

Institute

Nr 6
2022 czerwca

CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Wyprzedaż sektora technologicznego i pokusa obligacji

INSTYTUT AMUNDI

Jedynie innowacje w zakresie zasad fiskalnych i monetarnych mogą sprawić, że strefa euro będzie zdolna do przetrwania

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 6 - Czerwiec 2022

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Wypzedaż sektora technologicznego i pokusa obligacji s. 3

Wycena bardziej agresywnego stanowiska Fedu okazała się brutalna – rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych osiągnęła tymczasowo próg 3%, a ostatnio spadła w pobliżu poziomu 2,75% z powodu obaw o wzrost gospodarczy. Sądzymy, że inwestorzy powinni dążyć do neutralności w zakresie duracji w Stanach Zjednoczonych i Europie, natomiast w przypadku obligacji korporacyjnych powinni skupić się na jakości oraz zachować ostrożność w stosunku do segmentów o wyższym ryzyku w Europie. Obligacje z rynków wschodzących denominowane w twardej walucie są obecnie atrakcyjnie wycenione. Z drugiej strony, jeśli chodzi o akcje, preferujemy grę na przewagę Stanów Zjednoczonych nad Europą. Ogólnie rzecz biorąc, inwestorzy powinni utrzymać dywersyfikację i należyte zabezpieczenia, bez zwiększania ryzyka.

Instytut Amundi

Koniec „wielkiego zbiegu okoliczności” dla policy mix – rozszerzenie NATO momentem przełomowym dla ładu geopolitycznego s. 4

Banki centralne musiały podnieść stopy procentowe i ograniczyć płynność w okresie zagrożenia stagflacją, ale utrzymują postawę „umiarkowanego lekceważenia” i pozwolą na wzrost inflacji, aby ochronić wzrost gospodarczy.

Portfele zróżnicowane

Rotacja alokacji ryzyka z akcji do obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej s. 5

Rosnące obawy co do perspektyw gospodarczych wymagają przesunięcia ryzyka z akcji na wysokiej jakości obligacje korporacyjne, które po ostatnich przecenach wydają się bardziej atrakcyjne.

Instrumenty stałochodowe

Instrumenty stałochodowe są obecnie bardziej atrakcyjne, choć wymagają selekcji s. 6

Chmury na gospodarczym horyzoncie świadczą o tym, że w obliczu malejącej płynności należy dążyć do neutralności w zakresie duracji oraz większej selektywności na rynku obligacji korporacyjnych.

Akcje

Należy uważać na zbyt wysokie wyceny i ryzyko cykliczne s. 7

Uważamy, że kluczowe znaczenie ma zachowanie ostrożności co do nierentownych spółek „wzrostowych” oraz akcji, które są obecnie drogie, przy jednoczesnym utrzymaniu podstawowego nastawienia na jakość.

Tematyczne poglądy globalne

Jedynie innowacje w zakresie zasad fiskalnych i monetarnych mogą sprawić, że strefa euro będzie zdolna do przetrwania s. 8

W miarę postępów kryzysów coraz większego znaczenia nabierają kwestie strukturalne i związane z zarządzaniem. Cele polityki gospodarczej stają się z kolei coraz bardziej ambitne w sferze zarówno fiskalnej, jak i monetarnej. Rządy i EBC znalazły się w sytuacji bez wyjścia. „Stare zasady”, takie jak reguła Taylora w przypadku EBC czy zasady Paktu Stabilności i Wzrostu, są przestarzałe. Brak zasad może jednak prowadzić do zwiększonej niestabilności finansowej i makroekonomicznej. Tylko „nowe zasady”, które trzeba dopiero wymyślić, pozwolą polityce monetarnej i fiskalnej sprostać nowym wyzwaniom. Do państw członkowskich UE należy określenie, jako priorytetu i na zasadzie konsensusu, głównych kierunków strategicznych.

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 9
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 10
> Drzewo kryzysu ukraińskiego	s. 11
> Portfele wieloaktywowe: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	s. 12
> Wnioski z analiz globalnych	s. 13
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 15

Perspektywa makroekonomiczna

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

POGLĄDY CIO

Wyprzedaż sektora technologicznego
i pokusa obligacji

Vincent MORTIER,
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

II kwartał staje się coraz bardziej bolesny dla akcji z sektora technologicznego, co przywołuje wspomnienia o pęknięciu bańki technologicznej na przełomie wieków. Wycena bardziej agresywnego stanowiska Fedu okazała się brutalna, a rentowności realne wzrosły — oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych indeksowanych inflacją osiągnęło poziom dodatni po raz pierwszy od 2020 r., zaś jeśli chodzi o rentowność nominalną, w przypadku 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych tymczasowo osiągnęła ona próg 3%, by ostatecznie spaść w pobliże poziomu 2,75% z powodu obaw o wzrost gospodarczy. Stopy procentowe znajdują się obecnie na poziomie, który może wymagać zmiany alokacji aktywów.

Kluczowe tematy, które należy śledzić w celu wykrycia przyszłych kierunków rozwoju rynku, to:

- 1. Czynniki ryzyka stagflacji:** Walka między wzrostem gospodarczym a inflacją rozwija się nierównomiernie na poziomie globalnym, a jej głównym motywem jest przejście od rosnącej inflacji i silnego wzrostu gospodarczego do niższego wzrostu PKB i utrzymującej się wysokiej inflacji. Aby to uwzględnić, w naszym głównym scenariuszu wzięliśmy już pod uwagę rozbieżności regionalne (techniczna recesja w strefie euro i wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych poniżej potencjału, ale bez recesji w 2022 r.).
- 2. Perspektywy gospodarcze Chin:** Na rok 2022 przewidujemy wzrost PKB na poziomie 3,5%, biorąc pod uwagę ogólne spowolnienie aktywności gospodarczej od marca, przedłużający się lockdown w Szanghaju oraz zwiększenie skali restrykcji w innych regionach. Będzie to miało negatywny wpływ na wzrost gospodarczy — zwłaszcza w II kwartale — natomiast w drugim półroczu spodziewamy się jego ożywienia dzięki bardziej zdecydowanemu wsparciu politycznemu.
- 3. Banki centralne:** W swojej walce z inflacją, a przede wszystkim w celu zachowania wiarygodności, banki centralne będą nadal koncentrować się na komunikacji, pozostając de facto za krzywą. W tej bitwie EBC stoi przed poważniejszymi wyzwaniem niż inne banki centralne: wpływ konfliktu Rosja-Ukraina i zaostrzenia warunków finansowych będzie nierównomierny w poszczególnych krajach. Wysoki poziom zadłużenia i wyższe ryzyko gospodarcze na peryferiach strefy euro mogą wpłynąć na pole manewru EBC.
- 4. Rynki i oczekiwania dotyczące wzrostu zysków:** Uważamy, że oczekiwania co do wyników finansowych przedsiębiorstw są zbyt optymistyczne we wszystkich sektorach. Oczekujemy, że w Stanach Zjednoczonych wzrost wskaźnika zysku na akcję wyniesie 5–9%, czemu sprzyjać będą skupki akcji własnych (konsensus wynosi +9,8%), a w Europie może nastąpić recesja zysków.

Wszystko to oznacza, że trudno jest prognozować rychły koniec obecnego słabego otoczenia rynkowego, w związku z czym, zachowując ogólnie neutralne nastawienie do ryzyka, uważamy, że uzasadnione są pewne korekty.

- **Inwestorzy posiadający portfele wieloaktywowe powinni jeszcze bardziej zwiększyć dywersyfikację, nie zwiększając przy tym ryzyka.** Aby osiągnąć te cele, **przyjęliśmy nieco bardziej ostrożne podejście do akcji** — w szczególności europejskich — a chociaż **jesteśmy bardziej pozytywnie nastawieni do obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej ze Stanów Zjednoczonych**, utrzymujemy względne preferencje dla akcji amerykańskich z powodu oczekiwań dotyczących większej odporności wzrostu gospodarczego i większego potencjału wzrostu zysków. Jesteśmy **również pozytywnie nastawieni do ropy naftowej** ze względu na dywersyfikację oraz to, że można traktować ją jako zabezpieczenie przed wciąż wysokim ryzykiem geopolitycznym.
- **W przypadku obligacji jeszcze bardziej ograniczyliśmy nasze nastawienie na krótką durację** — zwłaszcza w Europie, ale także w Stanach Zjednoczonych — a ponadto uważamy, że **inwestorzy powinni dążyć do neutralności**. Po ostatnich ruchach ryzyko związane z rentownościami nominalnymi jest obecnie bardziej symetryczne, ponieważ z jednej strony inflacja stwarza ryzyko wzrostu, a z drugiej strony niepewność geopolityczna i gospodarcza sprzyja ruchom w dół. Na rynku obligacji korporacyjnych nadal koncentrujemy się na jakości, a w Europie jesteśmy bardziej ostrożni w stosunku do segmentów o wyższym ryzyku. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do denominowanych w twardej walucie obligacji z rynków wschodzących ze względu na ich atrakcyjne wyceny oraz ekspozycję na eksporterów surowców. Jeśli chodzi o waluty, nadal utrzymujemy pozytywne nastawienie do dolara amerykańskiego w stosunku do euro.
- **Niepewność dotycząca akcji utrzymuje się na wysokim poziomie, ponieważ rynki znajdują się na etapie przeszacowywania przyszłej ścieżki zysków.** W ujęciu regionalnym **nadal preferujemy Stany Zjednoczone w stosunku do Europy, a w odniesieniu do rynków wschodzących pozostajemy neutralni**. Zachowując preferencje dotyczące segmentu „wartości”, **nadal zwiększamy przeważenie spółek o wysokiej jakości**. Jeśli chodzi o rynki wschodzące, ze względu na presję inflacyjną i wysokie wyceny przyjęliśmy bardziej ostrożne podejście do Azji, natomiast pozostajemy pozytywnie nastawieni do Brazylii, Zjednoczonych Emiratów Arabskich oraz Indonezji. W przypadku Chin większość złych wiadomości została już wyceniona: ożywienie gospodarcze w połączeniu z bardziej łagodnymi regulacjami powinno utorować drogę do odbicia w drugim półroczu.

Chociaż istnieje możliwość, że „wielka przecena” akcji i obligacji jeszcze się nie zakończyła, prawdopodobnie będziemy świadkami pewnej przerwy i dalszej rotacji na rynku w oczekiwaniu na jaśniejsze prognozy dotyczące inflacji i wzrostu gospodarczego. W tych niepewnych czasach inwestorzy powinni nadal skupiać się na selekcji oddolnej, ponieważ to właśnie ona pomoże im w znalezieniu najbardziej odpornych spółek, choć powinni również szukać okazji inwestycyjnych wśród firm, które mogły zostać nadmiernie „ukarane” w fazie przeszacowania.

Ogólne nastroje
związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka Akceptacja ryzyka



Przyjmujemy umiarkowanie ostrożne nastawienie do ryzyka i zwiększamy dywersyfikację aktywów. Nadal preferujemy akcje amerykańskie w stosunku do europejskich.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Przechodzimy w kierunku neutralnego nastawienia do duracji, jedynie nieznacznie preferując krótkie.
- ▶ Bardziej konstruktywne podejście do amerykańskich obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej, ale ostrożne do bardziej ryzykownych obligacji korporacyjnych.
- ▶ Rozważenie ropy naftowej jako źródła dywersyfikacji.

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

INSTYTUT AMUNDI

Krótko o szerszej perspektywie



Pascal BLANQUÉ,
Przewodniczący, Instytut Amundi

Banki centralne musiały podnieść stopy procentowe i ograniczyć płynność w okresie zagrożenia stagflacją, ale utrzymują postawę „umiarkowanego lekceważenia” i pozwolą na wzrost inflacji, aby ochronić wzrost gospodarczy.

Koniec „wielkiego zbiegu okoliczności” w zakresie polityki mix

Skończyła się era „wielkiego zbiegu okoliczności” w zakresie polityki mix. Redukcje deficytów budżetowych są bliskie, a towarzyszyć im będą zmniejszenie oszczędności gospodarstw domowych oraz większa presja na zyski przedsiębiorstw w świetle negocjacji płacowych. **Powszechne przekonanie o tym, że wydatki fiskalne są praktycznie nieograniczone („darmowy lunch”), zostanie wystawione na ciężką próbę. Jeśli chodzi o politykę pieniężną, jesteśmy świadkami końca ultrataniego pieniądza.** Banki centralne musiały podnieść stopy procentowe i ograniczyć płynność w okresie zagrożenia stagflacją, ale utrzymują postawę „umiarkowanego lekceważenia” i pozwolą na wzrost inflacji, aby ochronić wzrost gospodarczy. Chociaż debata publiczna koncentrowała się na stronie monetarnej, powinniśmy przyrzeć się całemu zestawowi środków z zakresu polityki mix, aby zrozumieć nową rolę polityki pieniężnej. Widzę trzy możliwe scenariusze na przyszłość:

- 1. Dalsza ekspansja fiskalna i normalizacja polityki pieniężnej.** Jest to o tyle trudne, że normalizacja polityki pieniężnej jest „zabójcą” pola manewru w dziedzinie polityki fiskalnej, ponieważ powoduje, że duże zadłużenie staje się nie do utrzymania. Decydenci powinni ponadto rozważyć stworzenie „siatki bezpieczeństwa” umożliwiającej dalsze manewry w przypadku recesji. Głównym czynnikiem ryzyka jest tu czas: władze monetarne mogą zakreślić kurek zbyt szybko, a władze fiskalne mogą interweniować zbyt późno. Na rynkach opcja ta oznacza dalszą przecenę aktywów ryzykownych, a zwłaszcza akcji wrażliwych na zmiany stóp procentowych.
- 2. Banki centralne przez pewien czas będą grać na zwłokę, aby dostosować się do odnowionego impulsu fiskalnego.** Jest to najlepszy sposób na optymalizację kompromisu między wzrostem gospodarczym a inflacją oraz wywołanie kontrolowanego spowolnienia gospodarczego. Inwestorzy powinni walczyć z inflacją poprzez akcje dywidendowe i aktywa realne.
- 3. Ekspansja fiskalna i całkowite przejście banków centralnych na dostosowawczą politykę monetarną, powodując wzrost oczekiwań inflacyjnych do poziomu, z którym większość żyjących obecnie ludzi nigdy wcześniej się nie zetknęła.** Można to sobie wyobrazić jako otoczenie w stylu lat siedemdziesiątych, z wysoką inflacją, symbolicznym wzrostem gospodarczym, korektami stóp nominalnych w następstwie oddziaływania sił rynkowych, korektami wszystkich premii za ryzyko oraz wycenami w stanie równowagi. Poza gotówką i nieruchomościami, inwestorzy będą mieć niewiele „kryjówek”.

Choć opinia publiczna koncentruje się głównie na pierwszej opcji, uważam, że druga lub trzecia są bardziej prawdopodobne. **Wydatki fiskalne muszą być ukierunkowane na nowe dobra publiczne o krytycznym znaczeniu (transformacja energetyczna, autonomia społeczna i strategiczna), a banki centralne będą musiały dostosować się do tych priorytetów.** Dotyczy to w szczególności Europy, gdzie władze monetarne muszą wypełnić lukę po braku wiarygodnych reguł budżetowych. Najgorszym scenariuszem jest stagflacja na pełną skalę. Jeśli nie zostaną podjęte żadne działania po stronie fiskalnej, to dojdzie do mechanicznego zacieśnienia polityki monetarnej, co odwróci tendencję z ostatnich kilku lat.



Didier BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych,
Instytut Amundi

Rozszerzenie NATO przełomowym momentem dla porządku geopolitycznego

Finlandia i Szwecja ogłosiły zamiar przystąpienia do NATO, kończąc tym samym dziesięciolecie postawy neutralności i nieangażowania się. Jest to gigantyczna zmiana, która będzie mieć poważne konsekwencje dla regionalnego porządku geopolitycznego. Oba kraje natychmiast doszły do wniosku, że rosyjska inwazja na Ukrainę może zagrozić ich suwerenności. Szwedzi i Finowie podkreślają jednak, że ich członkostwo ma charakter defensywny i ma na celu przede wszystkim zwiększenie ich bezpieczeństwa. Na dowód tego Szwecja stawia dwa warunki swojej kandydatury: brak baz NATO i brak broni jądrowej na swoim terytorium.

Finlandia i Szwecja mają strategiczne znaczenie dla NATO. Zaawansowany technologicznie sprzęt szwedzki umożliwia gromadzenie informacji wywiadowczych w całym regionie Morza Bałtyckiego. Finlandia ma z kolei prawie 900 tysięcy rezerwistów, którzy mogliby stanowić znaczące siły obronne dla NATO. Podczas procesu akcesyjnego, który może potrwać rok, oba kraje kandydujące nie są chronione artykułem 5 Traktatu NATO, który przewiduje wzajemną pomoc państw członkowskich w przypadku agresji. Dlatego też **Stany Zjednoczone i Wielka Brytania już zapowiedziały, że udzielą obu krajom wsparcia w razie ataku w okresie przejściowym.**

Prezydent Erdogan grozi natomiast, że zawetuje ich członkostwo — prawdopodobnie dlatego, że chce wykorzystać brak weta do osiągnięcia jakichś korzyści. Najbardziej prawdopodobnej prezydent Turcji chce w ten sposób zapewnić sobie dostawy amerykańskiego sprzętu wojskowego. Ponadto Erdogan prosi te dwa kraje o rezygnację z poparcia dla kurdyjskich rebeliantów, którzy przebywają na ich terenie.

Rosja nazwała nowe wnioski o członkostwo w NATO „poważnym błędem o dalekosiężnych konsekwencjach”. Rosja odcięła dostawy gazu do Finlandii, ale nie ma ani środków, ani ochoty na konfrontację z NATO. Środki odwetowe mogą jednak przybierać wiele innych form (ataki cybernetyczne, środki zastraszania, takie jak naruszanie przestrzeni powietrznej itp.).

Nasza opinia: Inwazja na Ukrainę wpłynęła na średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego Szwecji i Finlandii (szok niepewności). Przystąpienie tych krajów do UE pomoże odbudować zaufanie lokalnych podmiotów gospodarczych i mogłoby zachęcić do inwestycji zagranicznych. Co więcej, proces składania wniosków powinien przyspieszyć refleksję nad potrzebą wzmocnienia europejskiej obronności.

PORTFELE
ZRÓZNICOWANE

Zmiana alokacji ryzyka z akcji na obligacje przedsiębiorstw klasy inwestycyjnej



Francesco SANDRINI,
Szef ds. strategii portfeli zróżnicowanych



John O'TOOLE,
Szef ds. wieloaktywowych rozwiązań inwestycyjnych

Rosnące obawy co do perspektyw gospodarczych wymagają przesunięcia ryzyka z akcji na wysokiej jakości obligacje korporacyjne, które po ostatnich przecenach wydają się bardziej atrakcyjne.

Rosnące obawy związane z inflacją, napięcia geopolityczne, zacieśnianie ilościowe (QT) oraz restrykcje związane z Covid w Chinach stwarzają dwa główne obszary zagrożeń. Jeden z nich jest związany z odpływem płynności spowodowanym przez zacieśnianie ilościowe, a drugi ze spadkiem marż przedsiębiorstw, co sugeruje, że nie powinniśmy ignorować ryzyka recesji zysków, które obecnie nie jest wyceniane przez rynki. Do pozytywnych aspektów można zaliczyć nadal wysoką konsumpcję, brak znaczącego bezrobocia oraz zdrowe bilanse przedsiębiorstw, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych.

W związku z tym **inwestorzy powinni rozważyć wykorzystanie względnej odporności Stanów Zjednoczonych, a w szczególności uzupełnienie portfeli o amerykańskie obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej, przy jednoczesnym zachowaniu większej ostrożności w przypadku akcji cyklicznych, zwłaszcza w Europie.** Ze względu na dywersyfikację nadal pozytywnie oceniamy surowce, a **obecnie pozytywnie podchodzimy do ropy naftowej**, w przypadku której niewielka podaż będzie nadal wspierać wzrosty cen, pomimo spadku popytu spowodowanego spowolnieniem gospodarczym.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Przyjmujemy **defensywną postawę w odniesieniu do akcji z krajów rozwiniętych**, w przypadku których zachowujemy ostrożność w stosunku do Europy i gramy na relatywną przewagę akcji amerykańskich nad europejskimi. Odzwierciedla to naszą chęć zmniejszenia narażenia na cykliczne zmiany koniunktury w obecnej fazie spowolnienia oraz uniknięcia obszarów najbardziej narażonych na skutki wojny rosyjsko-ukraińskiej. Zachowujemy neutralne podejście do akcji z rynków wschodzących, ale zdajemy sobie sprawę z wpływu restrykcji związanych z Covid na wzrost gospodarczy w Chinach i zachowujemy czujność w tym zakresie.

Jeśli chodzi o durację, utrzymujemy umiarkowanie ostrożne stanowisko w odniesieniu do Stanów Zjednoczonych, natomiast w skali globalnej nadal badamy możliwości na poziomie krajów i krzywych. W Europie utrzymujemy względne preferencje dla Włoch i Niemiec w przypadku obligacji 10-letnich, rezygnując jednak z pozytywnego nastawienia do Francji w stosunku do Niemiec, ponieważ premia za ryzyko polityczne zmalała po wyborach. Liczymy na wzrost nachylenia krzywej na odcinku 2-10 lat w Wielkiej Brytanii, ponieważ Bank Anglii wykazuje umiarkowanie gołębie skłonności w świetle pogarszających się perspektyw. Rentowności obligacji dwuletnich dyskontują obecnie agresywne zacieśnienie, ale mogą się obniżyć. Rentowność obligacji 10-letnich powinna wzrosnąć w związku z zacieśnianiem ilościowym.

Zrezygnowaliśmy z pozytywnego nastawienia do 10-letnich obligacji australijskich w porównaniu z ich brytyjskimi odpowiednikami, ponieważ zaskakująca podwyżka stóp procentowych przez Bank Rezerw Australii w związku z presją inflacyjną sugeruje bardziej jastrzębie stanowisko w porównaniu z gołębiym tonem Banku Anglii.

Po tym, jak w ubiegłym miesiącu zaczęliśmy podchodzić konstruktywnie do EMBI, **zwiększamy nasze preferencje dla obligacji korporacyjnych i rynków wschodzących poprzez dodanie pozytywnego nastawienia do amerykańskich obligacji klasy inwestycyjnej.** Podejście to opiera się na solidnych podstawach makroekonomicznych Stanów Zjednoczonych, pozytywnych danych fundamentalnych przedsiębiorstw (solidne bilanse z wysokimi poziomami płynności i wskaźnikami pokrycia), niskim ryzyku refinansowania zadłużenia w najbliższym czasie oraz stabilnym poziomie dźwigni finansowej. Również wyceny wydają się bardziej atrakcyjne po niedawnym wroście spreadów. Pozostajemy ostrożni w odniesieniu do aktywów ryzykownych, choć sądzimy też, że w przypadku wzrostu spreadów amerykańskie obligacje klasy inwestycyjnej byłyby naszym zdaniem najbardziej odporne.

Nadal poszukujemy okazji na rynku walutowym, ponieważ rozbieżności we wzorcach gospodarczych i inflacyjnych oraz działaniach monetarnych oferują atrakcyjne tematy do rozgrywania. W szczególności nadal podchodzimy ostrożnie do EUR w stosunku do JPY i USD. Biorąc pod uwagę obecną presję inflacyjną, wycena EUR jest mniej atrakcyjna w stosunku do USD. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do par CHF/EUR oraz do USD/CAD — ten ostatni jest walutą cykliczną, która może ucierpieć w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego. Nie jesteśmy już konstruktywnie nastawieni do USD w stosunku do NZD, ponieważ po osłabieniu NZD istnieje przestrzeń do technicznego odbicia. Jeśli chodzi o waluty z rynków wschodzących, dostrzegamy potencjał osiągnięcia lepszych wyników przez BRL.

Czynniki ryzyka i hedging

Rosnące ryzyko stagflacji i wciąż obecne napięcia geopolityczne sugerują, że inwestorzy powinni utrzymać lub nawet zwiększyć zabezpieczenia. Dlatego też uważamy, że inwestorzy powinni utrzymać zabezpieczenia obligacji korporacyjnych, jednocześnie dostosowując zabezpieczenia amerykańskich akcji w poszukiwaniu efektywnych kosztowo opcji, które mogą pozwolić im na zwiększenie ogólnego poziomu ochrony.

Amundi Cross Asset – przekonania

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

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

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

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

Instrumenty stałodochodowe są obecnie bardziej atrakcyjne, choć wymagają selekcji



Amaury D'ORSAY,
Szef ds. instrumentów
stałodochodowych



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Chmury na gospodarczym horyzoncie świadczą o tym, że w obliczu malejącej płynności należy dążyć do neutralności w zakresie duracji oraz większej selektywności na rynku obligacji korporacyjnych

Inflacja i perspektywy wzrostu gospodarczego pozostają kluczowymi tematami dla inwestorów z rynku obligacji. Banki centralne rozpoczęły działania mające na celu ograniczenie inflacji, przy czym Fed co prawda zobowiązał się do ich realizacji, ale nadal uzależnia je od danych, aby nie dopuścić do „twardego lądowania” gospodarki. Dla EBC zadanie jest nieco trudniejsze, ponieważ Europa jest bezpośrednio dotknięta konsekwencjami trwającej wojny w postaci wyższych cen energii oraz ryzyka dodatkowych sankcji, które mogą przełożyć się na dodatkowy wzrost inflacji. **Po wielkiej przecenie obligacji skarbowych zwiększamy durację, dążąc do neutralności, a ponadto zachowujemy ostrożność w odniesieniu do obligacji korporacyjnych wysokiego ryzyka.**

Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

Nadal dostosowujemy nastawienie do duracji, dążąc do neutralności, ale zachowujemy różne poglądy na regiony. W szczególności uważamy, że ze względu na większe ryzyko recesji w Europie EBC może zdecydować się na zacieśnienie o mniejszej skali niż w przypadku Fedu. W związku z tym **jesteśmy mniej ostrożni niż poprzednio, jeśli chodzi o durację w Wielkiej Brytanii i strefie euro**, gdzie preferujemy duracje krótkie do neutralnych, natomiast w przypadku Stanów Zjednoczonych utrzymujemy preferencje dla duracji krótkich. Dla celów dywersyfikacji utrzymujemy również **pozytywny pogląd na durację w Chinach oraz w przypadku niektórych obligacji z rynków wschodzących.** Nadal wykorzystujemy możliwości związane z krzywymi na całym świecie, a w szczególności z krzywą strefy euro, kanadyjską i australijską.

Sednem debaty dotyczącej obligacji korporacyjnych jest to, czy ryzyko związane z zyskami, wyższymi stopami procentowymi i inflacją jest odpowiednio odzwierciedlone w cenach. Uważamy, że nie wszystkie segmenty dyskontują te czynniki. W związku z tym zwiększamy ostrożność w stosunku do ryzyka kredytowego, a w szczególności do bardziej ryzykownych segmentów rynku obligacji korporacyjnych, takich jak korporacyjne obligacje hybrydowe, i preferujemy obligacje wyższej klasy o krótkich i średnich terminach zapadalności. **W ujęciu geograficznym jesteśmy bardziej optymistyczni w stosunku do obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej ze Stanów Zjednoczonych w stosunku do ich odpowiedników ze stref euro**, ze względu na lepsze dane fundamentalne przedsiębiorstw amerykańskich.

Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Biorąc pod uwagę przewidywany przez rynki poziom zacieśnienia — zwłaszcza w przedniej części krzywej — a także znaczącą niepewność geopolityczną i gospodarczą, uważamy, że **rozsądnie jest powrócić do neutralności w zakresie duracji**, zachowując jednocześnie podejście taktyczne, ponieważ zmienność na rynku jest nadal wysoka. **Obligacje korporacyjne stwarzają możliwości**, ponieważ dane fundamentalne przedsiębiorstw są solidne, ponieważ zmienność na rynku jest nadal wysoka. **Obligacje korporacyjne stwarzają możliwości**, ponieważ dane fundamentalne przedsiębiorstw są solidne, ponieważ zmienność na rynku jest nadal wysoka. **Obligacje korporacyjne stwarzają możliwości**, ponieważ dane fundamentalne przedsiębiorstw są solidne, ponieważ zmienność na rynku jest nadal wysoka. **Obligacje korporacyjne stwarzają możliwości**, ponieważ dane fundamentalne przedsiębiorstw są solidne, ponieważ zmienność na rynku jest nadal wysoka.

Obligacje z rynków wschodzących

W zakresie obligacji krajów z rynków wschodzących utrzymujemy zasadniczo ostrożne stanowisko. **Utrzymujemy preferencje dla krótkiej duracji**, ale jesteśmy nieco mniej defensywni niż poprzednio. **Preferujemy obligacje denominowane w twardej walucie** i uważamy, że wyceny obligacji wysokodochodowych są bardziej atrakcyjne od wycen obligacji klasy inwestycyjnej, choć stosujemy też podejście selektywne. Wyższe ceny surowców sprzyjają ich eksporterom, a pod tym względem kraje Ameryki Łacińskiej okazały się bardziej odporne, ponieważ są gospodarczo i geograficznie oddalone od toczącej się wojny na Ukrainie.

Waluty

Podtrzymujemy nasze **pozytywne nastawienie do USD** i zachowujemy ostrożność w stosunku do EUR, JPY oraz CNY. Jeśli chodzi o rynki wschodzące, jesteśmy **konstruktywnie nastawieni do niektórych walut z Ameryki Łacińskiej (MXN, CLP)**, ale podchodzimy ostrożnie do walut wschodnioeuropejskich, takich jak HUF.

Stopa zwrotu z indeksu Barclays Global Aggregate



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 25 May 2022

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

AKCJE

Należy uważać na zbyt wysokie wyceny i ryzyko cykliczne



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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

Uważamy, że kluczowe jest zachowanie ostrożności w odniesieniu nierentownych spółek „wzrostowych” oraz obszarów, które są obecnie drogie, przy jednoczesnym utrzymaniu zasadniczego przeważenia jakości.

Ocena ogólna

Wysoka inflacja, wojna na Ukrainie, spowolnienie tempa rozwoju gospodarczego i lockdowny Covidowe w Chinach powodują zmienność na rynkach. Dzieje się to w czasie, gdy w związku z wyższą inflacją i oczekiwaniami dotyczącymi stóp procentowych mnożniki przyszłych zysków zmalały w porównaniu z poziomami obserwowanymi w ubiegłym roku.

Ogólnie rzecz biorąc, koncentracja na wycenach nadal ma kluczowe znaczenie, ponieważ drogie obszary rynku pozostaną pod presją. Mniej cykliczne spółki z segmentu „wartości” oraz spółki o wysokiej jakości to obszary, w których należy szukać odporności. Nasze ogólne podejście opiera się na selekcji, z naciskiem na stabilność zysków w dłuższej perspektywie. W ujęciu regionalnym w bloku krajów rozwiniętych preferujemy Stany Zjednoczone.

Akcje europejskie

Rynki europejskie nadal stoją przed wyzwaniami. Wyższa inflacja i spowolnienie wzrostu gospodarczego wywierają presję na zyski spółek, a rosnące stopy procentowe szkodzą mnożnikom zysków. Uważamy, że obecne wyceny nie uwzględniają recesji na pełną skalę, która stanowi czynnik ryzyka dla strefy euro.

Sądzymy, że w obecnym otoczeniu, w którym zakres możliwych wyników ekonomicznych jest szeroki, a rozrzut wycen duży, dobrym wyborem są charakteryzujące się wysoką jakością, mniej cykliczne spółki z segmentu „wartości”, a także spółki defensywne. W rezultacie utrzymujemy podejście dwutorowe. Z jednej strony, **preferujemy spółki defensywne z sektorów opieki zdrowotnej i podstawowych dóbr konsumenckich** (zgodnie z naszym ogólnym nastawieniem). Z drugiej strony, **selektywnie analizujemy wysokiej jakości akcje cykliczne w sektorach materiałowym i przemysłowym**. Pamiętajmy przy tym o niekorzystnych czynnikach ekonomicznych i koncentrujemy się na odpornych na zaburzenia modelach biznesowych. Zachowujemy również ostrożność w odniesieniu do sektorów IT oraz przedsiębiorstw użyteczności publicznej.

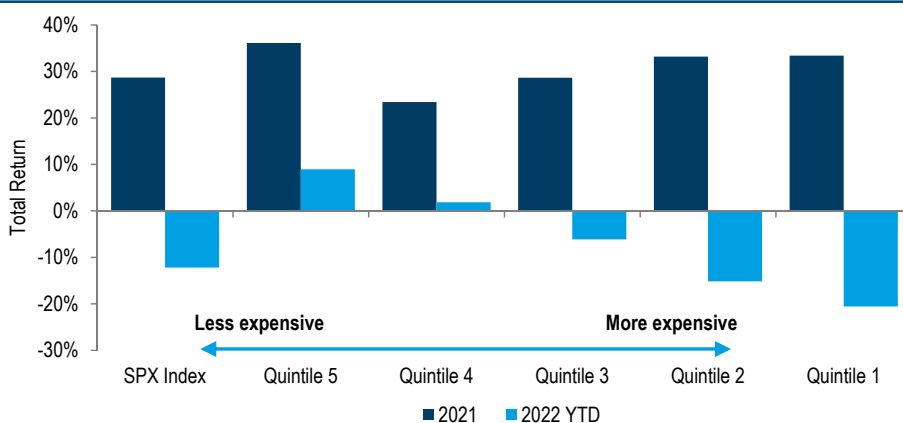
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Pomimo ostatnich słabych danych dotyczących wzrostu gospodarczego, recesja nie jest naszym podstawowym scenariuszem, ponieważ rynki pracy i bilanse konsumentów pozostają odporne. W warunkach rosnących stóp procentowych presja na mnożniki wycen będzie się jednak utrzymywać. W związku z tym utrzymujemy przeważenie **spółek wysokiej jakości i niecyklicznych spółek z segmentu „wartości”, a ponadto zachowujemy ostrożność w odniesieniu do rynku obszarów o wysokiej dynamice i segmentu „wzrostu”**. Zachowujemy ostrożność w stosunku do spółek o dużej kapitalizacji i bardzo selektywnie podchodzimy do spółek o wysokiej efektywności operacyjnej, które zwracają gotówkę akcjonariuszom w formie wykupu i dywidend oraz są w stanie utrzymać wzrost zysków. Poszukujemy okazji w sektorach energetycznym i materiałowym, a ponadto podobają nam się banki o wysokiej stopie zwrotu z kapitału oraz wybrane spółki konsumenckie. Sądzymy, że ponowne otwarcie gospodarki przyczyni się do wzrostu wydatków konsumpcyjnych, ale monitorujemy dostępność siły roboczej i rosnące koszty dla firm oraz ich potencjalny wpływ na marżę i produkcję. Co ciekawe, po niedawnej korekcie atrakcyjne stały się niektóre spółki technologiczne, ale my nadal stosujemy podejście oddolne i oceniamy każdą z nich pod kątem jakości zysków. Z drugiej strony, nie doważamy spółek o bardzo wysokiej kapitalizacji i unikamy nierentownych spółek „wzrostowych” oraz doświadczających problemów spółek „wartościowych”.

Akcje z rynków wschodzących

Pomimo dużej niepewności wyceny na rynkach wschodzących z pewnością stały się bardziej atrakcyjne, ukazując potencjał atrakcyjnych zwrotów, choć z istotnymi rozbieżnościami. Dlatego też utrzymujemy podejście selektywne, preferując eksporterów surowców (Brazylia, Zjednoczone Emiraty Arabskie) oraz kraje o dużej konsumpcji krajowej (Indonezja). W przypadku Azji stajemy się bardziej ostrożni ze względu na wysokie wyceny oraz powrót czynników presji inflacyjnej.

Przeszacowanie napędzane wyceną amerykańskich akcji: stopy zwrotu z indeksu S&P 500 według kwintyli wskaźnika cena/zysk



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 25 May 2022

TEMATYCZNE
POGLĄDY GLOBALNE

Didier BOROWSKI,
Szef ds. poglądów globalnych

EBC powinien zgodzić się na oddzielenie programu skupu obligacji od polityki w zakresie głównej stopy procentowej.

Jedynie innowacje w zakresie zasad fiskalnych i monetarnych mogą sprawić, że strefa euro będzie zdolna do przetrwania

W miarę postępów kryzysów coraz większego znaczenia nabierają kwestie strukturalne i związane z zarządzaniem. Cele polityki gospodarczej stają się z kolei coraz bardziej ambitne w sferze zarówno fiskalnej, jak i monetarnej. Rządy i EBC znalazły się w sytuacji bez wyjścia. „Stare zasady”, takie jak reguła Taylora w przypadku EBC czy zasady Paktu Stabilności i Wzrostu, są przestarzałe. Brak zasad może jednak prowadzić do zwiększonej niestabilności finansowej i makroekonomicznej. Tylko „nowe zasady”, które trzeba dopiero wymyślić, pozwolą polityce monetarnej i fiskalnej sprostać nowym wyzwaniom. Do państw członkowskich UE należy określenie, jako priorytetu i na zasadzie konsensusu, głównych kierunków strategicznych.

Z każdym kolejnym kryzysem problemy strukturalne i związane z zarządzaniem stawały się coraz bardziej widoczne. Jedną z najbardziej drażliwych kwestii w strefie euro jest polityka fiskalna, która pozostaje piętą achillesową europejskiego projektu. Strefa euro jest niepełną unią walutową, w której notorycznie dochodzi do nieefektywnego łączenia jednolitej polityki pieniężnej z niezależnymi — a przez to często nieskoordynowanymi — politykami fiskalnymi. To właśnie podczas kryzysów widać, jak mało efektywne są wdrożone ramy instytucjonalne.

Tymczasem cele polityki publicznej są coraz bardziej ambitne. Oczekujemy, że rządy sfinansują transformację energetyczną, zapewnią inwestycje w infrastrukturę, edukację i opiekę zdrowotną, a także odegrają rolę stabilizującą w czasie recesji. Oczekujemy ponadto, że banki centralne nie tylko zapewnią stabilność cen i stabilność finansową, ale także ograniczą fragmentację rynków finansowych, przyczyniając się jednocześnie pozytywnie do transformacji energetycznej.

Całość przypomina kwadraturę koła — występuje zbyt wiele powiązanych ze sobą celów dla zbyt małej liczby instrumentów, w połączeniu z coraz ostrzejszymi ograniczeniami (stabilność cen i zdolność obsługi zadłużenia) zarówno dla rządów, jak i dla banków centralnych. Połączenie egzogenicznych wstrząsów związanych z popytą ze wstrząsami, których źródłem jest niepewność, zaciemnia perspektywę gospodarcze strefy euro, która ponadto po raz pierwszy w swojej historii musi zmierzyć się z presją stagflacyjną.

W dziedzinie polityki pieniężnej w ostatnich dziesięcioleciach osiągnięto szeroki konsensus co do wcześniej ustalonych zasad. Zasada Taylora stopniowo się przyjęła, ale wygląda na nieodpowiednią lub nieadekwatną. Nie ma sensu (agresywne) podnoszenie stóp procentowych w celu stłumienia źródeł presji inflacyjnej wynikającej z szoku podaźowego, jeśli nie zakłada się, że presja ta przełoży się na płace oraz ogólny poziom cen.

W sferze fiskalnej zasady Paktu Stabilności i Wzrostu są przestarzałe. Narzucanie wszystkim krajom tego samego limitu zadłużenia (60% PKB) i deficytu (3% PKB) zasadniczo mija się z celem. W przeszłości takie zasady okazywały się procykliczne. Ewentualne sankcje nie przynosiły zaś rezultatów.

Nie oznacza to jednak, że działania czysto uznaniowe prowadzą do podejmowania najlepszych decyzji w zakresie polityki publicznej. Brak zasad może bowiem wywołać niestabilność finansową i makroekonomiczną. Nadal istotne

jest kotwiczenie oczekiwań rynkowych. Ale jak to zrobić? Normalizacja polityki pieniężnej jest możliwa tylko dzięki skoordynowanemu podejściu do polityki fiskalnej (w celu absorpcji wstrząsów). Ścisłe oddzielenie zasad fiskalnych od zasad monetarnych nie sprawdza się. Wywołany zbiegiem okoliczności okres domniemanej koordynacji miał miejsce podczas kryzysu związanego z Covid, kiedy to dezinflacja pozwoliła EBC na złagodzenie polityki pieniężnej. Obniżyło to koszty kredytów i pozwoliło polityce fiskalnej zamortyzować szok. Obecnie należy zbadać możliwości bardziej jednoznacznego uregulowania koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej.

Nie ma szybkich rozwiązań, ale niektóre sposoby warto poznać. Niezależność EBC jest oczywiście nienaruszalna. Nic jednak nie stoi na przeszkodzie, by zmienić definicję jego mandatu. Po pierwsze, stosując „wzmocnioną” regułę Taylora, można by wyraźniej uwzględnić źródła szoku inflacyjnego (tzn. stronę podaźową lub popytową). Po drugie, co ważniejsze, EBC powinien zgodzić się na oddzielenie programu skupu obligacji od polityki w zakresie głównej stopy procentowej.

Jednakże aby tego dokonać, trzeba będzie najpierw dokonać reinterpretacji Paktu Stabilności i Wzrostu. W początkowej fazie kraje UE mogłyby się zgodzić co do pewnych kluczowych (egzystencjalnych) celów oraz co do tego, że mają więcej do stracenia, jeśli nie osiągną ich wspólnie, niż w przypadku zwiększenia zadłużenia na poziomie europejskim. Aby określić wysiłek konieczny do zapewnienia zdolności obsługi krajowego zadłużenia, należy zbadać salda pierwotne, obciążenia z tytułu zadłużenia, początkowe poziomy zadłużenia oraz stosunki wydatków publicznych do PKB. Oznacza to, że reguły specyficzne dla poszczególnych krajów byłyby ostatecznie bardziej adekwatne (i bardziej wiążące) niż jedna reguła oparta na deficycie. Potrzebne są także wieloletnie plany wydatków na szczeblu krajowym, które zobowiążą rządy do utrzymania wzrostu wydatków powtarzalnych poniżej realnego wzrostu PKB, przy jednoczesnej ochronie nakładów kapitałowych. Należy skupić się na agregatach, które znajdują się pod kontrolą rządów i które są regularnie mierzone. Rządy i EBC będą w stanie sprostać tym wyzwaniom wyłącznie dzięki pragmatycznemu, skoordynowanemu i innowacyjnemu podejściu.

Sfinalizowano dn. 20 maja 2022.

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

Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy prawdopodobieństwo naszego scenariusza centralnego i alternatywnego na niezmiennym poziomie w porównaniu z ubiegłym miesiącem, ale zmieniamy narrację, aby uwzględnić zmieniającą się sytuację geopolityczną (patrz „Drzewo kryzysu ukraińskiego”). Nowa fala Covid-19 w Chinach oraz stagnacja w strefie euro zwiększają niepewność co do wzrostu gospodarczego w perspektywie krótkoterminowej.

<p>SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY 30%</p> <p>Ponowne załamanie w kierunku stagflacji</p>	<p>SCENARIUSZ GŁÓWNY 60%</p> <p>Wyboista droga, regionalne rozbieżności</p>	<p>SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY 10%</p> <p>Zrównoważony wzrost gospodarczy sprzyjający włączeniu społecznemu</p>
<p>Analiza</p> <ul style="list-style-type: none"> Długotrwała wojna na Ukrainie szkodzi zaufaniu i aktywności, a także sprawia, że ceny surowców i energii dłużej utrzymują się na wyższym poziomie, zakłócając dostawy. Powrót Covid-19 prowadzi do powrotu globalnych ograniczeń mobilności i wąskich gardeł zakłócających łańcuchy dostaw. Oba te czynniki prowadzą do spowolnienia gospodarczego, podczas gdy inflacja pozostaje wysoka oraz niekontrolowana. Niewypłacalność kilku rynków wschodzących oraz stabilność długu publicznego na rynkach rozwiniętych. Wznowienie dostosowawczej polityki monetarnej i fiskalnej w celu wspierania gospodarki, ewentualnie dalszy etap represji finansowej. Inflacja w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego zmusza niektóre banki centralne, a w szczególności EBC, do odejścia od swoich wytycznych i potencjalnej utraty wiarygodności. Polityki oraz inwestycja mające na celu walkę ze zmianami klimatycznymi są odkładane na później i/lub polityki krajowe są wdrażane w sposób chaotyczny. 	<p>Analiza</p> <ul style="list-style-type: none"> Wojna na Ukrainie uderza w zaufanie i przekłada się na tymczasowy wzrost cen surowców i energii. Covid-19 jest chorobą endemiczną, powracającą w losowych falach (Chiny); globalna aktywność gospodarcza utrzymuje się, ale nadal występują wąskie gardła w łańcuchach dostaw. Większe rozbieżności w zakresie wzrostu gospodarczego: <ul style="list-style-type: none"> W 2022 r. globalny wzrost gospodarczy stopniowo powraca do trendu, co oznacza, że w 2023 r. może dojść do pogorszenia koniunktury. Gorsza końcówka I półrocza 2022 r. z powodu spadku tempa wzrostu PKB w Chinach w II kwartale. Stagnacja lub techniczna/ krótkotrwała recesja w Europie, w tym w Wielkiej Brytanii. Gospodarka amerykańska jest prężna, ale oczekuje się jej spowolnienia: w 2023 r. wzrost gospodarczy może być niższy od przeciętnego. Inflacja zasadnicza osiąga swój szczyt, ale pozostanie na wysokim poziomie. Wysokie ceny surowców, ograniczenia po stronie podaży oraz rosnąca presja płacowa spowodują wzrost inflacji bazowej w niektórych regionach (np. w strefie euro). Desynchronizacja polityki pieniężnej: <ul style="list-style-type: none"> Fed szybko przechodzi z taperingu na zacieśnianie ilościowe i cykl szybkich podwyżek stóp (I półrocze), jednak powinien zwolnić tempo podwyżek stóp w II półroczu. Bank Anglii w cyklu łagodnych podwyżek stóp procentowych. EBC zakończy QE i podniesie stopy 3x w 2022 r., ale nie ma miejsca na rzeczywiste zacieśnienie polityki pieniężnej. ChBL nastawiony na łagodzenie polityki pieniężnej. Rentowności obligacji wzrosną, ale pozostaną niskie przez dłuższy czas. Polityka fiskalna: złagodzenie krótkoterminowego negatywnego wpływu cen energii (poprzez ukierunkowane środki, zwłaszcza w Europie). Zmiany klimatyczne zakłócają cykl surowcowy i nasilają tendencje stagflacyjne. 	<p>Analiza</p> <ul style="list-style-type: none"> Koniec wojny na Ukrainie i stopniowe wycofywanie sankcji. Niższe ceny energii i surowców powodują szybki spadek inflacji. Pandemia w fazie endemicznej ustępuje szybciej niż przewidywano, pomimo nowych wariantów. Dodatkowe oszczędności i wzrost płac napędzają konsumpcję, nie powodując erozji marż przedsiębiorstw. Wzrost produktywności dzięki transformacji cyfrowej i energetycznej oraz reformom strukturalnym. Inflacja pozostaje pod kontrolą, a banki centralne stopniowo normalizują swoje działania. Wyższe nominalne i realne stopy procentowe z powodu większych inwestycji i mniejszych oszczędności. Zadłużenie jest zrównoważone dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu i stopniowemu wdrażaniu dyscypliny budżetowej. Wzrost sprzyjający włączeniu społecznemu i skuteczne zwalczanie nierówności. Zmiana klimatu i transformacja energetyczna stają się priorytetem dla decydentów.
<p>Implikacje rynkowe</p> <ul style="list-style-type: none"> Preferować gotówkę, USD i obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych. Rozgrywać strategię oparte na minimalnej zmienności. Złoto. Surowce i energia. 	<p>Implikacje rynkowe</p> <ul style="list-style-type: none"> Niższe oczekiwane zwroty realne skorygowane o ryzyko Ograniczony wzrost nachylenia krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych oddziałuje na strefę euro i rynki wschodzące. Zabezpieczać się przed inflacją poprzez złoto, obligacje indeksowane inflacją oraz akcje. RW: utrzymujemy narrację dotyczącą krótkoterminowej ostrożności, długoterminowego dochodu realnego oraz wzrostu. 	<p>Implikacje rynkowe</p> <ul style="list-style-type: none"> Nachylenie krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych rośnie. Preferować aktywa ryzykowne z ekspozycją na spółki cykliczne i segment „wartości”. Preferować obligacje indeksowane inflacją i akcje jako zabezpieczenie przed inflacją.

- Geopolityka
- Tematy związane z Covid-19
- Oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji
- Polityka monetarna i fiskalna
- Plany ożywienia lub warunki finansowe
- Wypłacalność emitentów prywatnych i publicznych
- System gospodarczy lub finansowy
- Tematy społeczne lub związane z klimatem

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Zwiększamy prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka finansowego z 20% do 30%, ponieważ pogarszają się fundamenty gospodarcze. Utrzymujemy prawdopodobieństwo wystąpienia czynników ryzyka gospodarczego i geopolitycznego równe 30%, aby uwzględnić wojnę na Ukrainie i jej potencjalny wpływ na gospodarkę. Czynniki ryzyka związane z Covid-19 (w tym lockdowny w Chinach) zaliczamy do ekonomicznych.

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

RYZIKO EKONOMICZNE

30%

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

RYZIKO FINANSOWE

30%

- **Kryzys związany z długiem państwowym**
 - Przedłużająca się wojna na Ukrainie zaszkodziłaby wrażliwym finansom publicznym krajów rozwiniętych, gdzie dług publiczny w relacji do PKB osiąga już historyczne rekordy.
 - Gwałtowny wzrost oczekiwań inflacyjnych może doprowadzić do ostrzejszego zacieśnienia polityki pieniężnej i zaburzeń na rynku obligacji.
 - Większość krajów narażona jest na obniżenie ratingu i wzrost stóp procentowych.
 - Wrażliwe rynki wschodzące również mogą stanąć w obliczu kryzysu bilansu płatniczego, zbliżając się do niewypłacalności.
- **Ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw wzrasta** w kontekście pogorszenia danych fundamentalnych oraz rosnącej niepewności i presji na marżę (wysokie koszty produkcji i nadmiarowe zamówienia prowadzą do ostrzeżeń dotyczących niższych zysków).
- **Szeroko rozpowszechniony greenwashing i bańka inwestycyjna ESG** podważają finansowanie transformacji energetycznej.
- **Niestabilność USD** i stopniowa utrata statusu waluty rezerwowej prowadzą do niestabilności na rynkach walutowych.
- **Wojny walutowe:** aprecjacja waluty jest sposobem na zwalczanie presji inflacyjnej przez bank centralny.

RYZIKO (GEO)POLITYCZNE

30%

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

* [Więcej szczegółów na temat potencjalnych wyników można znaleźć w artykule „Drzewo kryzysu ukraińskiego” na stronie 11.](#)

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

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

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

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

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

- Obligacje korporacyjne i akcje, EMBI



PORTFELE WIELOAKTYWOWE – STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

Aktualizacja miesięczna: Światło drogowe w zakresie nastrojów zmieniło się z żółtego na czerwone.

Punkt zwrotny mamy za sobą

Zbliżamy się do punktu zwrotnego

Zwrotu jeszcze nie było – zbyt wcześnie, by o nim mówić

KONTEKST EKONOMICZNY

- Dynamika wzrostu gospodarczego stopniowo spada w warunkach wyższej inflacji i słabnącego popytu wewnętrznego, ponieważ inflacja cen żywności i energii uderza w siłę nabywczą, działając jak podatek regresywny.
- Kierunki zmian w prognozach inflacji i wzrostu gospodarczego pozostają rozbieżne. Impuls stagflacyjny jest widoczny zwłaszcza w strefie euro.
- Przedłużająca się presja na ceny surowców i energii, prowadząca do bardziej trwałej inflacji i zacieśnienia polityki pieniężnej, zwiększa niepewność co do stanu gospodarki, co sprawia, że perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji nie wyglądają już tak korzystnie.

FUNDAMENTY I WYCENA

- Choć niedawna korekta sprawiła, że aktywa staniały, niedawne pogorszenie sytuacji makroekonomicznej sprawia, że obecne poziomy nie są uważane za dobre punkty wejścia.
- Celem zacieśnienia ilościowego będzie rozwiązanie problemów związanych z inflacją i powstrzymanie wzrostu mnożników, podczas gdy oczekiwania są nadal bardzo optymistyczne — przynajmniej w Europie, biorąc pod uwagę potencjalne niedobory surowców.
- Podsumowując, wyceny i obecne poziomy po korekcie nie są w stanie zrównoważyć braku widoczności zysków w przyszłości, uniemożliwiając tym samym przyjęcie pozytywnego nastawienia do podejmowania ryzyka.

ALOKACJA AKTYWÓW „neutralna plus”

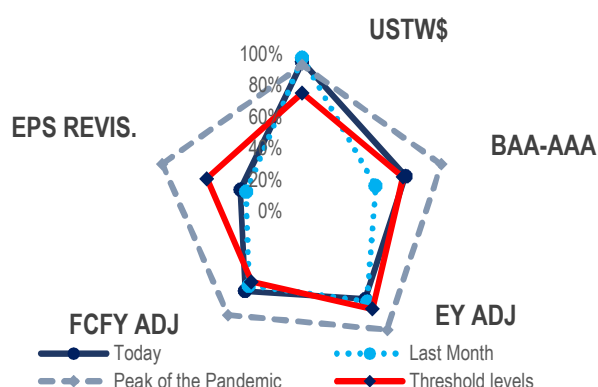
ASPEKTY TECHNICZNE

- Ostatnia korekta aktywów ryzykownych poprawiła większość wskaźników kontrariańskich, z których większość sygnalizuje możliwość wzrostów. Strategie kontrariańskie wymagają jednak czynników wyzwających, a obecna słaba widoczność kontekstu może nadal skłaniać do ostrożnego podejścia.
- Trendy w zakresie aktywów ryzykownych pozostają zróżnicowane, co z technicznego punktu widzenia daje neutralną ekspozycję.

NASTROJE

- W maju trwała korekta na rynku aktywów ryzykownych, a większość mierników nastawienia do ryzyka notowała gwałtowne skoki.
- Koncentracja ryzyka na rynku jest wysoka, a ogólne prawdopodobieństwo odejścia od ryzyka jest wysokie i sugeruje defensywną alokację aktywów.
- Warunki finansowe, choć wszędzie się pogarszają, wykazują większą odporność niż w przypadku poprzednich korekt na rynku akcji. *Spread* Baa-Aaa agencji Moody's po raz pierwszy od 2020 r. przekroczył poziom alarmowy.

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



Source: Amundi Institute, Data as of 20 May 2022

Wskaźnik percepcji ryzyka CAST nie wykazał strukturalnego wzrostu w I kwartale. Korekty wskaźników zysku na akcję (EPS) zaczęły sygnalizować mniej korzystne perspektywy globalne, a dolar amerykański pozostaje czynnikiem jednoznacznie skłaniającym do rezygnacji z ryzyka. Premie za ryzyko kredytowe nie przekroczyły jednak naszego progu ostrzegawczego (tj. 100 punktów bazowych) i częściowo równoważą ocenę ogólną.

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

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

1 Rosnące ryzyko recesji

- Oczekujemy stagnacji w strefie euro przy wysokiej inflacji w pierwszej połowie 2022 r., przy czym za możliwą w tym okresie uważamy nawet recesję, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych możliwe jest miękkie lądowanie (ryzyko recesji: 20% w okresie 12 miesięcy i 40% w okresie 18 miesięcy).
- Spodziewamy się, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy Fed podwyższy stopy procentowe zgodnie z oczekiwaniami rynków, ale EBC i Bank Anglii zdołają zacieśnić politykę pieniężną w mniejszym stopniu, niż zakłada konsensus.
- Konsumenci w strefie euro stoją w obliczu nowego wstrząsu i mają mniej możliwości, by go zniwelować, ze względu na słabszy wzrost płac i poważną utratę zaufania. W przedsiębiorstwach obserwuje się ponowny wzrost presji na ceny czynników produkcji i bardziej niepewne perspektywy popytu. Po płaskim lub ujemnym wzroście w I kwartale, wchodząca w skład strefy euro grupa G4 znów „flirtuje” z załamaniem gospodarczym.
- Stany Zjednoczone mają stosunkowo mocne fundamenty, aby przetrwać burzę związaną z wysoką inflacją (ożywienie gospodarcze zakończyło się na wielu frontach). Fundamenty strefy euro są bardziej kruche i bardziej podatne na nowe wstrząsy (przy niepełnym ożywieniu na wielu frontach).

Konsekwencje dla inwestorów

- Końcowe stopy procentowe banków centralnych:
 - Fed: 3,25% (zgodnie z prognozami rynkowymi),
 - EBC: 0,5%
 - Bank Anglii: 1,5% (oba gołębie w stosunku do oczekiwań rynków).
- Zachowujemy ostrożność w stosunku do obligacji z peryferii strefy euro, a ponadto spodziewamy się wzrostów inflacji w Stanach Zjednoczonych i Europie w okresie 5 lat.

2 Stabilność włoskiego długu w świetle wyższych rentowności?

- Stosunek zadłużenia do PKB wzrośnie, jeśli średnia rentowność obligacji 7-letnich na stałe przekroczy poziom 3,4%.
- Interwencje EBC będą jednak ostatecznie zależeć od stopnia fragmentacji, tj. trwałego wzrostu spreadów.
- Wzrost nominalny i koszt finansowania mają zasadnicze znaczenie dla zdolności obsługi zadłużenia:
 - Długoterminowy nominalny wzrost PKB na poziomie 3,4% mógłby zrównoważyć dalszy wzrost kosztów zadłużenia, pod warunkiem zachowania dyscypliny fiskalnej (przy saldzie pierwotnym na poziomie 0%);
 - Stabilność długu stanie się problematyczna w przypadku silnego, trwałego, powszechnego i większego niż obecnie przesunięcia krzywej dochodowości oraz specyficznego dla Włoch wzrostu rentowności;
 - Jeśli chodzi o zacieśnianie polityki monetarnej, to fundamenty włoskiej gospodarki są jednak obecnie lepsze w lepszej sytuacji niż w 2011 czy 2018 roku.

Konsekwencje dla inwestorów

- Ostrożne podejście do długu z peryferii strefy euro po zaprzestaniu luzowania ilościowego przez EBC, przy silniejszych fundamentach w dłuższej perspektywie.

3 Wyceny akcji: nie uwzględniają zwiększonego ryzyka recesji w strefie euro

- Na rynkach rozwiniętych cykl zysków przedsiębiorstw w 2022 r. zakończy się poniżej oczekiwań konsensusu (patrz artykuł na stronie 9).
 - Wzrost wskaźnika zysku na akcję w Stanach Zjednoczonych powinien być jednocyfrowy [5%;9%] wobec konsensusu +9,8, choć przy wsparciu ze strony skupów akcji własnych.
 - W Europie nie można wykluczyć recesji zysków [-5%;+5%], choć zgodnie z konsensem mają one wzrosnąć o 11%.
 - Wzrost wskaźnika zysku na akcję w Europie będzie wolniejszy niż w Stanach Zjednoczonych, głównie z powodu oczekiwanego słabszego wzrostu gospodarczego — prognozujemy, że w tym roku globalny wzrost PKB wyniesie +3,0%, a w strefie euro tylko 2,3%.
- Na rynkach wschodzących oczekuje się wzrostu wskaźnika zysku na akcję w I kw. 2023 r. na poziomie 7,5% wobec konsensusu 10%.
 - Korekty wyników wskazują na spadek: nadal są pozytywne w krajach Ameryki Łacińskiej i w regionie EMEA, ale negatywne i ciągle pogarszające się w na azjatyckich rynkach wschodzących i w Chinach.
 - Oczekuje się, że wzrost zysków w Chinach będzie odpowiadał wzrostowi na rynkach wschodzących (+7,5% w I kw. 2023 r.).

Konsekwencje dla inwestorów

- Przy średnim wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych na poziomie 2,6% w 2022 r., tamtejszy wskaźnik zysku na akcję będzie w stanie osiągnąć niski, jednocyfrowy wzrost. Europejskie zyski powinny natomiast okazać się mniej odporne niż w Stanach Zjednoczonych (może nawet dojść do ich recesji).
- Pozostajemy neutralni wobec akcji i poszukujemy strategii opartych na wartości względnej.
- Preferujemy segment „wartości” w kontekście rosnących realnych stóp procentowych, spółki wysokiej jakości ze względu na dojrzałość cyklu, wysokie dywidendy kompensujące inflację oraz minimalną zmienność.
- Unikilibyśmy natomiast strategii cyklicznych, strategii opartych na spółkach o niskiej kapitalizacji oraz strategii opartych na dynamice.

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

4 Obligacje korporacyjne: warto zachować ostrożność, ponieważ sytuacja na świecie pogarsza się

- Obligacje korporacyjne muszą sprostać wyzwaniom związanym z pogarszającą się sytuacją gospodarczą, presją na marże oraz zastrzonym polityką pieniężną:
 - Pogarszająca się sytuacja na świecie, zwłaszcza w strefie euro. Wciąż podwyższona inflacja sprawia, że banki centralne pozostają w trybie zacieśniania polityki pieniężnej, co grozi gwałtownym spowolnieniem lub recesją;
 - Rosnąca rozbieżność między danymi fundamentalnymi przedsiębiorstw. Presja na marżę: rosnące płace oraz koszty materiałów, energii i transportu. Kluczowe znaczenie będzie mieć pozycja przetargowa w zakresie ustalania cen;
 - wyceny nie uwzględniają zwiększonego ryzyka recesji w strefie euro;
 - aspekty techniczne stają się mniej korzystne w związku z zakończeniem programu CSPP EBC.
- W mniej korzystnych warunkach kredytowych: pogarszające się warunki gospodarcze, zaostrenie warunków przez banki centralne, rosnące rozbieżności danych fundamentalnych przedsiębiorstw i presja na marże.
- Instrumenty wysokodochodowe z rynków wschodzących są tanie ze względu na krótkoterminową przecenę, przy założeniu stabilizacji rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich, wysokich cen ropy naftowej do III kwartału 2022 r. oraz poprawy luki między rynkami wschodzącymi i krajami rozwiniętymi w 2022 r.

Konsekwencje dla inwestorów

- Jeśli chodzi o rynki wschodzące, preferujemy Stany Zjednoczone w porównaniu z Europą oraz segmenty o krótkich duracjach.
- Na rynkach wschodzących preferujemy obligacje denominowane w twardej walucie. Oczekujemy zacieśnienia spreadów głównie w przypadku instrumentów wysokodochodowych.

5 Chiny: polityka „zero Covid” szkodzi perspektywom wzrostu gospodarczego

- Całoroczny wzrost PKB poniżej 4%: W I kwartale wzrost gospodarczy okazał się wyższy niż oczekiwano i wyniósł 4,8% r/r pomimo silnego negatywnego efektu bazy.
- Odnotowane w marcu powszechne spowolnienie aktywności gospodarczej, przedłużający się lockdown w Szanghaju oraz rozszerzenie polityki „zero Covid” w innych regionach spowodują jednak, że w II kwartale w Chinach wystąpi przejściowa recesja.
- Wskaźniki wysokiej częstotliwości sugerują, że aktywność poza Szanghajem zapowiada stopniowe ożywienie w maju i czerwcu.
- Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB poniżej konsensusu na poziomie 3,5% na rok 2022 (Reuters 5%, Wind 5,2%), a w roku 2023 spodziewamy się odbicia do 5,4%.
- ChBL opowiada się za powolną deprecjacją waluty i dlatego należy spodziewać się dalszego osłabienia RMB.

Konsekwencje dla inwestorów

- Cele dla USD/CNY podniesione do 6,95/6,50 z 6 i 12 miesięcy (z 6,5/6,3)

Najnowsze informacje o Covid-19

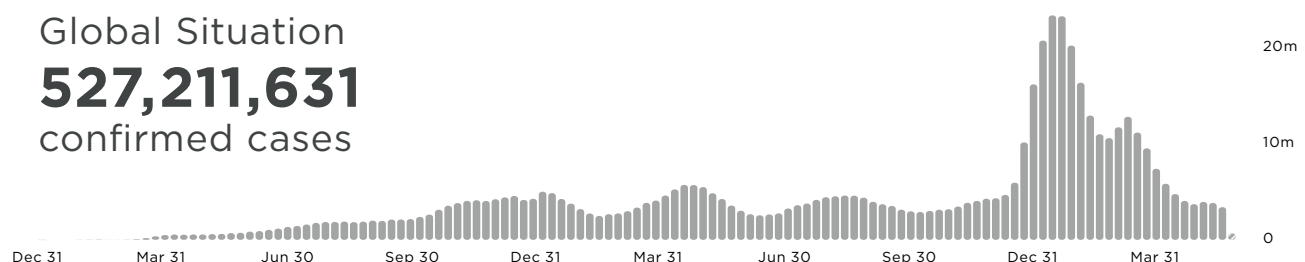
Pierre BLANCHET, Szef ds. analiz inwestycyjnych

Duża fala wariantu omikron Covid-19 ustąpiła. Po osiągnięciu w styczniu szczytowego poziomu ponad 20 milionów zachorowań tygodniowo liczba ta zmniejszyła się dziesięciokrotnie — statystyki WHO odnotowują obecnie około 2 milionów zachorowań tygodniowo na całym świecie. Co ważniejsze, od marca 2020 r. liczba zgonów nigdy nie była tak niska.

W Chinach, które od marca zmagają się z kolejną falą zachorowań, według oficjalnych statystyk dzienna liczba zachorowań spadła poniżej 100. Wygląda na to, że epidemia ustępuje po miesiącach ścisłych restrykcji, a w szczególności po całkowitym zamknięciu regionu Szanghaju. Ryzyko zakażenia w północno-wschodnich Chinach (Hebei) wciąż jednak rośnie. Nawet w Korei Północnej, gdzie sytuacja wyglądała na niekontrolowaną, ostatnie zapowiedzi złagodzenia lockdownów potwierdzają poprawę sytuacji.

Są to uspokajające sygnały i chociaż należy się spodziewać, że wirus pozostanie aktywny, dane te potwierdzają naszą opinię, że Covid-19 przeszedł z fazy pandemii do fazy choroby endemicznej, której wpływ na łańcuchy dostaw, popyt konsumpcyjny oraz ogólną aktywność gospodarczą jest mniejszy.

Global Situation
527,211,631
confirmed cases



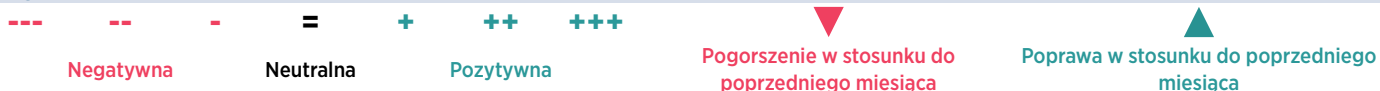
Source: World Health Organization

Data may be incomplete for the current day or week.

KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=/+		Wysokie wydatki konsumentów i silne rynki pracy będą wspierać ogólny popyt, co pozwala nam sądzić, że recesja jest mało prawdopodobna, choć tempo wzrostu PKB powinno zmaleć, zbliżając się do poziomu potencjalnego. Preferujemy spółki wysokiej jakości i niecykliczne spółki z segmentu „wartości”, natomiast bardzo ostrożnie podchodzimy do nierentownych i drogich spółek „wzrostowych” oraz spółek o dużej kapitalizacji.
	Segment „wartości”, USA	+		Niepewność związana z rosnącymi kosztami wymaga skupienia się na wysokiej jakości spółkach z segmentu „wartości”, które są mniej cykliczne i mogą zapewnić trwały wzrost zysków. Podczas gdy rotacja w kierunku segmentu „wartości” może w najbliższym czasie ulec osłabieniu, w dłuższej perspektywie ruch w kierunku tych spółek będzie prawdopodobnie kontynuowany. Kluczową kwestią jest tu przedkładanie selekcji nad ogólny kierunek rozwoju rynku.
	Segment „wzrostu”, USA	-		Długoterminowa wycena segmentu „wzrostu” pozostaje wysoka, choć między poszczególnymi spółkami występują istotne różnice. Prace w sektorze technologicznym mogą stwarzać okazje do zarobku pod warunkiem utrzymania podejścia selektywnego, a my nadal koncentrujemy się na długoterminowym potencjale wzrostu zysków.
	Europa	-/=		Większe ryzyko stagflacji w Europie wywiera presję na wzrost zysków i może prowadzić do dalszych przecen na rynku. Dlatego też z jednej strony preferujemy spółki defensywne, a z drugiej wysokiej jakości cykliczne spółki przemysłowe i surowcowe.
	Japonia	=		Umiarkowane pogorszenie dynamiki gospodarczej skłania nas do zachowania czujności w kwestii wyników finansowych przedsiębiorstw. Z drugiej strony, dewaluacja JPY wspiera rynek. Dlatego też utrzymujemy nastawienie zasadniczo neutralne.
	Chiny	=		Pomimo wprowadzonych ostatnio dodatkowych bodźców polityka „zero Covid” nadal ciąży perspektywom gospodarczym Chin. Widzimy możliwość poprawy sytuacji w drugim półroczu, wraz z oczekiwanym ożywieniem gospodarczym.
	Rynki wschodzące	=		Po ostatnich przecenach atrakcyjność akcji z rynków wschodzących rośnie, ale rozbieżności są znaczne. Pozytywnie oceniamy eksporterów surowców, takich jak Brazylia i Zjednoczone Emiraty Arabskie, a ponadto kraje z silnym popytem wewnętrznym, choć ostrożnie podchodzimy do droższych krajów azjatyckich.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	=	▲	Ryzyko dla rentowności nominalnych może zarówno zmaleć, jak i wzrosnąć, ponieważ wyższa inflacja wiąże się z rosnącą niepewnością co do wzrostu gospodarczego. W związku z tym utrzymujemy zasadniczo neutralne nastawienie, choć mamy też umiarkowanie negatywne nastawienie do duracji. Nasza ekspozycja na obligacje skarbowe indeksowane inflacją jest minimalna.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+	▲	Po niedawnym wzroście spreadów zaczynamy przyjmować bardziej konstruktywne nastawienie do amerykańskiej klasy inwestycyjnej – ma to związek z solidnymi podstawami makroekonomicznymi Stanów Zjednoczonych, dobrymi danymi fundamentalnymi przedsiębiorstw (solidne bilanse z wysokimi poziomami płynności i wskaźnikami pokrycia), niskim ryzykiem refinansowania długu w najbliższym czasie oraz stabilnym poziomem dźwigni finansowej.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Utrzymujemy podejście neutralne i selektywne do instrumentów wysokodochodowych. Z jednej strony sektorowi sprzyjają wysokie ceny energii, a z drugiej strony należy monitorować wyceny, zwłaszcza że płynność malejąca w wyniku zacieśniania ilościowego może spowodować zaostrenie warunków finansowych.
	Skarbowe Europa	=	▲	Choć długoterminowy ruch w kierunku wyższych głównych stóp procentowych nadal trwa, napięcia geopolityczne i napięcia na rynkach wywierają presję spadkową na rentowności. W połączeniu z uzależnionym od danych podejściem EBC, zgodnie z którym stopy procentowe wzrosną „jakis czas” po zakończeniu luzowania ilościowego, podkreśla to, dlaczego inwestorzy powinni zachować elastyczność w kwestii duracji. Przyjmujemy nieco mniej defensywne (niż poprzednio) nastawienie do duracji w rdzeniu strefy euro, ponieważ zmierzamy w kierunku neutralności.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=		Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, preferujemy instrumenty o wysokim ratingu i krótkich lub średnich terminach zapadalności. Utrzymujemy podejście selektywne (bilanse przedsiębiorstw są silne) ze względu na wysokie ceny producentów i potencjalną presję na marże. Uważamy, że inwestorzy powinni rozważyć przejście z segmentów/instrumentów o wysokiej wartości bety do segmentów/instrumentów o niskiej beczie, stosując podejście oparte na analizie fundamentalnej.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=		Obawy o wzrost gospodarczy i inflację w Europie mogą wpłynąć na zyski przedsiębiorstw, chociaż spready są niższe od poziomów obserwowanych na początku marca, co świadczy o silnych fundamentach firm. W przyszłości inwestorzy będą różnicować emitentów obligacji w zależności od jakości i ryzyka płynności, co sprawi, że będziemy bardzo selektywnie podchodzić do całego rynku.
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+		Utrzymujemy umiarkowanie pozytywne podejście do chińskich obligacji skarbowych, ponieważ z perspektywy średnioterminowej ta klasa aktywów oferuje duże korzyści w zakresie dywersyfikacji.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	+		Jesteśmy umiarkowanie konstruktywnie nastawieni do obligacji z rynków wschodzących denominowanych w twardej walucie, zwłaszcza w przypadku mających specyficzne uwarunkowania emitentów, którzy pasują do naszych zdecydowanych preferencji dla selekcji oddolnej. W tej grupie preferujemy instrumenty wysokodochodowe w stosunku do klasy inwestycyjnej, ponieważ spodziewamy się spadku spreadów w tym pierwszym segmencie.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Podtrzymujemy konstruktywne nastawienie do duracji instrumentów denominowanych w walutach lokalnych rynków wschodzących, a ponadto uważamy, że istnieje możliwość realokacji w kierunku walut eksporterów surowców, chociaż jesteśmy nieco ostrożni co do walut rynków wschodzących jako grupy. Duża fragmentacja bloku rynków wschodzących pozwala nam na bardzo selektywne podejście.
	INNE	Surowce		
Waluty				Jastrzębi wydzwięk komunikatu EBC pomógł EURUSD oddalić się od ostatnich 20-letnich minimów. Choć uznajemy, że koniec ujemnych stóp procentowych może wspierać EUR w średnim terminie, to naszym zdaniem w ujęciu względnym kontekst (wzrost gospodarczy i stopy krótkoterminowe) nadal sprzyja USD w krótkim terminie.

LEGENDA



Źródło: Amundi, na dzień 26 maja 2022 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako 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 = luzowanie ilościowe.

KRAJE ROZWIŃIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-05-30						
Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Świat	6,2	3,1	3,3	3,9	7,5	4,6
Kraje rozwinięte	5,2	2,6	1,8	3,2	6,4	2,9
USA	5,8	2,6	1,9	4,7	7,3	3,3
Japonia	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Wlk. Brytania	7,4	3,4	0,7	2,6	8,8	5,2
Strefa euro	5,4	2,3	1,7	2,6	7,0	3,2
Niemcy	2,9	1,8	1,9	3,2	7,3	3,3
Francja	7,0	2,8	1,6	2,1	5,3	3,5
Włochy	6,6	2,5	1,5	2,0	6,7	2,9
Hiszpania	5,1	3,9	1,8	3,1	7,7	2,9

Źródło: Instytut Amundi

- **Stany Zjednoczone:** Oczekujemy, że po spadku w I kwartale (wynikającym z ponadprzeciętnego spadku eksportu netto, a ponadto załamania spowodowanego wzrostem zapasów w IV kwartale, a nie słabym popytem) od II kwartału wzrost PKB w ujęciu sekwencyjnym przyspieszy i ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie, osiągając 1,6% w IV kwartale 2022 r. oraz 1,5% w IV kwartale 2023 r. Popyt wewnętrzny ulegnie istotnemu spowolnieniu w wyniku zaostrzenia warunków finansowych, co spowoduje, że wzrost gospodarczy spadnie poniżej potencjału szybciej niż oczekiwano. Presja inflacyjna pozostaje podwyższona zarówno z powodu bardziej zmiennych komponentów głównego wskaźnika (inflacja energii i żywności), jak i z powodu bardziej stabilnych komponentów bazowych, utrzymując się do końca roku powyżej 6%.
- **Strefa euro:** W strefie euro zapowiada się rok stagnacji wzrostu przy wysokiej i utrzymującej się inflacji. Oczekujemy, że przez większą część roku gospodarka będzie odnotowywać bardzo ograniczony wzrost w ujęciu sekwencyjnym; wysoka inflacja i niski poziom zaufania hamują konsumpcję, a niepewność ciąży inwestycjom; popyt wewnętrzny jest słaby, a popyt zagraniczny nie jest dużo lepszy, co zmniejsza udział eksportu. Źródła inflacji stopniowo stają się coraz bardziej zróżnicowane — nadal oczekujemy, że inflacja utrzyma się znacznie powyżej celu EBC, ponieważ presja na inflację bazową będzie nadal wysoka.
- **Wielka Brytania:** W kontekście wysokiej i utrzymującej się inflacji oczekujemy, że gospodarka szybko wyhamuje, ponieważ wyższe ceny i podatki ograniczają realne dochody rozporządzalne gospodarstw domowych. Techniczna recesja jest realną możliwością, choć na razie spodziewamy się, że gospodarka uniknie dwóch kolejnych kwartałów ujemnego wzrostu. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach PKB pozostanie na granicy między kurczeniem się a łagodnym wzrostem. Dynamika inflacyjna jest nadal wysoka, ponieważ presja cenowa ze strony producentów nadal rośnie, a dane z badań ankietowych odpowiadają sytuacji, w której presja inflacyjna utrzymuje się na wyższym poziomie przez dłuższy czas.
- **Japonia:** W przeciwieństwie do innych krajów rozwiniętych, ożywienie gospodarcze w Japonii po pandemii było powolne. W I kwartale PKB ponownie się zmniejszył, a łączny wolumen wytworzonych towarów i usług pozostał na tym samym poziomie, co w IV kwartale 2020 r. Szczególny niepokój budziły inwestycje przedsiębiorstw, a ostatnie pogorszenie nastrojów nie wróży poprawy sytuacji, zważywszy na nowe ograniczenia podaży i ciągłe pogarszanie się warunków wymiany handlowej. Z drugiej strony, inflacja staje się coraz trwalsza, ponieważ oczekiwania są rekordowo wysokie. Inflacja bazowa będzie dalej rosła w ciągu roku, ale pozostanie znacznie poniżej wyznaczonego przez Bank Japonii docelowego poziomu 2%.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	31.05 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12m.	Konsensus +12 m.
USA	0,88	2,4/2,6	2,63	2,7/3	3,09
Strefa euro	-0,5	0,25	0,48	0,5	1,26
Japonia	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,03
Wlk. Brytania	1,00	1,25	1,78	1,50	2,30

Źródło: Instytut Amundi

- **Fed:** Na ostatnim posiedzeniu FOMC Fed podwyższył stopę procentową o 50 punktów bazowych i ogłosił, że w czerwcu rozpocznie się zmniejszanie sumy bilansowej w tempie zgodnym z oczekiwaniami rynku. Posiedzenie potwierdziło jastrzębie nastawienie Fedu i koncentrację na inflacji — wskazano, że kolejne podwyżki stóp procentowych prawdopodobnie utrzymają się w okolicach 50 p.b. na dwóch następnych posiedzeniach, po czym może nastąpić spowolnienie do 25 p.b. w pozostałej części roku. Ścieżka ta pozostaje zgodna z naszym bazowym scenariuszem dotyczącym stóp funduszy Fed, wskazującym na okolice 2,5% do końca roku oraz na ruch w kierunku 3/3,25% w ciągu roku.
- **EBC:** Prezes Lagarde potwierdziła, że skup netto w ramach programu luzowania ilościowego prawdopodobnie zakończy się na samym początku III kwartału, co pozwoli na podniesienie stóp procentowych w lipcu, zgodnie z prognoząmi. Dodała, że „w oparciu o obecne perspektywy, prawdopodobnie będziemy w stanie wyjść z ujemnych stóp procentowych do końca III kwartału”, co oznacza, że druga podwyżka może nastąpić we wrześniu. Ścieżka normalizacji w kolejnych kwartałach będzie w większym stopniu zależała od danych, ale spodziewamy się trzeciej podwyżki w IV kwartale i czwartej w I-III kwartale 2023 r. Na czerwcowym posiedzeniu EBC prawdopodobnie zrewiduje również marcowe prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego
- **Bank Japonii:** Istnieją dobre powody, aby Bank Japonii utrzymał gołębie nastawienie. Ożywienie gospodarcze w Japonii pozostaje w tyle za pozostałymi krajami, z głęboką luką produktową, której zamknięcia nie przewiduje się przed 2024 rokiem. Inflacja konsumentcka, choć rośnie, utrzymuje się na niskim poziomie. W tym kontekście Bank Japonii wielokrotnie powtarzał, że wzrost inflacji napędzany kosztami nie jest trwały. Utrzymał on bardzo luźną politykę pieniężną i bronił docelowego przedziału kontroli krzywej dochodowości, zobowiązując się do zakupu nieograniczonej ilości krajowych obligacji skarbowych. Pozostawiając JPY głównie w gestii Ministerstwa Finansów, Bank Japonii będzie nadal priorytetowo traktować krajową gospodarkę i utrzymywać dostosowawczą politykę monetarną.
- **Bank Anglii:** Na ostatnim posiedzeniu Bank Anglii podniósł stopy o 25 p.b., ale nie przedstawił komunikatu o aktywnym zacieśnianiu ilościowym, odkładając to na sierpień. Nowe prognozy ukazują ponury obraz brytyjskiej gospodarki, w której inflacja prawdopodobnie przekroczy 10%, a PKB skurczy się w 2023 r. — w 2024 r. spodziewana jest natomiast niemal stagnacja. Komunikat miał jednak również aspekty gołębie — dwóch członków zakwestionowało stosowność zapowiedzi dotyczących dalszych podwyżek stóp procentowych. W związku z tym nadal oczekujemy, że Bank Anglii będzie kontynuował ścieżkę podwyżek stóp procentowych w bardziej ograniczonym zakresie, niż jest to obecnie dyskutowane przez rynki.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
EBC (Rada Prezesów)	9 czerwca
Rezerwa Federalna (FOMC)	15 czerwca
Bank Anglii (MPC)	16 czerwca
Bank Japonii (MPM)	17 czerwca

Źródło: Instytut Amundi

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Średnie roczne (%)	Dane z dnia 2022-05-30					
	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Świat	6,2	3,1	3,3	3,9	7,5	4,6
Kraje wschodzące	6,9	3,5	4,3	4,4	8,3	5,8
Chiny	8,1	3,5	5,4	0,9	2,1	2,2
Brazylia	4,6	1,4	1,3	8,3	10,6	6,0
Meksyk	4,8	1,7	1,9	5,7	7,2	4,9
Rosja	4,7	-10,0	1,3	6,7	14,9	8,6
Indie	9,2	7,5	6,0	5,1	7,1	6,2
Indonezja	3,7	5,2	4,8	1,6	3,8	3,7
RPA	5,5	1,5	1,8	4,6	6,2	5,0
Turcja	11,4	3,3	3,2	19,4	66,2	34,3

Źródło: Instytut Amundi

- Chiny:** Dane ekonomiczne o wysokiej częstotliwości, w tym przepływy samochodów ciężarowych i przepustowość logistyczna, od początku kwietnia stopniowo się poprawiają, ale nadal pozostają poniżej poziomu z końca marca. W ujęciu rocznym spadek uległ umiarkowanemu zmniejszeniu, a w II kwartale prawdopodobnie wystąpi ujemna dynamika. Uważamy, że pomimo zwiększonych wysiłków w zakresie łagodzenia polityki pieniężnej polityka „zero Covid” jest głównym katalizatorem perspektyw wzrostu gospodarczego Chin. Oczekujemy, że PKB zmniejszy się o 15,9% w ujęciu kwartalnym (-0,6% w ujęciu rocznym).
- Polska, Czechy, Węgry i Rumunia:** Inflacja nadal rośnie (w kwietniu od 9,5% r/r na Węgrzech do 14,2% w Czechach). W kontekście utrzymującej się globalnej i krajowej presji inflacyjnej banki centralne podniosły prognozy inflacyjne i na ostatnich posiedzeniach ponownie podwyższyły stopy procentowe o 75 p.b. w przypadku Czech, Polski i Rumunii oraz o 100 p.b. w przypadku Węgier, odpowiednio do 5,45%, 5,25%, 3,75% i 5,4%. Oczekuje się, że z powodu zmiany prezesa czeski bank centralny stanie się bardziej gołębi i wkrótce zakończy cykl podwyżek stóp procentowych. Pozostałe banki centralne prawdopodobnie przedłużą cykl podwyżek stóp procentowych, przy czym bank centralny Węgier pozostanie na ścieżce łagodzenia polityki pieniężnej, a bank centralny Rumunii nadal pozostanie w tyle.
- Azja Południowa:** W maju decydenci polityczni w kilku krajach podjęli decyzje zarówno z zakresu polityki monetarnej, jak i niezwiązane z nią, aby przeciwdziałać wzrostowi inflacji. Banki centralne, takie jak RBI (Indie), BSP (Filipiny) i BNM (Malezja), rozpoczęły cykl zacieśniania polityki pieniężnej, a rządy Indonezji i Indii wprowadziły zakazy eksportu produktów żywnościowych (odpowiednio oleju palmowego i pszenicy) w celu utrzymania odpowiednio wysokiej podaży krajowej i lepszej kontroli ich cen. Indonezja zniosła ostatnio wspomniany zakaz ze względu na słabe wyniki prób utrzymania niskich cen oleju spożywczego oraz zwiększone gromadzenie zapasów.
- Brazylia:** Większa aktywność gospodarcza w pierwszym półroczu dzięki dobrej kondycji eksportu i zróżnicowanemu środkom stymulacyjnym — według nas PKB wzrosło o 1,4% w 2022 r. — prawdopodobnie osłabnie w drugim półroczu, ponieważ wysoka inflacja, stopy procentowe i niepewność związana z wyborami obciążą wzrost gospodarczy (o ile ich negatywny wpływ nie zostanie zrównoważony przez dodatkowe środki fiskalne). Inflacja prawdopodobnie osiągnęła już najwyższy poziom w ujęciu rocznym, tj. 12,1%, ale szeroko pojęta presja inflacyjna nie słabnie jeszcze w ujęciu sekwencyjnym — wskaźnik dyfuzji nie zmienił jeszcze swojego wysokiego poziomu. BCB zwiększył swoje pole manewru, ponownie rozpoczynając etap „kalibracji” w cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, który prawdopodobnie zakończy się w czerwcu na poziomie 13,25%.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	31.05 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,70	3,60	3,70	3,60	3,70
Indie	4,40	6,00	5,50	6,25	5,85
Brazylia	12,75	13,25	13,4	11,25	11,90
Rosja	11,00	8,00	9,10	7,00	8,15

Źródło: Instytut Amundi

- ChBL (Chiny):** Ponieważ dane za kwiecień wykazały rzeczywiste, znaczące pogorszenie sytuacji gospodarczej, 20 maja ChBL obniżył 5-letnie stopy procentowe o 15 p.b., zaledwie pięć dni po obniżeniu dolnego limitu oprocentowania hipotek o 20 p.b. Po tym zdecydowanym posunięciu, mającym na celu przywrócenie zaufania gospodarstw domowych i pobudzenie popytu na mieszkania, nadal nie można całkowicie wykluczyć dodatkowej obniżki stopy LPR o 10 p.b. Dalsze obniżki stóp stały się jednak mało prawdopodobne, ponieważ płynność międzybankowa już się istotnie poprawiła, stopy krótkoterminowe spadają, a ChBL wydaje się bardziej koncentrować na przełożeniu polityki pieniężnej na gospodarkę.
- RBI (Indie):** W decyzji podjętej między posiedzeniami w maju bank centralny podwyższył stopy procentowe o 40 p.b., z 4% do 4,4%, i utrzymał gołębie nastawienie. Choć zasadniczo oczekiwano rychłego rozpoczęcia cyklu zacieśniania, podjęta w maju decyzja zaskoczyła pod względem terminu i spowodowała przeszacowanie kolejnych kroków. Co więcej, kwietniowa główna stopa inflacji w wysokości 7,8% r/r, wraz z utrzymującymi się na wysokim poziomie cenami bazowymi i inflacją rynku hurtowego, zwiększyły presję na zacieśnienie polityki stóp procentowych w przyszłości. Biorąc pod uwagę nasze oczekiwania inflacyjne na poziomie około 7% w 2022 r., bank centralny musiałby podnieść stopę procentową o około 150–200 p.b., aby osiągnąć neutralną realną stopę procentową.
- BCB (Brazylia):** W przeciwieństwie do bardziej gołębiego niż oczekiwano Fedu, który zrezygnował z podwyżki o 75 p.b., COPOM wstępnie zapowiedział kolejną podwyżkę o mniejszej skali w czerwcu (wobec 100 p.b. w maju), po tym jak zasugerował zakończenie cyklu podwyżek na poziomie 12,75%. Bank centralny ponownie otworzył drzwi do podwyżki stóp procentowych i rozpoczął etap kalibracji swojego już dojrzałego cyklu zacieśniania, ponieważ nie mógł zignorować zwiększonego ryzyka inflacyjnego, zwiększonej niepewności oraz zauważalnej deprecjacji waluty. Naszym zdaniem stopa końcowa na poziomie 13,25% zostanie osiągnięta w czerwcu, choć niewykluczona jest kolejna podwyżka w sierpniu.
- CBR (Rosja):** W czwartek 26 maja na nieplanowanym posiedzeniu CBR obniżył stopę procentową o 300 p.b., do 11%. Obniżka stóp była podyktowana siłą rubla oraz umiarkowanym spowolnieniem tempa wzrostu inflacji. Maleją również oczekiwania inflacyjne. CBR uważa, że bezpośrednie ryzyko dla stabilności finansowej zmniejszyło się. CBR obniżył swoje prognozy inflacyjne do 5–7% na rok 2023 i 4% na rok 2024. Oczekujemy kolejnych cięć w nadchodzących miesiącach, ponieważ inflacja stabilizuje się, a aktywność gospodarcza pozostaje słaba. Spodziewamy się, że w ciągu 12 miesięcy główna stopa procentowa osiągnie poziom zaledwie 7%. Następne zaplanowane posiedzenie ma się odbyć w czerwcu.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
BRI	6 czerwca
CBR	10 czerwca
BCB, Brazylia	15 czerwca
ChBL	20 czerwca

Źródło: Instytut Amundi

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy makroekonomiczne

(30 maja 2022)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
USA	5,8	2,6	1,9	4,7	7,3	3,3
Japonia	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Strefa euro	5,4	2,3	1,7	2,6	7,0	3,2
Niemcy	2,9	1,8	1,9	3,2	7,3	3,3
Francja	7,0	2,8	1,6	2,1	5,3	3,5
Włochy	6,6	2,5	1,5	2,0	6,7	2,9
Hiszpania	5,1	3,9	1,8	3,1	7,7	2,9
Wlk. Brytania	7,4	3,4	0,7	2,6	8,8	5,2
Chiny	8,1	3,5	5,4	0,9	2,1	2,2
Brazylia	4,6	1,4	1,3	8,3	10,6	6,0
Meksyk	4,8	1,7	1,9	5,7	7,2	4,9
Rosja	4,7	-10,0	1,3	6,7	14,9	8,6
Indie	9,2	7,5	6,0	5,1	7,1	6,2
Indonezja	3,7	5,2	4,8	1,6	3,8	3,7
RPA	5,5	1,5	1,8	4,6	6,2	5,0
Turcja	11,4	3,3	3,2	19,4	66,2	34,3
Kraje rozwinięte	5,2	2,6	1,8	3,2	6,4	2,9
Kraje wschodzące	6,9	3,5	4,3	4,4	8,3	5,8
Świat	6,2	3,1	3,3	3,9	7,5	4,6

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	31 maja 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	0,88	2,4/2,6	2,63	2,7/3	3,09
Strefa euro	-0,5	0,25	0,48	0,5	1,26
Japonia	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,03
Wlk. Brytania	1,00	1,25	1,78	1,50	2,30

Kraje wschodzące

	31 maja 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,70	3,60	3,70	3,60	3,70
Indie	4,40	6,00	5,50	6,25	5,85
Brazylia	12,75	13,25	13,4	11,25	11,90
Rosja	11,00	8,00	9,10	7,00	8,15

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowność obl. 2-letnich

	31 maja 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	2,57	2,9/3,1	2,96	3,1/3,3	3,09
Niemcy	0,51	0,3/0,5	0,78	0,5/0,7	0,89
Japonia	-0,07	-0,10/0	-0,05	-0,10/0	-0,03
Wlk. Brytania	1,60	1,2/1,4	1,64	1,2/1,4	1,63

Rentowność obl. 10-letnich

	31 maja 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	2,87	2,9/3,1	2,97	2,9/3,1	3,03
Niemcy	1,13	0,8/1,0	1,24	0,8/1,0	1,30
Japonia	0,24	0,1/0,3	0,31	0,1/0,3	0,37
Wlk. Brytania	2,11	1,7/1,9	2,20	1,7/1,9	2,27

Prognoza dla walut

	27 maja 2022	Amundi III kw. 2022	Konsensus III kw. 2022	Amundi I kw. 2023	Konsensus I kw. 2023
EUR/USD	1,07	1,02	1,08	1,11	1,11
USD/JPY	127	129	130	122	126
EUR/GBP	0,85	0,84	0,85	0,85	0,85
EUR/CHF	1,03	1,00	1,04	1,07	1,06
EUR/NOK	10,16	9,92	9,80	9,42	9,62
EUR/SEK	10,53	10,31	10,34	10,13	10,20
USD/CAD	1,27	1,31	1,26	1,23	1,25
AUD/USD	0,72	0,69	0,73	0,76	0,75
NZD/USD	0,65	0,63	0,67	0,69	0,69
USD/CNY	6,70	6,95	6,70	6,50	6,65

Źródło: Instytut Amundi

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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

METODOLOGIA

— Scenariusze

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

— Ryzyko

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



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

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q2 2022 (16-05-2022)

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

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

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

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #17 - Keeping up with climate change in setting long-term asset class views (09-05-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

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

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

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

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

INSIGHTS PAPERS



Setting your investment objectives: institutional asset allocation practice (05-05-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO Advisory - TAZÉ-BERNARD Éric, Chief Allocation Advisor - OCIO Solutions

Global real estate markets: rich valuations, but not a source of systemic risk (03-05-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - PERRIER Tristan, Global Views Analyst, Amundi Institute - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Amundi Institute - STAGNOL Lauren, Quantitative Research Analyst, Amundi Institute

WORKING PAPERS



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

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

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

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

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

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

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

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Navigating an inflationary environment in US and global equities (23-05-2022)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - MURRAY Alec, Head of Equity Client Portfolio Management

3-4 May FOMC meeting: 50bp interest rate hike is bullish for markets (09-05-2022)

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

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

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute



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

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

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

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

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

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

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

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



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

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

THEMATIC PAPERS



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

Maury Chloé, ESG Analyst

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

CHEN Sylvia, ESG analyst

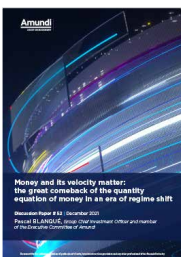
INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



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

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

DISCUSSION PAPERS

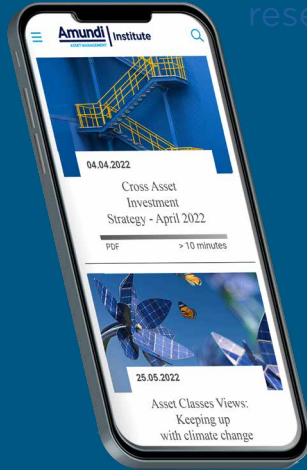


Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

**Dowiedz się więcej
o publikacjach Amundi**

research-center.amundi.com



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

WAŻNE INFORMACJE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

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

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

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

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 31 maja 2022 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakiegokolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakiegokolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 1 czerwca 2022

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

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

Redaktor naczelny

BLANQUÉ Pascal, Przewodniczący Instytutu Amundi

Redaktor

DEFEND Monica, Szef Instytutu Amundi

Autorzy z Instytutu Amundi

AINOUZ Valentine, Zastępca szefa Działu Badań nad Strategią Rynków Rozwiniętych, CFA
BERARDI Alessia, Szef ds. badań makroekonomicznych i strategicznych rynków wschodzących
BERTONCINI Sergio, starszy specjalista ds. strategii badań instrumentów stałodochodowych
BLANCHET Pierre, Szef ds. analiz inwestycyjnych
BOROWSKI Didier, Szef ds. poglądów globalnych
CESARINI Federico, Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. analiz strategii wieloaktywowych
DROZDZIK Patryk, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

Zastępcy redaktora

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

GEORGES Delphine, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałodochodowych
HUANG Claire, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
MIJOT Éric, Szef ds. badań nad strategią rynków rozwiniętych
PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych
TONIATO Joao, Analityk ds. strategii rynków akcji
USARDI Annalisa, starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych
VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

Z udziałem Amundi Investment Insights

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

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

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia
PONCET Benoit

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