanowano na 18-19 czerwca, ma omówić z Wielką Brytanią nową umowę, a 7 miesięcy wydaje się okresem niezwykle krótkim, jeśli chodzi o sfinalizowanie porozumienia i jego ratyfikację przez 27 państw członkowskich. Jeśli strony nie zmienią swojego stanowiska, a Wielka Brytania nie zwróci się o przedłużenie terminu, istotnie wzrośnie prawdopodobieństwo tego, że Brytyjczycy, którzy 30 stycznia opuścili Unię Europejską, 31 grudnia nie będą mieli porozumienia handlowego ze swoim głównym partnerem gospodarczym. Warto jednak pamiętać, że w ubiegłym roku, po bardzo napiętych negocjacjach, obie strony ostatecznie wykazały się pragmatyzmem i podpisały porozumienie o opuszczeniu UE przez Wielką Brytanię.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	-/=		Korelacja pomiędzy danymi ekonomicznymi (słabymi) a wynikami rynkowymi (pozytywnymi) nigdy nie była tak niska, a rynki dyskontują szybkie ożywienie, co naszym zdaniem jest zbyt optymistyczne. Sądzymy, że prognozy wyników finansowych będą nadal spadać, i utrzymujemy postawę defensywną. Tego ostrożnego poglądu nie należy jednak mylić z długoterminowym pozytywnym stanowiskiem, ponieważ amerykańskie akcje są rozsądnie wyceniane w stosunku do ich kosztu kapitału. Ponadto rentowność dywidend z amerykańskich akcji jest wyższa od rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, co jest rzadkością.
	Europa	-/=		Bezprecedensowe nagłe zatrzymanie gospodarki już wpłynęło na popyt i podaż w otoczeniu, w którym widoczność przyszłości jest niska, a zakres możliwych wyników szeroki. Dlatego też ostrożność jest uzasadniona, a my zalecamy inwestorom bilansowanie ryzyka krótkoterminowego okazjami średnioterminowymi poprzez utrzymanie dyscypliny procedur, skupienie się na selekcji akcji i zapewnienie odpowiedniej płynności.
	Japonia	=		Wyceny spółek pozostają poniżej długoterminowych średnich, poziom zadłużenia jest niższy od przeciętnego, ale obecna recesja i słaby popyt globalny będą miały wpływ na zyski. Utrzymujemy podejście neutralne.
	Rynki wschodzące	=		Przyjmujemy zasadniczo ostrożne podejście i przyglądamy się spółkom z krajów znajdujących się na późniejszym etapie cyklu epidemicznego (Chiny, Tajwan, Korea Południowa) oraz mniej podatnych na zagrożenia krajów, które prężnie rozwijają rynek wewnętrzny i robią postępy w zakresie reform strukturalnych (EMEA, Indie). W związku z utrzymującą się globalną niepewnością i dalszymi napięciami handlowymi mogą się jednak pojawić pewne przeciwności.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	=/+		Popyt na amerykańskie obligacje skarbowe pozostaje wysoki, a sprzyjają mu program luzowania ilościowego oraz napływ kapitału z zagranicy. Chociaż na ostatnim posiedzeniu FOMC nie zmienił głównej stopy procentowej, Kongres Stanów Zjednoczonych zatwierdził dodatkowe środki fiskalne, w rezultacie których łączna kwota tego rodzaju bodźców osiągnie poziom zbliżony do 3 bln USD. Program emisji, w tym obligacji z długim terminem wykupu, zwiększy przeciętną durację dostępnych papierów — będzie ona dostępna do wchłonięcia przez rynek.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+		Spready obligacji klasy inwestycyjnej zmalały, a rynki wchłonęły rekordową emisję obligacji korporacyjnych, wspieraną przez kontynuację luzowania ilościowego. Biorąc pod uwagę taki spadek spreadów i zwiększoną niepewność (społeczną, gospodarczą i rynkową), można stwierdzić, że coraz większe znaczenie będzie mieć podejście selektywne. Atrakcyjne wyceny oferują jednak atrakcyjne perspektywy zwrotu w okresie od jednego do dwóch lat.
	Wysokodochodowe USA	-		Na początku kwietnia Fed niespodziewanie rozszerzył zakres swoich programów skupu obligacji korporacyjnych o papiery przeżywających związane z kryzysem problemy „upadłych aniołów”, a także fundusze ETF inwestujące w instrumenty wysokodochodowe, co pobudziło aktywność inwestorów i spadek spreadów. Mimo to pozostajemy bardzo ostrożni i skupiamy się na jakości, ponieważ każde ożywienie gospodarcze będzie prawdopodobnie powolne.
	Skarbowe Europa	-/=		Pozostajemy ostrożni i czekamy na to, jak inne państwa członkowskie UE przyjmą niedawne porozumienie między Francją a Niemcami w sprawie dążenia do utworzenia funduszu naprawczego. Nadal podchodzimy umiarkowanie konstruktywnie do obligacji państw peryferyjnych.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	++		Denominowane w euro obligacje klasy inwestycyjnej powinny skorzystać z obecnego środowiska normalizacji i zapewnianej przez EBC dużej płynności. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do obligacji klasy inwestycyjnej denominowanych w EUR, a zwłaszcza do długu podporządkowanego w sektorze finansowym.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	-/=		Utrzymujemy podejście selektywne do sektorów przemysłowych, takich jak przemysł samochodowy, a także do farmacji i mediów. Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że płynność stabilizuje się, ale w obecnym otoczeniu rynkowym jest nadal ograniczona.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Covid-19 i dynamika ropy naftowej kształtują środowisko gospodarcze dla rynków wschodzących — ogólnie rzecz biorąc, jesteśmy ostrożni. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do długu denominowanego w twardej walucie, w obrębie którego podchodzimy konstruktywnie do wybranych krajów emitujących instrumenty wysokodochodowe, a ponadto uważamy, że niektóre oferty obligacji klasy inwestycyjnej z rynku pierwotnego IG są atrakcyjne.
INNE	Surowce			Surowce cykliczne nie są wspierane przez kontekst ekonomiczny z powodu globalnych blokad, a ropa naftowa „cierpi” z powodu tego samego losu. Chociaż ceny ropy naftowej skorzystają na powrocie aktywności gospodarczej, rynki nadal dyskontują ogromną strukturalną nadwyżkę podaży i scenariusz braku ożywienia gospodarczego. Złoto pozostaje w tym kontekście wielkim zwycięzcą, ponieważ korzysta jednocześnie z niepewności gospodarczej, rosnących deficytów budżetowych i programów skupu organizowanych przez banki centralne w ramach luzowania ilościowego.
	Waluty			W sytuacji, w której interwencje banków centralnych i rządu pomogły ograniczyć ryzyko kredytowe i złagodzić warunki finansowe, dolar amerykański pozostał odporny, a deprecjacja była widoczna w odniesieniu do zaledwie kilku walut. Ponadto, gdy przyjrzymy się podstawom, okaże się, że indeks dolara amerykańskiego (DXY) notowany jest z premią w stosunku do swojej wartości godziwej. W czasach niepewności i spadających oczekiwań co do wzrostu gospodarczego nie można jednak liczyć na to, że wyceny będą należycie odzwierciedlać rzeczywistość. EUR radziło sobie słabo, ponieważ wzrost gospodarczy w strefie euro łałamuje się (bardziej niż w Stanach Zjednoczonych), a orzeczenie niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego tylko zaszkodziło tej walucie. Francusko-niemieckie porozumienie w sprawie funduszu naprawczego może jednak wywrzeć pozytywny wpływ. Nasz cel 12M dla EUR/USD wynosi 1,14.

LEGENDA

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

Źródło: Amundi, na dzień 25 maja 2020 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

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

KRAJE ROZWINIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2020-05-20 r.

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2019	2020 (zakres)	2021	2019	2020	2021
Świat	3,1	-4,1/-2,7	3,9/5,1	3,0	2,4	2,5
Kraje rozwinięte	1,7	-7,6/-5,8	3,1/4,7	1,5	0,7	1,0
USA	2,3	-6,5/-4,5	2,5/4,5	1,8	1,0	1,0
Japonia	1,2	-4,9/-4,3	2,0/2,6	0,7	0,1	0,5
Wlk. Bryt.	1,4	-9/-7	3,0/5,0	1,8	1,2	1,4
Strefa euro	1,2	-10,2/-7,5	3,6/5,6	1,2	0,6	1,1
Niemcy	0,6	-9,5/-7,5	3,4/5,4	1,5	0,7	1,2
Francja	1,2	-10,6/-7,0	4,3/6,0	1,3	0,6	1,1
Włochy	0,3	-10,7/-7,8	2,9/4,9	0,7	0,1	1,0
Hiszpania	2,0	-10,4/-7,9	3,5/5,5	0,7	0,3	1,0

Źródło: Amundi Research

- Stany Zjednoczone:** Kryzys epidemiczny wpędził amerykańską gospodarkę w ostre załamanie koniunktury, z poważnymi zakłóceniami działalności gospodarczej i masowymi zwolnieniami. Bezrobocie wzrosło do dwucyfrowego poziomu (14,7%). Zaufanie spadło po stronie zarówno konsumentów, jak i przedsiębiorców, a inflacja konsumencka zaczęła odzwierciedlać konsekwencje blokad, przy czym główny wskaźnik CPI spadł do 0,3% r/r (wcześniej 1,5%). Przebieg i profil ożywienia są nadal bardzo niepewne, ale spodziewamy się, że PKB skurczy się między 4,5% a 6,5% r/r, podczas gdy inflacja utrzyma się na znacznie niższym poziomie, co wiąże się ze znacznym ryzykiem wystąpienia w tym roku deflacji.
- Strefa euro:** Europejska gospodarka doznała poważnego skurczu, o czym świadczą fatalne wstępne dane o PKB za I kwartał, które okazują się jeszcze bardziej niepokojące, gdy weźmie się pod uwagę to, że w kilku krajach blokada rozpoczęła się dopiero w ostatnich tygodniach kwartału. Spodziewamy się, że w 2020 r. gospodarka strefy euro skurczy się od -7,5% do -10%. W niektórych krajach blokady zaczęły być łagodzone, a wkrótce nastąpi to w większości z nich, co powinno sprzyjać pewnemu odbiciu towarzyszącemu wznawianiu działalności, choć nie oczekujemy ożywienia w kształcie litery V. Ze względu na ceny energii i słaby popyt inflacja jest niska, a ponadto wystąpi zagrożenie deflacją. Inflacja HICP w strefie euro spadła już do 0,4% w kwietniu, w porównaniu z 0,7% w marcu.
- Japonia:** Biorąc pod uwagę spadający popyt globalny i wprowadzone w kwietniu krajowe środki zwalczania epidemii, spodziewamy się, że gospodarka Japonii najbardziej ucierpi w II kwartale, przy czym zarówno konsumpcja prywatna, jak i inwestycje przedsiębiorstw prawdopodobnie zmniejszą się po raz trzeci z kolei. Mimo to oczekujemy, że Japonia poradzi sobie lepiej niż inne gospodarki rozwinięte dzięki lepszej kontroli rządu nad rozprzestrzenianiem się epidemii Covid-19. Dane o wysokiej częstotliwości sugerują, że spadek japońskiej mobilności był płytszy niż w Stanach Zjednoczonych i Europie i przypominał sytuację w innych gospodarkach Dalekiego Wschodu.
- Wielka Brytania:** Wydaje się, że gospodarka brytyjska skurczy się najbardziej od prawie stulecia, ponieważ już w I kwartale w wyniku blokad doszło do załamania PKB o 2%. Spodziewamy się, że w 2020 r. gospodarka skurczy się o 6–8%, co stanowiłoby największy roczny spadek PKB od 1921 r. Tendencja spadkowa inflacji CPI od początku roku najprawdopodobniej utrzyma się w 2020 r., ponieważ ceny energii obniżą stopę nominalną, a słaby popyt wpłynie ujemnie na komponent bazowy. Utrzymująca się słabość popytu i niepewność prawdopodobnie skłonią bank centralny dalszego luzowania.

Uwaga: 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 jest wyższy, co ogranicza ich dokładność statystyczną i zwiększa ich niepewność ze względu na większe różnicowanie przewidywanych wartości.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	25.05.2020	Amundi + 6 m.	Konsensus III kw. 2020	Amundi + 12m.	Konsensus I kw. 2021
USA	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,08
Strefa euro	-0,50	-0,50	-0,56	-0,50	-0,58
Japonia	-0,05	-0,2	-0,1	-0,2	-0,12
Wlk. Bryt.	0,10	0,00	0,02	0,00	-0,01

Źródło: Amundi Research

- Fed:** Ostatni komunikat z posiedzenia FOMC nie był istotnym wydarzeniem: obecne stanowisko w zakresie polityki monetarnej zostało ocenione jako właściwe, a jednocześnie potwierdzono ultradostosowawczy charakter dalszej polityki oraz wcześniejsze zapowiedzi. Ostrzegając przed „znacznymi zagrożeniami dla perspektyw gospodarczych w perspektywie średnioterminowej”, Fed zobowiązał się, że w razie potrzeby zrobi więcej i wykorzysta swoje uprawnienia do granic możliwości, aby pomóc gospodarce, utrzymując niskie stopy procentowe i kierując kredyty do obszarów krytycznych. Jeśli chodzi o inflację, nie wyrażono żadnych poważniejszych obaw. Liczą się oczekiwania inflacyjne, a skala bodźców zapewnianych przez Fed i Kongres powinna je podtrzymać. Fed będzie w dalszym ciągu odgrywał swoją rolę w powiązaniu ze środkami fiskalnymi: w szczególności skarbowo państwo dysponuje kapitałem umożliwiającym zwiększanie skali oddziaływania instrumentów wprowadzanych przez Fed w sektorze prywatnym.
- EBC:** Podczas ostatniego posiedzenia EBC skoncentrował działania na środkach zwiększających płynność, w przeciwieństwie do programów luzowania ilościowego, a konkretnie na:
 - złagodzeniu warunków związanych z wcześniej ogłoszonymi operacjami TLTRO (obniżenie stopy procentowej do 50 punktów bazowych poniżej obecnej stopy -50 p.b.); jak również
 - na wprowadzeniu „nowej serii nieukierunkowanych, nadzwyczajnych, długoterminowych operacji refinansujących w sytuacji pandemii (PELTRO)” o stałej stopie procentowej -25 p.b.
- Bank Japonii:** W kwietniu i maju Bank Japonii nadal kontynuował luzowanie. Po podwojeniu skali skupu funduszy ETF zwiększono wolumen QE, rezygnując z rocznego celu „miękkiego” w wysokości 80 bln JPY (obecny poziom to 14 bln JPY), aby uwzględnić wzrost bodźców fiskalnych. Zapowiedziano dodanie znacznej ilości papierów komercyjnych i obligacji korporacyjnych. Ponadto Bank Japonii ujawnił nowy program finansowania MŚP. Przewiduje on zwiększenie wsparcia dla przedsiębiorstw o 30 bln JPY (280 mld USD), do 75 bln JPY (700 mld USD), a także przedłużenie terminu do końca marca 2021 r. W przypadku istniejących operacji funduszy specjalnych Bank Japonii rozszerzył zakres zabezpieczeń kwalifikowanych o wszystkie wierzytelności prywatne.
- Bank Anglii:** Bank Anglii utrzymał stopę bankową na poziomie 10 p.b., a skalę skupu aktywów na niezmiennym poziomie 645 mld GBP, chociaż dwóch członków głosowało za jego natychmiastowym zwiększeniem o 100 mld GBP. Zarówno protokół, jak i sprawozdanie dotyczące polityki pieniężnej sugerowały stanowisko „gołębie”, co może świadczyć o tym, że dalsze bodźce monetarne realizowane poprzez skup aktywów są prawdopodobne w najbliższej przyszłości, biorąc pod uwagę „ryzyko pogorszenia się wszystkich aspektów perspektywy średnioterminowej”.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
Rezerwa Federalna (FOMC)	10 czerwca
EBC (Rada Prezesów)	4 czerwca
Bank Japonii (MPM)	16 czerwca
Bank Anglii (MPC)	18 czerwca

Źródło: Amundi Research

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2020-05-20 r.

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2019	2020 (zakres)	2021	2019	2020	2021
Świat	3,1	-4,1/-2,7	3,9/5,1	3,0	2,4	2,5
Kraje wschodzące	4,1	-1,8/-0,7	4,4/5,3	4,0	3,6	3,4
Brazylia	1,1	-4,6/-3,2	0/1,0	3,7	2,9	3,7
Meksyk	-0,1	-5,3/-4,3	-0,9/0,1	3,6	2,5	3,2
Rosja	1,3	-6/-4	2,5/5	4,5	3,3	3,9
Indie	5,3	-2,5/-1,1	3,0/4,3	3,7	5,9	4,9
Indonezja	5,0	0,2/1,2	3,5/4,5	2,8	2,6	3,2
Chiny	6,2	1,4/2,4	7,6/8,2	2,9	2,6	1,9
RPA	0,2	-6,4/-5,4	4,0/5,0	4,1	4,0	5,0
Turcja	0,8	-7,2/-6,2	4,2/5,2	15,5	9,8	10,1

Źródło: Amundi Research

- Chiny:** W kwietniu chińska gospodarka nadal rozwijała się w tempie powyżej trendu. Inwestycje zaczęły rosnąć dzięki prężnej sprzedaży gruntów i prowadzonym przez sektor publiczny projektom infrastrukturalnym. Konsumpcja usług pozostawała w tyle za konsumpcją towarów. Inflacja uległa dalszemu spadkowi wraz z szybkim spadkiem cen żywności i ożywieniem podaży wieprzowiny. W trakcie Ogólnochińskiego Zgromadzenia Przedstawicieli Ludowych nie podkreślono żadnego celu w zakresie wzrostu gospodarczego na 2020 r. i ogłoszono mniej ambitne cele dotyczące rynku pracy: 2 mln mniej nowych miejsc pracy w miastach. Deficyt fiskalny zwiększył się w wyniku gwałtownego wzrostu wydatków z funduszy rządowych. Wzrost akcji kredytowej jest ukierunkowany na przyspieszenie, zwłaszcza w stosunku do ubiegłego roku.
- Indie:** W ciągu ostatnich kilku miesięcy warunki ekonomiczne uległy gwałtownemu pogorszeniu. Ograniczone dane z kwietnia (II kwartał 2020 r.) odzwierciedlają sytuację znacznie gorszą niż ta, którą przewidywano na podstawie danych z marca. W kwietniu przewozy towarów i eksport uległy załamaniu. Zrewidowaliśmy nasze oczekiwania dotyczące wzrostu PKB na rok 2020 z 0% – 1,5% r/r do zakresu od -2,5% do -1,0% r/r. Rząd ogłosił niedawno pakiet bodźców w postaci środków z zakresu polityki fiskalnej i monetarnej. Gwałtowna recesja znacznie pogorszyła wskaźniki fiskalne.
- Europa Środkowa:** W I kwartale 2020 r. wzrost PKB w Polsce, na Węgrzech i w Rumunii spadł o połowę w stosunku do IV kwartału 2019 r., choć pozostał dodatni (od 1,9% do 2,4% r/r). W Czechach PKB skurczył się jednak o 2,2% r/r. Dane te należy traktować z ostrożnością, i) ze względu na problemy z gromadzeniem oraz ii) ze względu na to, że środki związane z zamknięciem zostały zastosowane w marcu, a zatem zaczęły wywierać wpływ na wzrost gospodarczy dopiero pod koniec kwartału. Spodziewamy się spadku PKB w tych krajach w II kwartale, a następnie jego stopniowego wzrostu w drugiej połowie roku. Prognozy te pozostają niepewne ze względu na utrzymującą się niepewność co do zakresu i czasu trwania pandemii.
- Kolumbia:** Gwałtowny spadek cen ropy naftowej i spowolnienie gospodarcze spowodowane Covid-19 sprawiły, że Kolumbia boryka się z poważnymi przeszkodami i pogorszeniem się wskaźników kredytowych. Szacuje się, że PKB spadnie w 2020 r. o blisko 5%, podczas gdy deficyt budżetowy może wynieść nawet 6% PKB. Oznaczałoby to, że w 2020 r. dług publiczny mógłby wzrosnąć do blisko 60% PKB, w porównaniu z 44% w 2019 r. Niepokój budzą również rachunki zewnętrzne — szacuje się, że deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2020 r. wyniesie blisko 5% PKB w kontekście zmniejszających się bezpośrednich inwestycji zagranicznych i ograniczonych przepływów finansowych oraz udzielania pożyczek dla rynków wschodzących.

Uwaga: 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 jest wyższy, co ogranicza ich dokładność statystyczną i zwiększa ich niepewność ze względu na większe zróżnicowanie przewidywanych wartości.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	22.05.2020	Amundi + 6 m.	Konsensus III kw. 2020	Amundi + 12m.	Konsensus I kw. 2021
Chiny	3,85	3,65	3,65	3,65	3,65
Indie	4	3,75	3,85	3,75	3,8
Brazylia	3	2,5	2,8	2,5	3,1
Rosja	5,5	4,5	4,7	4,5	4,8

Źródło: Amundi Research

- ChBL (Chiny):** ChBL w maju wstrzymał się z obniżką stóp po serii luzowania w poprzednich miesiącach. W trakcie Ogólnochińskiego Zgromadzenia Przedstawicieli Ludowych decydenci zobowiązali się do prowadzenia ostrożnej, a zarazem elastycznej i dopasowanej do okoliczności polityki pieniężnej poprzez cięcia stóp procentowych banku centralnego oraz stopy rezerw obowiązkowych. Doprowadzi to również do wzrostu łącznej kwoty dostępnego finansowania, zwłaszcza w porównaniu z ubiegłym rokiem. Takie utrzymujące się sygnały dotyczące luzowania sprawiają, że spodziewamy się obniżenia stopy LPR o dodatkowe 20 p.b. Cięcia stopy rezerw obowiązkowych prawdopodobnie uwolnią również część finansowania bankowego dla potrzeb zakupu obligacji skarbowych.
- BRI (Indie):** Po raz drugi z rzędu indyjski bank centralny obniżył na posiedzeniu nadzwyczajnym swoją stopę procentową, tym razem o 40 p.b., do 4,0%. Władze monetarne zdecydowały również o kontynuacji dostosowawczej polityki pieniężnej tak długo, jak będzie to konieczne. Decyzja w sprawie obniżki stopy procentowej zaskoczyła nas nie tyle pod względem skali, co ze względu na termin — wprowadzono ją na 10 dni przed zaplanowanym terminem kolejnego posiedzenia. Zapowiedziano dodatkowe środki mające na celu poprawę funkcjonowania rynków, zapewnienie ulgi w zakresie obsługi zadłużenia i dostępu do rynku kapitałowego oraz wsparcie importu i eksportu.
- BCB (Brazylia):** BCB obniżył swoją stopę procentową o 75 p.b., z 3,75% do 3%, co jest największą obniżką od października 2017 r. Przeważał pogląd, że w świetle zwiększonej niepewności w kraju dostępne jeszcze pole manewru w zakresie polityki monetarnej jest nieznanne i może być niewielkie. W protokole z posiedzenia Komitet powtórzył, że następna decyzja w sprawie polityki pieniężnej będzie zależała od scenariusza budżetowego i danych gospodarczych, a ostateczny poziom bodźca nie będzie większy niż ostatnio.
- CBR (Rosja):** 24 kwietnia Centralny Bank Rosji obniżył swoją stopę procentową o 50 p.b., do 5,5%, i ogłosił, że zaczyna wdrażać dostosowawczą politykę monetarną. Pozostaje też otwarty na dalsze cięcia stóp. Presja deflacyjna spowodowana słabym popytem przeważa nad tymczasowymi czynnikami proinflacyjnymi, takimi jak osłabienie rubla. Oczekuje się, że roczna inflacja osiągnie poziom 3,8-4,8% na koniec roku, a następnie spadnie do 4%, czyli poziomu docelowego. CBR dokonał również przeglądu swoich prognoz makroekonomicznych na lata 2020/21. Biorąc pod uwagę oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej, oczekujemy, że CBR do końca roku obniży stopy procentowe o 100 p.b.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
ChBL	22 czerwca
BRI:	5 czerwca
BCB, Brazylia	16 czerwca
CBR	19 czerwca

Źródło: Amundi Research

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy makroekonomiczne (20 maja 2020)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2019	2020 (zakres)	2021	2019	2020	2021
USA	2,3	-6,5/-4,5	2,5/4,5	1,8	1,0	1,0
Japonia	1,2	-4,9/-4,3	2,0/2,6	0,7	0,1	0,5
Strefa euro	1,2	-10,2/-7,5	3,6/5,6	1,2	0,6	1,1
Niemcy	0,6	-9,5/-7,5	3,4/5,4	1,5	0,7	1,2
Francja	1,2	-10,6/-7,0	4,3/6,0	1,3	0,6	1,1
Włochy	0,3	-10,7/-7,8	2,9/4,9	0,7	0,1	1,0
Hiszpania	2,0	-10,4/-7,9	3,5/5,5	0,7	0,3	1,0
Wlk. Bryt.	1,4	-9/-7	3,0/5,0	1,8	1,2	1,4
Brazylia	1,1	-4,6/-3,2	0/1,0	3,7	2,9	3,7
Meksyk	-0,1	-5,3/-4,3	-0,9/0,1	3,6	2,5	3,2
Rosja	1,3	-6/-4	2,5/5	4,5	3,3	3,9
Indie	5,3	-2,5/-1,1	3,0/4,3	3,7	5,9	4,9
Indonezja	5,0	0,2/1,2	3,5/4,5	2,8	2,6	3,2
Chiny	6,2	1,4/2,4	7,6/8,2	2,9	2,6	1,9
RPA	0,2	-6,4/-5,4	4,0/5,0	4,1	4,0	5,0
Turcja	0,8	-7,2/-6,2	4,2/5,2	15,5	9,8	10,1
Kraje rozwinięte	1,7	-7,6/-5,8	3,1/4,7	1,5	0,7	1,0
Kraje wschodzące	4,1	-1,8/-0,7	4,4/5,3	4,0	3,6	3,4
Świat	3,1	-4,1/-2,7	3,9/5,1	3,0	2,4	2,5

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	2020-05-25	Amundi + 6 m.	Konsensus III kw. 2020	Amundi + 12m.	Konsensus I kw. 2021
USA	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,08
Strefa euro	-0,50	-0,50	-0,56	-0,50	-0,58
Japonia	-0,05	-0,2	-0,1	-0,2	-0,12
Wlk. Bryt.	0,10	0,00	0,02	0,00	-0,01

Kraje wschodzące

	22/05/2020	Amundi + 6 m.	Konsensus III kw. 2020	Amundi + 12m.	Konsensus I kw. 2021
Chiny	3,85	3,65	3,65	3,65	3,65
Indie	4	3,75	3,85	3,75	3,8
Brazylia	3	2,5	2,8	2,5	3,1
Rosja	5,5	4,5	4,7	4,5	4,8

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich

	25/05/2020	Amundi + 6 m.	Forward + 6 m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
USA	0,17	0,25/0,5	0,21	0,25/0,5	0,23
Niemcy	-0,681	-0,70/-0,50	-0,74	-0,70/-0,50	-0,76
Japonia	-0,144	-0,30/-0,20	-0,17	-0,30/-0,20	-0,17
Wlk. Bryt.	-0,051	0/0,25	-0,08	0/0,25	-0,06

Rentowności obligacji 10-letnich

	25/05/2020	Amundi + 6 m.	Forward + 6 m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
USA	0,66	0,5/0,7	0,74	0,8/1	0,81
Niemcy	-0,49	-0,8/-0,5	-0,45	-0,50/-0,30	-0,41
Japonia	0,00	-0,10/0,10	0,06	0/0,2	0,10
Wlk. Bryt.	0,17	0,20/0,4	0,21	0,3/0,5	0,27

Prognoza dla walut

	2020-05-22	Amundi + 6 m.	Konsensus III kw. 2020	Amundi + 12m.	Konsensus I kw. 2021
EUR/USD	1,090	1,07	1,10	1,14	1,13
USD/JPY	108	107	107	105	108
EUR/GBP	0,90	0,92	0,89	0,87	0,87
EUR/CHF	1,06	1,05	1,06	1,10	1,08
EUR/NOK	10,90	11,48	11,10	10,40	10,70

	2020-05-22	Amundi + 6 m.	Konsensus III kw. 2020	Amundi + 12m.	Konsensus I kw. 2021
EUR/SEK	10,54	11,20	10,75	10,03	10,59
USD/CAD	1,40	1,42	1,39	1,28	1,37
AUD/USD	0,65	0,65	0,64	0,75	0,66
NZD/USD	0,61	0,57	0,60	0,65	0,63
USD/CNY	7,14	7,15	7,05	6,95	7,00

Źródło: Amundi Research

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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

Globalna recesja jest dziś naszym scenariuszem bazowym

1. Jak głęboko?

- Głębokość recesji zależy od żywotności wirusa w krajach dotkniętych chorobą i wynikającej z niej stopniowej blokady większości z nich. Spadek jest widoczny w zakresie popytu wewnętrznego (w różnych jego komponentach w różnym stopniu) oraz dynamiki handlu. Zakładamy największy spadek koniunktury w kwartale, w którym będą obowiązywać blokady, i łagodniejszy w kolejnych. Monitorujemy rozwój epidemii i wygaszanie/wznawianie aktywności gospodarczej.

2. Jak długo?

- Ramy czasowe uzależnione są od skali zaburzeń gospodarczych, negatywnego wpływu na warunki kredytowania oraz wzrostu liczby przypadków niewypłacalności firm, potęgującego zawirowania na rynkach finansowych, a tym samym negatywne konsekwencje gospodarcze.
- Ramy czasowe szoku wydłużyły się i ogólnie rzecz biorąc, szczyt zachorowań spodziewany jest w maju bądź w czerwcu 2020 r. W IV kw. gospodarka światowa wykazywała oznaki stabilizacji wzrostu.
- Ramy czasowe są również pochodną specyficznego rozwoju sytuacji: należy pamiętać, że wybuch epidemii nałożył się na istniejącą wcześniej niestabilność.

3. Skutki fiskalne

- Wpływ środków finansowych w skali mikro- i makroekonomicznej nie jest uwzględniony w naszych prognozach, ale za rozsądne uważamy założenie normalizacji warunków finansowych i płynnościowych w rezultacie działań władz monetarnych.

Cele finansowe

- Cele finansowe są poddawane przeglądowi na tej samej zasadzie i uwzględniają rutynowe działania z zakresu polityki monetarnej i fiskalnej.

POLECAMY NASZE PUBLIKACJE

RAPORT ANALITYCZNY



Covid-19: niewidzialna ręka wskazująca inwestorom drogę do lat 70-tych (04.05.2020)

BLANQUE Pascal, Szef Grupy ds. inwestycji

- Epidemia Covid-19 spowodowała zmianę reżimu i położyła kres obecnej sekwencji Volckera oraz tendencjom do oszczędności po stronie budżetowej. Wysoki poziom zadłużenia prowadzi obecnie do presji na banki centralne – oczekuje się jego monetyzacji, a tym samym przygotowania gruntu do nowej zmiany reżimu, podobnej do tej z lat siedemdziesiątych.
- Zmiana reżimu wiąże się z trzema kluczowymi trendami: (1) zwycięstwo intelektualne i akademicki konsensus w sprawie nowych poglądów; (2) brak równowagi nie jest już tolerowany przez społeczeństwo; (3) zmiana instytucji, które tworzą sam reżim.
- Osiągnięcie nowej równowagi, z nowymi zasadami zastępującymi stare, będzie wymagało czasu i na razie należy skoncentrować się na płynności, wykorzystując szeroki zakres premii za ryzyko i pozostając aktywnym.

Emerging Markets Charts & Views: Market dislocation creating long-term opportunities („Rynki wschodzące – wykresy i poglądy: zakłócenia rynkowe stwarzające długoterminowe okazje”, 19.05.2020)

SYZDYKOV Yerlan, Globalny szef ds. rynków wschodzących

- Krajobraz dla rynków wschodzących jest obecnie kształtowany przez dwa główne czynniki: Covid-19 i dynamikę zmian cen ropy. Znaczące negatywne konsekwencje doprowadzą wiele rynków wschodzących do recesji.
- Wstrząsy są jednak niczym nowym, zwłaszcza na rynkach wschodzących. Wielki Kryzys Finansowy i wojna handlowa między Stanami Zjednoczonymi i Chinami to dwa niedawne przykłady kryzysów, z których wyciągnęliśmy wnioski.
- Kryzysy powodują zakłócenia rynkowe i przyspieszają długoterminowe trendy, zapewniając nowe, ewoluujące okazje. Inwestorzy muszą być zwinni, skoncentrowani i przygotowani na wykorzystanie nowych możliwości w szybko zmieniającym się środowisku.

Prognozy zwrotów z klas aktywów – II kw. 2020 r. (18.05.2020)

DEFEND Monica, Globalny szef ds. badań, GISIMUNDO Viviana, Zastępca szefa ds. doradztwa instytucjonalnego, KIM MOON Jung Hun, Analityk ilościowy – doradztwo instytucjonalne, PORTELLI Lorenzo, Szef ds. analiz portfeli wieloaktywowych

- Globalne wstrząsy będące konsekwencją wybuchu pandemii koronawirusa istotnie zmieniły kolejność faz cyklu koniunkturalnego i finansowego, skróciły ramy czasowe i zwiększyły skalę efektu domina.
- Handel światowy ulegnie ograniczeniu, gdy w łańcuchu dostaw pojawią się słabe ogniwa, a całe gospodarki znajdą się w martwym punkcie. Władze monetarne podjęły szybkie działania w celu uspokojenia rynków, a ryzyko deflacji stało się rzeczywistością ze względu na gwałtowny cen ropy.
- Naszym obecnym założeniem krótkoterminowym jest powszechny kryzys w kształcie litery U (|____/), charakteryzujący się wsparciem ze strony banków centralnych i rządów, przedłużającą się recesją oraz rosnącym bezrobociem i stopniowym ożywieniem pod koniec 2021 r.

DZIEŃ PO



Nr 1 Covid-19: niewidzialna ręka wskazująca inwestorom drogę do lat 70-tych

BLANQUE Pascal, Szef grupy ds. inwestycji (CIO)

Nr 2: Naucz się zasad jak profesjonalista, aby móc je łamać jak artysta

BLANQUE Pascal, Szef grupy ds. inwestycji (CIO), MORTIER Vincent, Zastępca CIO, nadzór nad regionem „Azja bez Japonii”, BARBERIS Jean-Jacques, Szef ds. obsługi klientów instytucjonalnych i korporacyjnych, DRUT Bastien, Specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych i walut, POUGET-ABADIE Théophile, Rozwiązania biznesowe i innowacyjność, FIOROT Laura, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights

- Jedną z najważniejszych konsekwencji kryzysu jest zanik ustalonych reguł ekonomicznych, które liberalne demokracje stosowały od czasu wejścia w życie „konsensusu waszyngtońskiego” i rewolucji ideologicznej lat 80.
- Zwracamy uwagę na cztery zasady, które zostały złamane, i analizujemy konsekwencje inwestycyjne:
 1. Rządy powinny dbać o wielkość deficytów, nawet na etapie ratowania gospodarki.
 2. Interwencje publiczne w gospodarce powinny być jak najbardziej ograniczone.
 3. Wolny handel i optymalizacja łańcuchów wartości to najlepsze sposoby na alokację globalnych zasobów.
 4. Banki centralne wyczerpały swoje pole manewru i muszą działać w ramach wąsko zdefiniowanych mandatów wspierania stabilności finansowej.

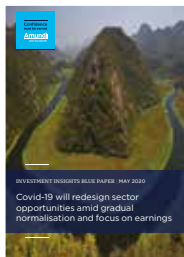
Nr 3: Odporność dzięki ESG w trakcie kryzysu Covid: czy zieleń to nowe złoto?

BARBERIS Jean-Jacques, Szef ds. obsługi klientów instytucjonalnych i korporacyjnych, BRIERE Marie, Szef Centrum Badań Inwestorów

- Koronawirus trzęsie przemysłem finansowym jak nigdy dotąd. Nie jest to jednak pierwszy raz, kiedy mamy do czynienia z pandemią na taką skalę, ani też nie jest to pierwszy raz, kiedy decydenci polityczni, liderzy biznesowi i eksperci pytają: „Czy tym razem jest inaczej? Czy jesteśmy w punkcie zwrotnym?”
- Ponieważ poważne skutki gospodarcze kryzysu Covid-19 dotyczą przedsiębiorstwa w nierównomierny sposób, docenione przez inwestorów firmy stosujące podejście i fundusze ESG były w trakcie ostatniego kryzysu bardziej odporne.

POLECAMY NASZE PUBLIKACJE

RAPORT INSIGHT BLUE PAPER



Covid-19 will redesign sector opportunities amid gradual normalisation and focus on earnings („Covid-19 zmieni oblicze dostępnych w sektorze okazji w kontekście stopniowej normalizacji i koncentracji na zyskach”) (2020.04.28)

Kasper Elmgreen, Szef ds. akcji, Eric Mijot, Szef ds. badań nad strategią rynków rozwiniętych, Ibra WANE, Starszy specjalista ds. strategii rynków akcji, Luc Mouzon, Szef ds. badań nad europejskim rynkiem akcji

- Rozprzestrzenianie się koronawirusa w Europie i Stanach Zjednoczonych wywołało w marcu globalny krach giełdowy, po którym nastąpiło częściowe odbicie. Przedstawiamy trzy scenariusze analizy sytuacji.
- Porównujemy obecną sytuację z Wielkim Kryzysem Finansowym z 2008 r. i z krachem z 1987 r. W przypadku obu tych kryzysów rok po rozpoczęciu krachu wyceny akcji osiągnęły poziom o około 20% niższy w stosunku do kursów sprzed kryzysu.
- Spadek wskaźnika zysku na akcję (EPS) w Europie może dorównać odnotowanemu w czasie kryzysu w 2008 r., a nawet okazać się znacznie gorszy, biorąc pod uwagę bezprecedensowe środki ograniczające rozprzestrzenianie się pandemii.
- W miarę rozwoju kryzysu istnieje możliwość ukierunkowania bodźców fiskalnych na „zielony ład” — zwłaszcza w Europie, gdzie przestrzeganie zasad ESG (ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna i ład korporacyjny) pozostaje integralnym elementem procesu selekcji akcji.

WYWIADY Z INWESTORAMI



Focus on Italy: Macroeconomic and fixed income scenario („Koncentracja na Włoszech: scenariusz dla makroekonomii i rynku instrumentów stałodochodowych”) (20.05.2020)

GERMANO Matteo, Szef ds. portfeli zróżnicowanych, BERTONCINI Sergio, Szef ds. analiz stóp procentowych i rynku walutowego, MARASCIULO Cosimo, zastępca szefa ds. europejskich instrumentów stałodochodowych alfa, USARDI Annalisa, CFA, starszy ekonomista

- Patrzymy na tło globalne i nasze oczekiwania gospodarcze wobec Włoch, a także omawiamy ekstremalny scenariusz dla włoskiego PKB i jego konsekwencje.
- Rząd Włoch przewiduje, że w 2020 r. stosunek deficytu do PKB wyniesie 10,4%, a stosunek długu do PKB 155,7% — my natomiast analizujemy stabilność zadłużenia.
- Podkreślamy ważną rolę EBC i oceniamy znaczenie europejskich wydarzeń politycznych dla Włoch.
- Podchodzimy konstruktywnie do włoskiego długu publicznego, ponieważ stopy zwrotu są bardziej atrakcyjne niż te oferowane przez dług innych krajów peryferyjnych lub przez obligacje korporacyjne.

ARTYKUŁY DYSKUSYJNE



ESG Investing and Fixed Income: it's Time to Cross the Rubicon (2020-01)

Mohamed BEN SLIMANE — Badania ilościowe, Eric BRARD — Szef ds. instrumentów stałodochodowych, Théo LE GUENEDAL, Thierry RONCALLI, Takaya SEKINE — Badania ilościowe

FX wars, currency wars & money wars

Part 2: Fiat Money vs. Cryptocurrencies Private vs. Public digital currencies... (2020-01)

Philippe ITHURBIDE — Starszy doradca ekonomiczny — Amundi

FX wars, currency wars & money wars

Part 1: FX wars vs. currency wars USD vs. EUR vs. RMB vs. ... (2020-01)

Philippe ITHURBIDE — Starszy doradca ekonomiczny — Amundi

RAPORTY ROBOCZE



Did Globalization Kill Contagion? (2020-05)

Olivier ACCOMINOTTI — London School of Economics & CEPR, Marie BRIÈRE — AMUNDI & Paris-Dauphine University, Aurore BURIETZ — IESEG School of Management & LEM-CNRS 9221, Kim Oosterlinck — Université Libre de Bruxelles (ULB) & CEPR, Ariane SZAFARZ — ULB & New York University (NYU)

A Note on Portfolio Optimization with Quadratic Transaction Costs (2019-12)

Pierre CHEN, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU — Badania ilościowe

Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation (2019-10)

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — Badania ilościowe

ARTYKUŁY TEMATYCZNE



Emergency fiscal programs: no choice but to increase the (monetized) deficits

Tristan PERRIER, Analityk ds. poglądów globalnych

Detecting Tipping Points: Asset classes views:

Medium to long-term scenarios and return forecasts (2020-02)

Monica DEFEND, Globalny szef ds. badań, Viviana GISIMUNDO, Zastępca szefa ds. doradztwa instytucjonalnego

U.S. inflation... what's up (2020-01)

Annalisa USARDI — Starszy ekonomista — Amundi

Amundi Research Center



**Dowiedz się więcej
o publikacjach Amundi**

research-center.amundi.com

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

OŚWIADCZENIE

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

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

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

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

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Philippe Roy

Redaktor naczelny

BLANQUÉ Pascal, Szef Grupy ds. Inwestycji

Redaktor

DEFEND Monica, Globalny szef ds. badań

Zastępcy redaktora

BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych

BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych

Z udziałem jednostki Global Research

AINOUZ Valentine, Zastępca szefa Działu Badań nad Strategią Rynków Rozwiniętych, CFA

BELLAICHE Mickael, Specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych

BERARDI Alessia, Szef ds. rynków wschodzących, badania makroekonomiczne i strategiczne

BERTONCINI Sergio, Badania instrumentów stałodochodowych i walut

BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych

BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych

HUANG Claire, Specjalista ds. strategii makroekonomicznej rynków wschodzących

CESARINI Federico, Specjalista ds. strategii wieloaktywowych

Z udziałem jednostki Amundi Insights

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights

FIOROT Laura, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights

DHINGRA Ujjwal, Jednostka Amundi Investment Insights

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia, Badania i strategia makroekonomiczna

PONCET Benoit, Badania i strategia makroekonomiczna

DELBO' Debora, Starszy specjalista ds. strategii globalnych rynków wschodzących

GEORGES Delphine, Specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych

HERVE Karine, Starszy ekonomista, rynki wschodzące

UPADHYAYA Pareshe, Dyrektor ds. Strategii Walutowych, Menedżer portfela USA

PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych

USARDI Annalisa, Starszy ekonomista, CFA

VARTANESYAN Sosi, Starszy ekonomista, rynki wschodzące

WANE Ibra, Starszy specjalista ds. strategii rynków akcji

LICCARDO Giovanni, Jednostka Amundi Investment Insights

PANELLI Francesca, Jednostka Amundi Investment Insights