

Institute

Nr 2
luty 2023

CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Rozgrywajcie rotacje na rynku, ze szczególnym
uwzględnieniem Chin

INSTYTUT AMUNDI

Dlaczego inflacja spada szybciej niż
oczekiwano i jakie mogą być tego
następstwa?

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 2 - luty 2023 r.

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Rozgrywajcie rotacje na rynku, ze szczególnym uwzględnieniem Chin s. 3

Niepewność co do wzrostu gospodarczego, inflacji i zysków przedsiębiorstw utrzymuje się, choć na froncie gospodarczym nastąpiła umiarkowana poprawa. Trendy te podkreślają potrzebę aktywności i dobrej dywersyfikacji. W przypadku akcji inwestorzy powinni zachować ostrożność i rozważyć rotację w stronę Chin, jednocześnie zachowując większą ostrożność w odniesieniu do rynków rozwiniętych (Stany Zjednoczone, Japonia). Europejskie wyceny również wyglądają atrakcyjnie, ale jesteśmy nastawieni defensywnie. Jeśli chodzi o instrumenty stałodochodowe, obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych mogą pomóc w zabezpieczeniu portfeli, choć perspektywy niewypłacalności przedsiębiorstw mogą się pogorszyć. To skłania nas do preferowania wysokiej jakości instrumentów klasy inwestycyjnej (powyżej instrumentów wysokodochodowych) oraz wybranych spółek z rynków wschodzących. Ogólnie rzecz biorąc, utrzymujemy podejście elastyczne i defensywne, ponieważ niektóre obszary rynku mogą ulec korekcie i stworzyć okazje inwestycyjne w przyszłości.

Instytut Amundi

Co jeśli EBC okaże się bardziej jastrzębi niż oczekiwano? s. 4

Perspektywy inflacji w strefie euro w 2023 r. są bardziej związane z dynamiką rozwoju sytuacji w energetyce i wąskimi gardłami w łańcuchu dostaw niż z polityką monetarną.

Portfele zróżnicowane

Rozgrywajcie rozbieżności, ale utrzymajcie podejście defensywne s. 5

Nasze obawy związane z recesją zysków w Stanach Zjednoczonych w I półroczu skłaniają nas do zachowania ostrożności i wzmocnienia dywersyfikacji.

Instrumenty stałodochodowe

Obligacje korporacyjne w centrum uwagi, ale jakość pozostaje na pierwszym planie s. 6

W kontekście rynkowego motywu „powrotu obligacji” warto rozgrywać obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej, jednocześnie zachowując ostrożność w odniesieniu do instrumentów wysokodochodowych.

Akcje

Po odbiciu wyceny uwzględniają nadmierny optymizm s. 7

Choć prognozy wzrostu gospodarczego już są niskie, nadal możliwe są negatywne niespodzianki. W rezultacie zachowujemy ostrożność i poszukujemy spółek z możliwymi do utrzymania marżami.

Temat miesiąca

Dlaczego inflacja spada szybciej niż oczekiwano i jakie mogą być tego następstwa? s. 8

Wysoka inflacja nie wywołała w gospodarkach rozwiniętych spirali płacowo-cenowej. Zaostrzenie polityki pieniężnej utrzymało oczekiwania inflacyjne w ryzach, a dalsze zacieśnienie spowoduje spadek inflacji, być może nawet szybciej niż oczekiwano.

Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 10
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 11
> Portfele wieloaktywowe – stan obecny: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	s. 12
> Wnioski z analiz globalnych	s. 13
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 14

Perspektywa makroekonomiczna

> Kraje rozwinięte Prognoza makroekonomiczna	s. 15
> Kraje wschodzące Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe	s. 16
> Prognozy makroekonomiczne i rynkowe	s. 17
> Zastrzeżenie dotyczące naszych prognoz/metodologii	s. 18
> Nasze publikacje	s. 19



POGLĄDY CIO

Rozgrywajcie rotacje na rynku,
ze szczególnym uwzględnieniem Chin

Vincent MORTIER,
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Ogólne nastroje
związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka Akceptacja ryzyka



Słabe wyniki finansowe i gospodarcze przemawiają za ostrożnym, należyście zdywersyfikowanym podejściem.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Portfele wieloaktywowe: większa ostrożność w przypadku akcji z rynków wschodzących oraz wysokodochodowych obligacji korporacyjnych z UE; pozytywne nastawienie do ropy naftowej.
- ▶ Akcje: mniej pozytywne podejście do Stanów Zjednoczonych i Japonii; pozytywne podejście do Chin.
- ▶ Instrumenty stałodochodowe: ostrożne podejście do obligacji skarbowych z rdzenia UE, umiarkowanie pozytywne podejście do długu z rynków wschodzących.

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

Rynki przenoszą uwagę z inflacji na wzrost gospodarczy – są nieco mniej zaniepokojone sytuacją gospodarczą w Europie i bardziej optymistycznie nastawione do Chin. Przekłada się to na znaczące rotacje: najbardziej widocznymi trendami były dobre wyniki Chin i rynków wschodzących, po których nastąpiło istotne osłabienie dolara. Pojawiły się również rotacje w obrębie poszczególnych rynków, przy czym w Europie akcje cykliczne były faworyzowane w stosunku do defensywnych, a w Stanach Zjednoczonych oczekiwania dotyczące mniej agresywnej postawy Fedu sprzyjały spółkom technologicznym. W przyszłości kluczowe znaczenie będą miały cztery kwestie: (1) równowaga między inflacją a wzrostem gospodarczym; (2) działania banków centralnych; (3) słabnący dolar oraz (4) trajektoria zysków przedsiębiorstw. Wszelkie negatywne niespodzianki w zakresie wzrostu gospodarczego lub zysków mogą przełożyć się na spadki wycen, a w krótkim terminie nie ma katalizatorów dla ich dalszego wzrostu. Wymaga to defensywnej alokacji, ale inwestorzy powinni też rozgrywać rotacje w następujący sposób:

- **Utrzymywać ostrożne podejście do ryzyka, jednocześnie rekalkulując preferencje regionalne.** Przyjmujemy obecnie bardziej konstruktywne podejście do chińskich akcji w porównaniu z rynkami rozwiniętymi, w odniesieniu do których zachowujemy ostrożność, zwracając baczną uwagę na wyceny (choć ograniczamy też negatywne podejście do akcji europejskich). Z perspektywy portfeli wieloaktywnych podchodzimy umiarkowanie pozytywnie do duracji, ponieważ uważamy, że obligacje skarbowe zachowują swoje zalety w zakresie ochrony portfela. Coraz ostrożniej podchodzimy do obligacji korporacyjnych o wysokiej rentowności, jednocześnie kładąc nacisk na dywersyfikację opartą na surowcach takich jak ropa naftowa i złoto.
- W przypadku obligacji kluczowe znaczenie ma aktywne zarządzanie duracją. Oczekiwania dotyczące inflacji i głównych stóp procentowych są najszybciej uwzględniane przez rentowności obligacji, które spadły, co wsparło nasze umiarkowanie pozytywne podejście do duracji w Stanach Zjednoczonych oraz umiarkowanie ostrożne nastawienie do rdzenia strefy euro. Nawet jeśli nastawienie do wzrostu gospodarczego stanie się bardziej konstruktywne, nie zalecamy przyjmowania tego za pewnik, ponieważ inflacja pozostaje wysoka. Banki centralne są zdeterminowane, by walczyć z inflacją, a zwłaszcza utrzymującą się inflacją usług, co uzasadnia aktywne podejście. Z drugiej strony, Bank Japonii prawdopodobnie odejście od swojej polityki ujemnych stóp po rewizji w górę swoich prognoz inflacyjnych na 2023 r., co sprawia, że podchodzimy obecnie ostrożnie do japońskich obligacji skarbowych.
- W kontekście „powrotu obligacji” warto rozgrywać obligacje korporacyjne, przyjmując podejście selektywne. Wpływ zacieśnienia polityki pieniężnej na obligacje korporacyjne był jak dotąd ograniczony ze względu na ograniczone potrzeby w zakresie refinansowania oraz znaczące wykorzystanie płynności wewnętrznej. Choć ten ostatni czynnik jak dotąd wspierał spready, jednocześnie spowodował pogorszenie płynności w porównaniu do sytuacji sprzed roku – zwłaszcza w przypadku emitentów z ratingiem CCC. W przyszłości wpływ rosnących stóp procentowych i słabego wzrostu gospodarczego będzie bardziej odczuwalny przez posiadających niskie ratingi emitentów instrumentów o wysokiej rentowności. W związku z tym nadal preferujemy obligacje klasy inwestycyjnej w stosunku do instrumentów wysokodochodowych. Z perspektywy regionalnej europejskie spready klasy inwestycyjnej są tanie w porównaniu z ich historycznymi poziomami, czego nie można powiedzieć o klasie inwestycyjnej ze Stanów Zjednoczonych.
- W przypadku akcji z rynków rozwiniętych inwestorzy powinni bardziej skupić się na odporności zysków na poziomie pojedynczych spółek. Korekty na froncie makroekonomicznym i dynamika walutowa wymagają bardziej ostrożnego podejścia do Stanów Zjednoczonych i Japonii, podczas gdy poprawa perspektyw gospodarczych w Europie wspiera mniej negatywne spojrzenie na ten region. Pozytywny scenariusz zakładany przez rynki może jednak łatwo ulec zmianie z powodu ryzyka geopolitycznego lub bardziej jastrzębich niż oczekiwano działań banków centralnych. Warto również zauważyć, że początek roku często nie jest dobrym wyznacznikiem obrazu pierwszego półrocza.
- Okazje inwestycyjne na rynkach wschodzących, począwszy od Chin. Chiny kontynuują przyspieszone otwieranie gospodarki i wspierają swój rynek mieszkaniowy, co zachęca nas do optymizmu – w rezultacie skorygowaliśmy w górę nasze prognozy wzrostu PKB tego kraju. Obserwowany trend może też mieć pozytywny wpływ na gospodarkę mające bliskie powiązania handlowe z Chinami. Jeśli chodzi o dług z rynków wschodzących, do głównych czynników wpływających na nastawienie inwestorów należą ewolucja dolara amerykańskiego, luka wzrostu gospodarczego między krajami wschodzącymi a rozwiniętymi oraz wyceny.

Ogólnie rzecz biorąc, wchodzimy w bardziej ryzykowną fazę, ponieważ rynki ponownie oceniają perspektywy zysków, co może spowodować korektę niektórych obszarów rynku, podczas gdy w ciągu najbliższych kilku tygodni mogą pojawić się okazje do zwiększenia ekspozycji na ryzyko. Należy pamiętać, że do recesji zysków może dojść nawet w scenariuszu „miękkiego lądowania” gospodarek. **Dlatego na obecnym etapie kluczowe znaczenie ma elastyczność, choć z odrobiną niezbędnej ostrożności.**

INSTYTUT AMUNDI

Co jeśli EBC okaże się bardziej jastrzębi niż oczekiwano?



Monica DEFEND,
Szef Instytutu Amundi



Annalisa USARDI, CFA
Starszy ekonomista, Instytut Amundi

Bieżąca ocena ekonomiczna

Ostatnio nieznacznie skorygowaliśmy w górę naszą prognozę gospodarczą dla strefy euro w świetle danych sygnalizujących lepszą niż oczekiwano zimową aktywność gospodarczą. Rozwój sytuacji na rynku gazu i wysokie poziomy zapasów tego surowca pomogły wyeliminować ryzyko związane z racjonowaniem energii. Niższe ceny energii, skuteczne wsparcie fiskalne na poziomie krajowym oraz informacje o szybszym niż oczekiwano ponownym otwarciu chińskiej gospodarki również poprawiły nastroje inwestorów. Jednak nawet jeśli zimowe spowolnienie gospodarcze okaże się płytsze niż się obawiano, uważamy, że czynniki niekorzystne dla gospodarki strefy euro będą nadal występować. W szczególności zaostrzenie warunków monetarnych będzie miało wpływ na gospodarkę realną i utrzyma wzrost gospodarczy na niższym poziomie przez cały 2023 r.

Symulacja jastrzębiej postawy EBC: jeśli EBC podniesie stopy procentowe co najmniej do 4%

Podczas gdy główne wskaźniki inflacji wykazują oznaki umiarkowania w strefie euro i na całym świecie, inflacja bazowa pozostaje „leпка” i wykazuje tendencję wzrostową, co świadczy o tym, że nie udało się jeszcze w pełni wyeliminować skutków wstrząsów podaźowych, które wcześniej dotknęły gospodarkę. Naszym zdaniem wspiera to jastrzębie podejście EBC, które na obecnym etapie może wiązać z pewnym wzrostem ryzyka. Uwzględniając tego rodzaju zagrożenie, przeprowadziliśmy symulację wpływu wyższych stóp procentowych i bardziej długoterminowego zacieśnienia polityki przez EBC na inflację i wzrost gospodarczy.

Kluczowym założeniem jest wyższa niż oczekiwano odporność zarówno wzrostu gospodarczego, jak i inflacji

Przyjęliśmy, że warunkiem utrzymania przez EBC stopy depozytowej na poziomie co najmniej 4% jest wskazywanie przez warunki gospodarcze w I półroczu 2023 r. na odporność zarówno wzrostu gospodarczego, jak i inflacji większą niż oczekiwana w scenariuszu bazowym na IV kwartał 2022 r. i I kwartał 2023 r. (gdzie zakładamy jedynie łagodny spadek). Jednocześnie zakładamy, że w pierwszym półroczu wynagrodzenia za pracę nadal będą rosły – nie tylko z powodu renegotjowania, ale także ze względu na wzrost wynagrodzeń na nowo powstających stanowiskach. Może to być wynikiem utrzymujących się napięć na rynku pracy, co może budzić wśród decydentów obawy o efekty drugiej rundy i trwałość inflacji.

Utrzymująca się inflacja bazowa skłoniłaby EBC do agresywnego zacieśnienia polityki, co wywołałoby reakcję rynków. Znacznie zwiększają się rozbieżności w zakresie kosztów finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w poszczególnych krajach strefy euro, a ryzyko fragmentacji rośnie. W ramach ostrzeżenia utrzymujemy scenariusz dotyczący surowców, ropy naftowej, gazu, globalnego wzrostu gospodarczego i wydatków rządowych bez zmian w stosunku do scenariusza bazowego.

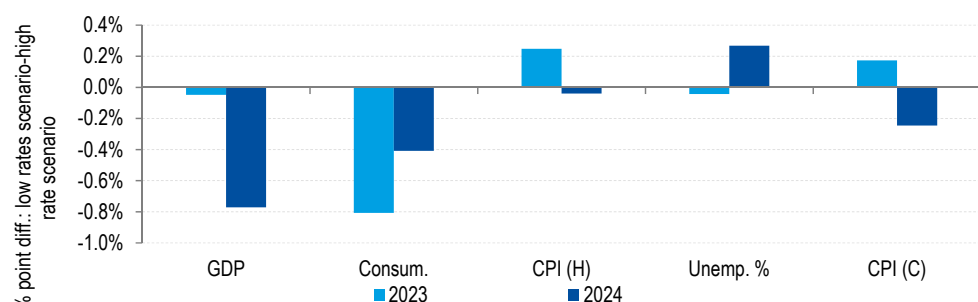
Konsekwencje dla gospodarki

W tym kontekście nasze symulacje wskazują na przedłużającą się słabość od drugiej połowy 2023 r., kiedy to przewidujemy poważne załamanie, a następnie niepewny rozwój sytuacji na początku w 2024 r. W związku z tym wzrost gospodarczy będzie znacznie wolniejszy, zwłaszcza w 2024 r. Uwważamy, że będzie to wynikiem połączenia efektów zacieśnienia polityki monetarnej, wycofania wsparcia fiskalnego oraz utrzymujących się napięć związanych z kosztami życia, biorąc pod uwagę, że inflacja bazowa, choć umiarkowana w stosunku do obecnych maksimów, pozostaje raczej „leпка” niezależnie od spowolnienia gospodarczego. Krótko mówiąc, taki rozwój sytuacji przypominałoby to, co można zinterpretować jako „błąd w polityce”: choć zacieśnienie polityki negatywnie wpływa na PKB, zatrudnienie, dochody i inwestycje, nie przełożyłoby się na znaczące postępy w kontrolowaniu inflacji (czyli doprowadzeniu jej do celów EBC) w horyzoncie prognozy.

Patrząc z innej perspektywy, jest to równoznaczne z przyznaniem, że znaczna część postępów na froncie inflacyjnym w tym roku nie będzie zależeć głównie od polityki pieniężnej, biorąc pod uwagę, że wstrząsy, które zapoczątkowały wzrost inflacji (po stronie podaży, tj. wąskie gardła, energia), nie zostały jeszcze w pełni zaabsorbowane na poszczególnych etapach łańcucha tworzenia wartości. Monitorujemy jednak kluczowe czynniki wyzwajające oraz obszary ryzyka: dynamikę wzrostu płac i ruchy w kierunku indeksacji płac, „lepkosć” i zakres inflacji bazowej, rozluźnienie wąskich gardeł po stronie podaży, a także koszty energii i żywności.

Perspektywy inflacji w strefie euro w 2023 r. są bardziej związane z dynamiką rozwoju sytuacji w energetyce i wąskimi gardłami w łańcuchu dostaw niż z polityką monetarną.

Wpływ jastrzębiej postawy EBC na gospodarkę



Source: Amundi Institute, analysis done in December 2022. The chart above simulates two scenarios – one where ECB rates (deposit facility) are close to 3-3.25% and another where interest rates are close to 4% – and their effects on economic parameters such as GDP, consumption, CPI headline, unemployment rate and CPI core.

PORTFELE
ZRÓŻNICOWANE



Francesco SANDRINI,
Szef ds. strategii portfeli
zróżnicowanych



John O'TOOLE,
Szef ds. wieloaktywowych rozwiązań
inwestycyjnych

Nasze obawy związane z recesją zysków w Stanach Zjednoczonych w I półroczu skłaniają nas do zachowania ostrożności i wzmocnienia dywersyfikacji.

Rozgrywajcie rozbieżności, ale utrzymajcie podejście defensywne

Potwierdzamy nasz scenariusz spowolnienia gospodarczego, ale bierzemy też pod uwagę zmieniające się tło globalnych zysków, inflacji i polityki monetarnej. **Dostrzegamy jednak rozbieżności wynikające z ewolucji polityki walki z Covid oraz względnej siły poszczególnych regionów, w tym Chin.** Nastroje rynkowe uległy ostatnio poprawie, ale było to głównie wynikiem osłabienia dolara oraz zmiany tempa podwyżek stóp procentowych przez banki centralne. Na razie nie widać oznak poprawy fundamentów na poziomie globalnym. **Dlatego zachowujemy ostrożność w odniesieniu do aktywów ryzykownych i zalecamy inwestorom uwzględnienie potencjalnie korzystnych rotacji rynkowych.** Jest to również czas na zwiększenie dywersyfikacji portfela w oparciu o surowce takie jak ropa naftowa.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Ogólnie rzecz biorąc, jesteśmy bardziej ostrożni, jeśli chodzi o akcje z rynków rozwiniętych, a zwłaszcza ze Stanów Zjednoczonych i Japonii. W przypadku Stanów Zjednoczonych oczekuje się, że sezon publikacji wyników finansowych będzie oznaczać korektę prognoz marż i zysków w dół. Zmieniliśmy również nasze podejście do Europy na mniej defensywne, co odzwierciedla nasze preferencje w zakresie utrzymania alokacji regionalnej bardziej zgodnej z naszym postrzeganiem ryzyka. Oceniamy ewolucję zysków i wycen w Europie w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi. Na razie preferujemy Stany w stosunku do strefy euro ze względu na wyższe ryzyko szoków stagflacyjnych, podczas gdy w samych Stanach preferujemy spółki małe w stosunku do dużych. W przypadku rynków wschodzących zaczęliśmy bardziej pozytywnie podchodzić do Chin ze względu na porzucenie przez ten kraj polityki „zero Covid”, a także ze względu na oczekiwania dotyczące przepływów inwestycyjnych.

Utrzymujemy umiarkowanie konstruktywne nastawienie do duracji poprzez 10-letnie obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych. Powinny one skorzystać na spowolnieniu tempa podwyżek stóp przez Fed, niższej inflacji oraz słabych perspektywach gospodarczych. Wyceny również wyglądają atrakcyjnie. Poza tym przyjmujemy obecnie nastawienie defensywne do japońskich obligacji skarbowych. Sądzymy, że w pierwszym półroczu Bank Japonii prawdopodobnie zrezygnuje z kontroli krzywej rentowności (co spowodowałoby wzrost rentowności), aby kontrolować wysoką inflację. Jeśli chodzi o Kanadę, nadal uważamy, że nachylenie swapowej krzywej

rentowności na odcinku 2-10 lat będzie rosła. Krzywa jest jedną z najbardziej odwróconych w tym segmencie zapadalności i ma największy potencjał wzrostu nachylenia. Jeśli chodzi o Europę, utrzymujemy pozytywne nastawienie do odpornych ostatnio spreadów między 10-letnimi włoskimi obligacjami BTP i niemieckimi Bundami. Napływ środków od inwestorów z zagranicznych ma obecnie mniejsze znaczenie dla rynków włoskich obligacji BTP niż w przeszłości.

Czynniki ryzyka na rynkach obligacji korporacyjnych utrzymują się, a my spodziewamy się spowolnienia wzrostu gospodarczego. Sądzymy, że wyceny obligacji klasy inwestycyjnej ze Stanów Zjednoczonych są obecnie bliskie wartości godziwej, i na razie przyjmujemy nastawienie neutralne. W Europie perspektywy dla instrumentów wysokodochodowych pogorszyły się, a obecnie jesteśmy bardziej ostrożni niż wcześniej. Hossa zaszła za daleko, a ceny nie są zgodne z naszymi oczekiwaniami dotyczącymi zysków i wzrostu gospodarczego.

Na rynkach walutowych utrzymujemy nasze ostrożne nastawienie do pary EUR/JPY, ponieważ ten powinien skorzystać ze swojego statusu bezpiecznej przystani oraz polityki monetarnej Banku Japonii. Podchodzimy również defensywnie do GBP w stosunku do USD i CHF. Słaby względny wzrost gospodarczy w Wielkiej Brytanii stanowi przeszkodę dla cyklicznego z natury funta. Ponadto korona norweska (NOK) powinna nadal dobrze sobie radzić w stosunku do wrażliwego na cykl koniunkturalne dolara kanadyjskiego (CAD). Jeśli chodzi o rynki wschodzące, para BRL/USD prawdopodobnie skorzysta z pozytywnego rozwoju krajowej sytuacji makroekonomicznej, ponownego otwarcia gospodarki Chin oraz mniej agresywnego stanowiska Fedu, choć rozwój wydarzeń w krajowej polityce jest przedmiotem naszej uważnej obserwacji.

Czynniki ryzyka i hedging

Inwestorzy powinni rozważyć zwiększenie dywersyfikacji w oparciu o ropę, która powinna skorzystać ze strukturalnej nierównowagi, a ponadto stanowi zabezpieczenie przed ryzykiem związanym z potencjalnym kryzysem geopolitycznym z udziałem Iranu (w konfrontacji ze Stanami Zjednoczonymi, Arabią Saudyjską i Izraelem). Podobnie, złoto oferuje możliwość dywersyfikacji i ochrony w czasach napięć wynikających z głębszej niż oczekiwano recesji. Uważamy ponadto, że zabezpieczenia finansowe w obszarze akcji i wysokodochodowych obligacji korporacyjnych muszą być utrzymywane w celu ochrony przed potencjalnym osłabieniem danych fundamentalnych w I kwartale.

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 przekonań (+/+/+/+). Ocena ta może ulec zmianie i uwzględnia wpływ komponentów stanowiących zabezpieczenia.

FX = rynek walutowy, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, CBS = banki centralne, BTP = włoskie obligacje skarbowe

**Przyjęliśmy podejście bardziej ostrożne w stosunku do akcji w ogóle, a nasze obecne stanowisko to „półtora pojedynczego minusa”.

***Pomimo że przyjmujemy podejście zasadniczo neutralne w stosunku do obligacji korporacyjnych i rynków wschodzących, przesłaliśmy do bardziej ostrożnej pozycji na instrumentach wysokodochodowych ze strefy euro.

****W stosunku do poprzedniego miesiąca po raz kolejny poprawiliśmy nastawienie do ropy naftowej, choć nasze ogólne stanowisko to nadal „pojedynczy plus”.

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

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

W kontekście rynkowego motywu „powrotu obligacji” warto rozgrywać obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej, jednocześnie zachowując ostrożność w odniesieniu do instrumentów wysokodochodowych.

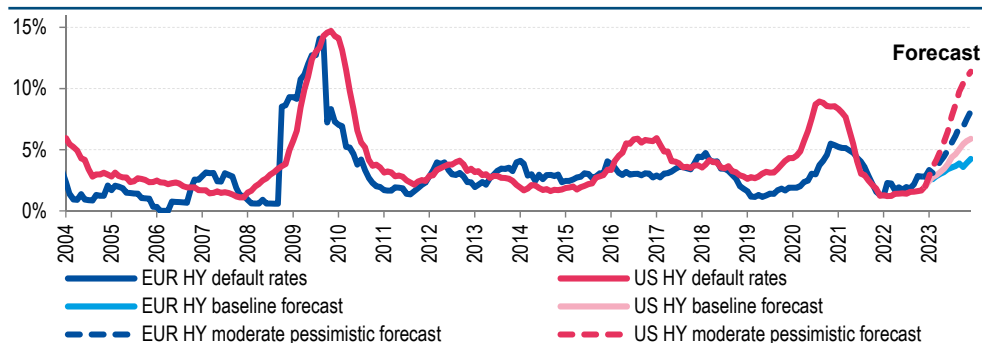
Obligacje korporacyjne w centrum uwagi, ale jakość nadal pozostaje na pierwszym planie

Banki centralne są zaniepokojone inflacją, a także ryzykiem utraty wiarygodności. W rezultacie nadal zwlekają z ze złagodzeniem polityki monetarnej. Rynki obawiają się z kolei negatywnego wpływu wyższych stóp na konsumpcję końcową, który może przełożyć się na rentowność i przepływy pieniężne przedsiębiorstw. **Choć firmy poprawiły już swoje bilanse po kryzysie związanym z Covid-19, obecnie muszą stawić czoła wielu wyzwaniom: wyższym kosztom finansowania, cenom energii, a w niektórych przypadkach wyższym kosztom pracy (w Stanach Zjednoczonych).** Sądymy, że uniwersum klasy inwestycyjnej ma się obecnie dobrze, ponieważ w ostatnich latach dane fundamentalne uległy poprawie, podczas gdy instrumenty stałodochodowe są zagrożone, ponieważ w najbliższej przyszłości perspektywy w zakresie niewypłacalności mogłyby ulec pogorszeniu. Dlatego też, w ramach zasadniczo ostrożnego podejścia, utrzymujemy selektywność, preferując klasę inwestycyjną w stosunku do instrumentów stałodochodowych. W kontekście słabnącego dolara pojawiają się również specyficzne okazje inwestycyjne na rynkach długu z rynków wschodzących.

Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

Utrzymujemy umiarkowanie ostrożne podejście do duracji (rdzeń strefy euro i Japonii, postawa neutralna wobec Stanów Zjednoczonych), choć w ramach dostosowywania pozostajemy czujni, jeśli chodzi o inflację, politykę monetarną oraz dynamikę rentowności. Jeśli chodzi o dług z periferii strefy euro, mimo stanowiska bliskiego neutralnemu oceniamy krzywe rentowności w różnych regionach, aby identyfikować wszelkie rozbieżności. **Poziom aktywności gospodarczej w krajach rozwiniętych pozytywnie zaskoczył, wpływając korzystnie również na obligacje korporacyjne.** Pozostają jednak pytania dotyczące tego, w jakim stopniu sytuacja ulegnie poprawie, co skłania nas do monitorowania jakości obligacji korporacyjnych oraz niewypłacalności ich emitentów. W rezultacie przyjmujemy podejście selektywne, umiarkowanie preferując klasę inwestycyjną w stosunku do instrumentów stałodochodowych. Uważamy również, że wyceny europejskich obligacji klasy inwestycyjnej są atrakcyjne, ale stosujemy rygorystyczny proces selekcji oparty na specyficznych uwarunkowaniach poszczególnych emitentów. W szczególności preferujemy podporządkowany dług sektora finansowego oraz dług gwarantowany przez rząd.

Perspektywy niewypłacalności emitentów instrumentów wysokodochodowych ze Stanów Zjednoczonych i Europy



Source: Amundi Institute, Moody's. Data as of 25 January 2023. Forecasts start from January 2023.

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

Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Inflacja bazowa w Stanach Zjednoczonych okazała się bardziej trwała od głównego wskaźnika inflacji, a wzrost płac jest również przekracza poziomy zgodne z długoterminowym celem inflacyjnym Fedu. **Dlatego też polityka pieniężna (w tym ewentualna „pauza”) będzie uzależniona od rozwoju sytuacji na rynku pracy, a także od inflacji usług.** To skłania nas do aktywnego zarządzania naszym nastawieniem do duracji — obecnie jest ono pozytywne. Chociaż hipoteki agencyjne oferują atrakcyjną wartość w długim terminie w porównaniu z obligacjami skarbowymi, monitorujemy, jak zmiany wycen i zacieśnianie ilościowe wpływają na stopy zwrotu. Na razie pozostajemy ostrożni, ponieważ spready powiązane są ze zmiennością stóp procentowych. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, przyjmujemy podejście wysoce selektywne i uważamy, że inwestorzy powinni ograniczać durację spreadów. W szczególności preferujemy klasę inwestycyjną w stosunku do instrumentów stałodochodowych oraz sektor finansowy w stosunku do przemysłu. Płynność pozostaje dla nas ważnym czynnikiem, ale fundamenty emitentów są przynajmniej na razie solidne.

Obligacje z rynków wschodzących

Choć utrzymujemy umiarkowanie defensywne podejście do duracji, zasadniczo mamy **ostrożnie optymistyczne nastawienie.** Po zesłatorocznym skoku globalnych rentowności rynki wschodzące oferują atrakcyjne okazje do carry trade. Obligacje denominowane w twardej walucie oferują atrakcyjne punkty wejścia. W szczególności podobają nam się Brazylia i RPA (eksporterzy surowców). **Obligacje denominowane w walutach lokalnych oraz same waluty powinny skorzystać na możliwym skoku wartości USD,** a my przyglądamy się potencjałowi wzrostowemu niektórych krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

Waluty

Obecnie przyjmujemy **neutralne podejście do USD** w związku z obawami o potencjalne odwrócenie przepływów kapitałowych, jednak pozostajemy konstruktywni w stosunku do JPY oraz NOK. Słabszy USD może stworzyć pozytywne środowisko dla niektórych walut Ameryki Łacińskiej, wśród których pozytywnie oceniamy MXN i BRL. W Azji podobają nam się IDR i THB, ale jesteśmy defensywni wobec TWD, PHP i niektórych walut Europy Wschodniej.

AKCJE

Po odbiciu wyceny uwzględniają nadmierny optymizm



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Choć prognozy wzrostu gospodarczego już są niskie, nadal możliwe są negatywne niespodzianki. W rezultacie zachowujemy ostrożności i poszukujemy spółek z możliwymi do utrzymania marżami.

Ocena ogólna

Podwójny wstrząs w postaci spadku siły nabywczej gospodarstw domowych i spowolnienia gospodarczego wywiera presję na zyski i marże. Trend spadkowy prawdopodobnie utrzyma się przez pewien czas, ale jest już uwzględniony w wycenach wielu spółek. Doprowadziło to do zmienności i rozproszenia stóp zwrotu, co przekłada się na konieczność starannej selekcji akcji. **Tym samym nasza uwaga pozostaje skupiona na wycenach oraz na identyfikacji nisko zadłużonych firm zdolnych do obrony zysków w trudnym otoczeniu.** Spółki te są w stanie lepiej wytrzymać rosnące koszty finansowania, a często mogą nawet nie potrzebować kapitału z zewnątrz. Ogólnie rzecz biorąc, zachowujemy czujność w odniesieniu do marż korporacyjnych, preferując akcje niedowartościowane, charakteryzujące się wysoką jakością oraz dywidendowe.

Akcje europejskie

Utrzymujemy zrównoważone podejście, łącząc preferencje dla spółek charakteryzujących się wysoką jakością i niedowartościowanych. W szczególności podobają nam się akcje cykliczne (przemysł), ale po ostatniej hossie na razie nie będziemy korygować rekomendacji w tym obszarze. Nadal występuje jednak problem niedoinwestowania firm oferujących zaopatrzenie w energię, co skłania nas do zbadania tego sektora. W sektorze finansowym marże odsetkowe i zyski powinny zostać wzmocnione przez wyższe stopy procentowe. Preferujemy banki detaliczne ze względu na ich solidne bilanse i wyceny. Na drugim krańcu spektrum tanio wyglądają wybrane spółki defensywne. **Staramy się nie tylko koncentrować na jakości zysków spółek, ale także oceniać, w jaki sposób nasze portfele mogą utrzymać zdywersyfikowaną ekspozycję na rynki konsumenckie.** W sektorze podstawowych dóbr konsumpcyjnych preferujemy firmy, których pozycja przetargowa w zakresie ustalania cen pozwala przenosić rosnące koszty nakładów na klientów bez wpływu na sprzedaż. Bilanse wielu spośród tych firm stanowią dla nich tarczę chroniącą przed negatywnym wpływem rosnących stóp procentowych. Podchodzimy jednak ostrożnie do przedsiębiorstw użyteczności publicznej i spółek technologicznych.

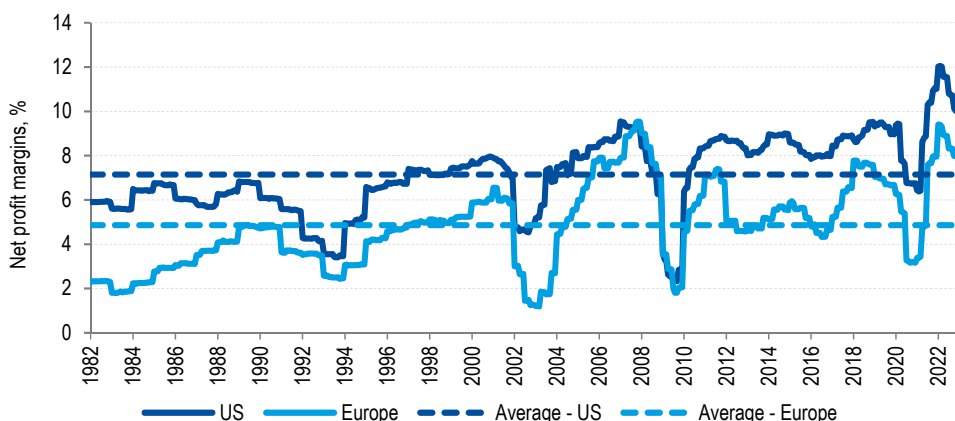
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Pomimo występujących ogromnych anomalii wycen rynkowych obecne prognozy wyników finansowych nie odzwierciedlają w pełni nadchodzącego spowolnienia gospodarczego. W połączeniu z prawdopodobnym negatywnym wpływem zeszłorocznej aprecjacji USD na zyski korporacji w I i II kwartale oraz rekordowymi poziomami marż zysku skłania nas to do **wysoce selektywnego i ostrożnego podejścia do spółek o najwyższej kapitalizacji.** Z drugiej strony zastanawiamy się nad sektorami, które mogłyby dobrze sobie poradzić po poprawie stanu otoczenia (poza energetyką i bankami), a także nad terminem takiej poprawy. Zbyt wczesne bądź zbyt późne zaangażowanie mogłoby negatywnie wpłynąć na uzyskane stopy zwrotu. W związku z tym pozostajemy aktywni i modyfikujemy pozycjonowanie jedynie stopniowo, analizując firmy, które mogłyby osiągnąć wzrost zysków w warunkach spowolnienia. Jesteśmy pozytywnie nastawieni do banków, ale ryzyko kredytowe pozostaje dla nas kluczowym parametrem. Jeśli chodzi o styl inwestycyjny, **szukamy akcji o wysokiej jakości i niedowartościowanych, ale zauważamy też, że spółki cykliczne stają się mniej atrakcyjne po ostatnich odbiciach. Unikamy nierentownych spółek wzrostowych i przeżywających problemy spółek z segmentu „wartości”,** a ponadto uważamy, że spółki z sektorów konsumenckich dóbr podstawowych, użyteczności publicznej oraz nieruchomości są obecnie nieatrakcyjne.

Akcje z rynków wschodzących

Ta klasa aktywów jest wspierana przez wcześniejsze niż oczekiwano ponowne otwarcie Chin, a także atrakcyjne wyceny i oczekiwania dotyczące zysków. W świetle napięć geopolitycznych (wojna na Ukrainie, Chiny/Tajwan) oraz gorszych perspektyw wzrostu w niektórych krajach utrzymujemy jednak podejście selektywne. Zaczynamy podchodzić **konstruktywnie do Chin,** rozgrywając odbicie związane ze zmianą polityki wobec Covid, a ponadto utrzymujemy pozytywne nastawienie do Brazylii. Na poziomie sektorowym podchodzimy konstruktywnie do dóbr luksusowych oraz sektora nieruchomości. Preferujemy również energię w stosunku do materiałów, ale pozostajemy ostrożni w odniesieniu do spółek z sektorów opieki zdrowotnej i półprzewodników.

Marże spadły, ale nadal są powyżej długoterminowych średnich



Source: Amundi Institute, DataStream as of January 2023. DataStream indices above representing US and European markets.

TEMAT MIESIĄCA

Dlaczego inflacja spada szybciej niż oczekiwano i jakie mogą być tego następstwa?

Wysoka inflacja nie wywołała w gospodarkach rozwiniętych spirali płacowo-cenowej. Zaostrzenie polityki pieniężnej utrzymało oczekiwania inflacyjne w ryzach, a dalsze zacieśnienie spowoduje spadek inflacji, być może nawet szybciej niż oczekiwano.



Mahmood PRADHAN,
Szef ds. makroekonomii globalnej,
Instytut Amundi



Annalisa USARDI, CFA
Starszy ekonomista, Instytut Amundi

Obecnie panuje powszechna zgoda co do tego, że główne wskaźniki inflacji osiągnęły wartości szczytowe i zacierają w dół zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie. Inflacja bazowa pozostaje jednak zbyt wysoka, by banki centralne mogły uznać ją za możliwą do zaakceptowania – zwłaszcza w Europie, gdzie nadal rośnie. Nasz główny scenariusz zakłada, że Fed i EBC będą kontynuować zacieśnianie polityki pieniężnej do drugiej połowy 2023 roku, jak również że utrzymają restrykcyjną politykę pieniężną. Czy w związku z tym, że wsparcie fiskalne również ma się zmniejszać, powinniśmy oczekiwać, że w drugiej połowie 2023 roku presja inflacyjna osłabnie, a inflacja zacznie szybciej spadać? Poniżej przyglądamy się niektórym czynnikom, które mogą spowodować, że inflacja będzie spadać szybciej niż w naszym centralnym scenariuszu.

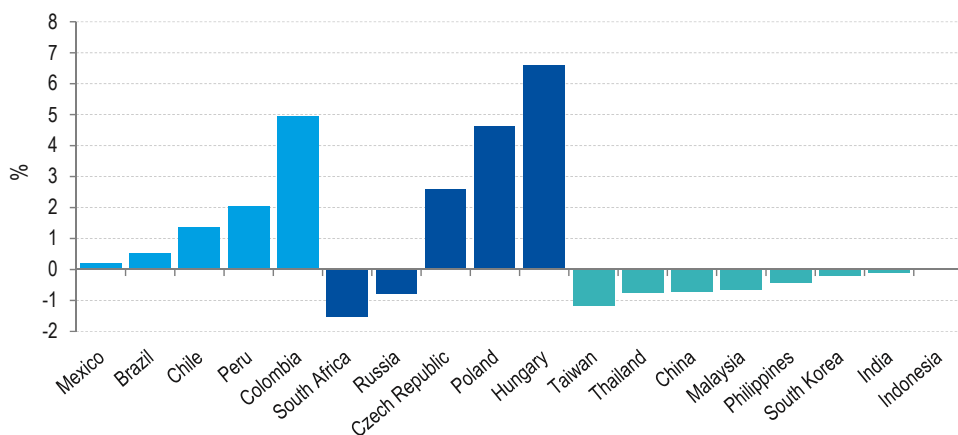
W Stanach Zjednoczonych nasz centralny scenariusz głównego wskaźnika inflacji na poziomie 4,3% jest nieco bardziej pozytywny niż oficjalna prognoza (średni punkt wykresu kropkowego Fedu), ponieważ spodziewamy się bardziej umiarkowanego wzrostu gospodarczego w latach 2023 i 2024, przy stosunkowo wysokim prawdopodobieństwie (40%) recesji w drugiej połowie 2023 r. Wśród głównych komponentów można wymienić spadające szybciej niż oczekiwaliśmy ceny

surowców, podczas gdy inflacja usług i mieszkań będzie maleć jedynie stopniowo, co jeszcze przez jakiś czas utrzyma inflację bazową na wysokim poziomie. Tak czy inaczej, trend zarówno głównego wskaźnika inflacji, jak i inflacji bazowej uległ znaczącemu odwróceniu.

W Europie spodziewamy się dalszego istotnego przełożenia spadku cen energii na spadek głównego wskaźnika inflacji – inflacja bazowa pozostanie jednak wysoka i będzie maleć jedynie bardzo stopniowo, do poziomu nieco poniżej 4% na koniec bieżącego roku. Odzwierciedla to nasze oczekiwania co do tego, że w tym i przyszłym roku ogólny fundusz płac (wynagrodzenie za pracę), który ciągle ma umiarkowanie wysoki poziom, będzie nadal rość o około 3,5% rocznie. Dlatego też w krótkim okresie, dopóki inflacja bazowa nie znajdzie się w trwałym trendzie spadkowym, władze monetarne pozostaną ostrożne w kwestii wszelkich pauz.

Inflacja na rynkach wschodzących również osiągnęła szczyty, choć były to bardzo wysokie poziomy, a pomiędzy poszczególnymi krajami wystąpiły znaczące różnice. Ogólnie rzecz biorąc, ponowne otwarcie Chin powinno zmniejszyć inflację w tych krajach w miarę normalizacji łańcuchów dostaw, choć efekt ten będzie ograniczany przez presję wzrostową ze strony surowców.

1/ IV kw. 2023 r.: zmiana oczekiwań inflacyjnych w stosunku do górnych celów inflacyjnych banków centralnych



Source: Amundi Institute, CEIC, Bloomberg. Data is as of 24 January 2023.

Ograniczanie wsparcia fiskalnego powinno przełożyć się na spadek presji inflacyjnej w drugiej połowie 2023 roku, a także do szybszego spadku inflacji.

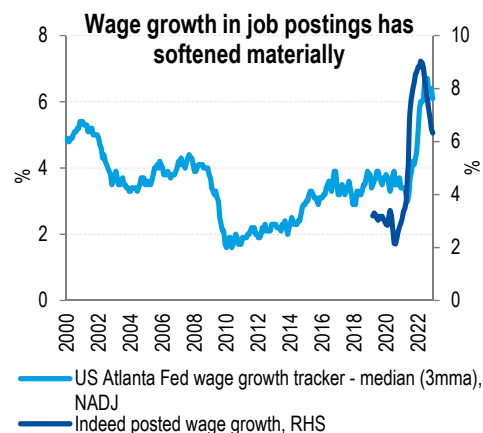
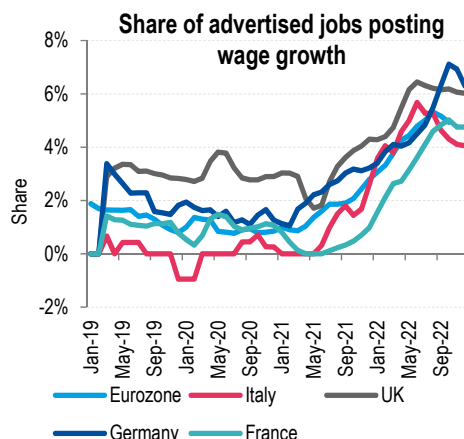
Dlaczego inflacja mogłaby spadać szybciej?

1. Niższe niż zwykle ryzyko pętli cenowo-płacowej.
W trakcie wielu poprzednich faz wzrostu inflacji wzrost płac nie przyspieszał, gdy płace realne spadały, a oczekiwania inflacyjne pozostawały zakotwiczone przez zacieśnienie monetarne. Niedawne badanie MFW potwierdziło tę zbieżność podczas 22 podobnych okresów rosnącej inflacji w gospodarkach rozwiniętych. Obecny epizod wysokiej inflacji, która nie jest pochodną sytuacji na rynkach pracy, ma takie cechy zarówno w Europie,

jak i w Stanach Zjednoczonych – płace realne spadają pomimo wzrostu płac nominalnych, a polityka pieniężna prawdopodobnie pozostanie restrykcyjna. W Stanach Zjednoczonych, gdzie napięcia na rynku pracy były większe, średnie płace już zwalniają, a pracodawcy wydają się obecnie oferować niższe podwyżki płac w ogłoszeniach dotyczących wakatów (w porównaniu z medianą wzrostu płac na stanowiskach już obsadzonych).

TEMAT MIESIĄCA

2/ Wzrost wynagrodzeń: strefa euro a Stany Zjednoczone



Source: Amundi Institute, Datastream. Data is as of 25 January 2023.

- Warunki finansowe będą się zaostrzać.** Mimo że polityka monetarna została już znacząco zacieśniona, warunki finansowe uległy ostatnio złagodzeniu, ponieważ rynki uspokoiły się w związku z odpornością wzrostu gospodarczego. Biorąc jednak pod uwagę typową zwłokę oddziaływania polityki pieniężnej, można się spodziewać, że działania banków centralnych w końcu odniosą skutek – koszty pożyczek dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych już istotnie wzrosły. Ponadto, biorąc pod uwagę, że raczej nie należy spodziewać się trwałego wsparcia fiskalnego dla popytu, polityka makroekonomiczna zasadniczo nie powinna zwiększać presji inflacyjnej. Nawet w Europie wiele rządów będzie miało trudności z utrzymaniem obecnego poziomu wsparcia dla rachunków za energię.
- Ponowne otwarcie Chin złagodzi presję inflacyjną.** Stopniowa normalizacja aktywności gospodarczej w

Chinach odciąży łańcuchy dostaw i zmniejszy presję inflacyjną w skali globalnej. Efekt ten z nawiązką zrównoważy rosnący popyt wewnętrzny w Chinach, co w dużej mierze wpłynie na konsumpcję, generując znacznie wyższy globalny popyt na surowce (z wyjątkiem niektórych surowców przemysłowych). Każdy znaczący wzrost krajowej inflacji w Chinach również mógłby spowodować pewne zacieśnienie polityki.

- Nadal słabe perspektywy wzrostu gospodarczego.** Przewiduje się, że w tym i przyszłym roku wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych i Europie pozostanie bardzo słaby (znacznie poniżej potencjału), a prawdopodobieństwo recesji będzie znaczące. Przy bardzo małym polu manewru w zakresie polityki monetarnej i fiskalnej przedłużająca się słabość gospodarki powinna przełożyć się na spadek inflacji.

Co jeśli inflacja spadnie szybciej niż się spodziewamy?

Dla cen aktywów najkorzystniejszym scenariuszem byłby proporcjonalny spadek głównych wskaźników inflacji oraz wskaźników inflacji bazowej pod wpływem umiarkowanego wzrostu kosztów wynagrodzeń, trwałego spadku cen energii oraz opóźnionych efektów już trwającego zacieśnienia polityki pieniężnej. Taki rozwój sytuacji byłby bardzo pozytywny dla większości klas aktywów – i pozwoliłby na „dobre” miękkie lądowanie. Z drugiej strony, jeśli inflacja bazowa okaże się trwała (mimo dalszego spadku głównych wskaźników inflacji), banki centralne znajdą się w kłopotliwej sytuacji. Będą nadal zaniepokojone prawdopodobnym przyspieszeniem płac oraz oczekiwaniami dotyczącymi wzrostu inflacji. Gdyby banki centralne okazały się mniej cierpliwe, ryzyko

twardszego lądowania wzrosłoby, co wpłynęłoby negatywnie na rynki akcji i doprowadziło do charakterystycznego dla „rynku niedźwiedzia” spłaszczenia krzywej rentowności obligacji.

Szybszy spadek inflacji mógłby też jednak mieć pewne wady. Jeśli inflacja spadnie z powodu większego niż oczekiwano załamania wzrostu gospodarczego, ryzyko głębszej recesji i długotrwałego osłabienia gospodarki będzie znaczące – zwłaszcza że tym razem pole manewru władz monetarnych i fiskalnych jest niewielkie. Poza obligacjami, większość klas aktywów znalazłaby się pod długotrwałą presją.

Sfinalizowano dn. 2 lutego 2023 r.

Scenariusz proporcjonalnego spadku głównych wskaźników inflacji oraz wskaźników inflacji bazowej byłby bardzo pozytywny dla większości klas aktywów.

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

Aktualizacja miesięczna

Korygujemy prawdopodobieństwa naszych scenariuszy alternatywnych. Niektóre z identyfikowanych przez nas czynników ryzyka mogą wystąpić w naszym scenariuszu głównym, który prawdopodobnie nie jest jeszcze w pełni dyskontowany, zwłaszcza przez rynki akcji. **Sądzimy, że znaczenie czynników ryzyka pozostaje ponadprzeciętnie wysokie w krótkim terminie, ale jednocześnie jesteśmy przekonani, że potrzeba mało prawdopodobnej kombinacji kilku czynników, aby uruchomić scenariusz spadkowy w horyzoncie 12-18 miesięcy.** Uważamy, że w tym horyzoncie czasowym optymistyczny scenariusz gwałtownego spadku inflacji jest obecnie bardziej prawdopodobny. W istocie, kilka czynników o zróżnicowanym charakterze może spowodować spadek cen: złagodzenie cen gazu, skoordynowane zacieśnienie globalnej polityki pieniężnej (z opóźnionym wpływem) oraz normalizacja globalnych łańcuchów wartości dzięki ponownemu otwarciu Chin.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY
10%

Recesja na rynkach rozwiniętych

Analiza

- Eskalacja wojny na Ukrainie.
- Pogłębiający się kryzys energetyczny i głęboka recesja w Europie, połączona z recesją w Stanach Zjednoczonych.
- Powrót Covid-19.
- Gwałtowny wzrost oczekiwań inflacyjnych.
- Rządy nie są już w stanie realizować antycyklicznej polityki fiskalnej.
- Odroczenie wprowadzenia środków z zakresu transformacji klimatycznej.

Implikacje rynkowe

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

SCENARIUSZ GŁÓWNY
70%

Epizod stagflacyjny, z rosnącymi rozbieżnościami i trwałością

Analiza

- Impas na wojnie na Ukrainie. Spodziewamy się zawieszenia broni w pewnym momencie pod koniec 2023 roku; w międzyczasie sytuacja prawdopodobnie się pogorszy.
- Kryzys energetyczny utrzyma się. Oczekuje się, że ceny gazu wzrosną w fazie uzupełniania zapasów.
- Covid-19 staje się chorobą endemiczną.
- Inflacja bazowa utrzymuje się ze względu na jednostkowe koszty pracy. Inflacja nie powraca do celów banków centralnych do 2024 r.
- Globalne spowolnienie gospodarcze w 2023 r., ale z rosnącymi rozbieżnościami: anemiczny wzrost w Europie, rosnące ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych, odbicie w Chinach wraz z ponownym otwarciem. Wzrost poniżej potencjału w 2024 r. w większości gospodarek rozwiniętych.
- Globalne nominalne tempo wzrostu PKB będzie rosnać, ograniczając negatywny wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw.
- Rozbieżności polityki banków centralnych: Fed i EBC przestaną podnosić stopy procentowe do połowy 2023 r.; ChBL nastawiony na luzowanie.
- W Europie polityki fiskalne nie były dobrze skoordynowane i ukierunkowane, ale Europejczycy czynią postępy w konsultacjach, aby odpowiedzieć na amerykańską ustawę o redukcji inflacji (IRA). Oczekuje się, że w latach 2023-2024 impuls fiskalny w Stanach Zjednoczonych będzie neutralny.
- Zmiany klimatyczne wzmacniają dynamikę stagflacji.
- Ryzyko klimatyczne hamuje wzrost gospodarczy.

Implikacje rynkowe

- Niższe oczekiwane zwroty realne skorygowane o ryzyko.
- Po zatrzymaniu wzrostu nachylenia krzywej dochodowości obligacje skarbowe odzyskują swoją funkcję zabezpieczenia przed głębszą recesją.
- Zabezpieczenie przed inflacją poprzez złoto, obligacje indeksowane inflacją, akcje, aktywa realne i surowce.
- Rynki wschodzące: utrzymujemy narrację dotyczącą krótkoterminowej ostrożności, długoterminowego dochodu realnego oraz wzrostu.

SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY
20%

Inflacja spada

Analiza

- Zawieszenie broni na Ukrainie w przewidywalnej przyszłości.
- Rosja częściowo wznowia eksport gazu do Europy, rynek surowcowy normalizuje się.
- Inflacja (w tym inflacja bazowa) szybko spada.
- Obawy o recesję maleją, a inflacja powraca do bardziej normalnych poziomów, zmniejszając presję na banki centralne.
- Brak ożywienia w kształcie litery V, ale spadek niepewności i wzrost zaufania mogą dodatkowo napędzać popyt wewnętrzny na rynkach rozwiniętych.
- Zmiana klimatu i transformacja energetyczna stają się najwyższym priorytetem.

Implikacje rynkowe

- Nachylenie krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych rośnie.
- Preferować aktywa ryzykowne z ekspozycją na spółki cykliczne i segment „wartości”.
- Deprecjacja USD.
- Selektywne zwiększanie ekspozycji na dług z rynków wschodzących denominowany w walutach lokalnych.

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Zagrożenia nadal występują na wszystkich frontach, ale są nieco mniejsze niż na początku roku. W związku z tym obniżyliśmy prawdopodobieństwo urzeczywistnienia się czynników ryzyka ekonomicznego i finansowego z 25% do 20%. Fundamenty gospodarcze pogorszyły się w skali globalnej – uwzględniamy to w scenariuszu centralnym, choć trend ten nie jest jeszcze dyskontowany przez rynek akcji. Przebieg wojny na Ukrainie i jej potencjalne implikacje mogą przechylić rozwój sytuacji w każdą w krótkim terminie znaczenie czynników ryzyka jest ponadprzeciętnie wysokie, ale prawdopodobieństwo zawieszenia broni przed końcem roku pozostaje znaczące. Czynniki ryzyka związane z Covid-19 zaliczamy do ekonomicznych. Czynniki ryzyka zostały podzielone na klastry w celu ułatwienia wykrywania strategii hedgingowych, ale są one powiązane.

RYZYKO EKONOMICZNE 20%

- **Globalna recesja** wywołana szokiem naftowym/gazowym, zaostreniem polityki monetarnej i utratą siły nabywczej.
- **Poważny kryzys energetyczny w Europie**, prowadzący do **głębokiej recesji** (szok zaufania).
- **Kryzys gospodarczy w Europie Wschodniej** w wyniku załamania się rosyjskiej gospodarki, wzrostu cen energii, niekontrolowanej inflacji oraz kryzysu migracyjnego.
- **Banki centralne nadal podnoszą stopy procentowe**, nadając priorytet walce z inflacją.
- **Globalna recesja zysków** wywołana światowym spowolnieniem gospodarczym w połączeniu z utrzymującą się presją na koszty produkcji.
- **Koniec wielkiej zbieżności**: presja stagflacyjna oznacza, że cele banków centralnych i rządów przestają być w pełni zbieżne – zmniejsza się pole do prowadzenia antycyklicznej polityki fiskalnej.
- **Europa: niespójność w zakresie policy mix (dostosowawcza polityka fiskalna połączona z restrykcyjną polityką pieniężną).**
- **Pandemia**:
 - Ryzyko wystąpienia bardziej niebezpiecznego i odpornego na szczepionki wariantu.
 - Nowe lockdowny lub ograniczenia mobilności.
- **Katastrofy naturalne związane ze zmianami klimatycznymi** szkodzą widoczności wzrostu gospodarczego i równowadze społecznej.

RYZYKO FINANSOWE 20%

- **Pułap długu publicznego Stanów Zjednoczonych**
 - Republikanie i Demokraci nie osiągają kompromisu: ryzyko niewypłacalności Stanów Zjednoczonych powoduje poważne zawirowania finansowe i być może poważny kryzys finansowy.
- **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.
 - Słabe 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 marże (wysokie koszty produkcji i nadmiarowe zamówienia prowadzą do ostrzeżeń dotyczących niższych zysków).
- **Szeroko rozpowszechniony greenwashing i bańka inwestycyjna ESG podważają finansowanie transformacji energetycznej.**

RYZYKO (GEO)POLITYCZNE 25%

- **Wojna na Ukrainie**:
 - **Ogólne znaczenie czynników ryzyka utrzymuje się na ponadprzeciętnie wysokim poziomie.** Szacujemy, że istnieje **60% prawdopodobieństwo** negatywnego rozwoju wojny, w tym **25% prawdopodobieństwo bezpośredniej konfrontacji z Zachodem.** Ryzyko to rośnie tym bardziej, im więcej porażek militarnych ponosi Rosja.
 - Pomimo naszych oczekiwań dotyczących pogorszenia się konfliktu w międzyczasie, **naszym bazowym scenariuszem jest zakończenie działań wojennych w 2023 r.** (najprawdopodobniej w II półroczu) z prawdopodobieństwem, które oceniamy na **35%.**
- Po wyborach w połowie kadencji prezydenta **Stany Zjednoczone skupią się na wewnętrznych walkach politycznych, co zwiększy napięcia w relacjach z Chinami**, ponieważ Republikanie i Demokraci rywalizują na „jastrzębność”, **przyczyniając się do wzrostu ryzyka związanego z Tajwanem w 2023 r.**
- **Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących** spowodowana jest wzrostem cen żywności i energii, prowadzącym do fali niepokoju społecznych.
- **Programy nuklearne Iranu i Korei Północnej** ponownie zaczynają budzić obawy i skutkują sankcjami.
- **Cyberataki i naruszenia bezpieczeństwa danych**, zakłócające pracę systemów informatycznych w dziedzinie bezpieczeństwa, energetyki i służby zdrowia stają się coraz częstsze, ponieważ Rosja stara się osłabić zachodnie wsparcie dla Ukrainy.

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

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

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

- Aktywa ryzykowne, AUD, CAD i 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 dotyczące czynników technicznych zmieniło się z czerwonego na zielone, a dotyczące nastrojów z czerwonego na żółte.

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

KONTEKST EKONOMICZNY

- Dynamika gospodarcza spowalnia na całym świecie w obliczu utrzymującej się wysokiej presji inflacyjnej. Ryzyko recesji pozostaje znaczące w II połowie 2023 r. w Stanach Zjednoczonych, podczas gdy w Europie perspektywy nieco się poprawiły, choć nadal oczekujemy powolnego/ograniczonego wzrostu PKB w zimie i wzrostu poniżej potencjału w II połowie roku.
- Główne wskaźniki inflacji prawdopodobnie osiągnęły szczyt zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro. Nie jest to jednak jeszcze jasne w przypadku inflacji bazowej, zwłaszcza w Europie. Ogólnie rzecz biorąc, oczekujemy, że inflacja bazowa zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie będzie bardziej trwała niż główne wskaźniki inflacji, które zaczęły wyraźnie spadać, ponieważ efekty bazy przyczyniają się do spadku inflacji energii. Ta trwałość inflacji bazowej będzie ważnym wyznacznikiem wyborów w zakresie polityki pieniężnej.
- Przedłużające się napięcie na froncie geopolitycznym oraz „przeciąganie liny” pomiędzy wspierającą polityką fiskalną i zacieśnianiem polityki monetarnej sprawiają, że ostateczny wynik gospodarczy jest niepewny, co zwiększa zmienność danych.



FUNDAMENTY I WYCENA

- Po ostatniej korekcie akcje wyglądają na mniej kosztowne, ale mimo to nie dostrzegamy żadnych znaczących katalizatorów dla punktów wejścia w najbliższych tygodniach.
- Mnożniki akcji wyglądają na bardziej zgodne z obecnym środowiskiem inflacyjnym i zacieśnioną polityką monetarną, ale nie dyskontują jeszcze w pełni oczekiwanej recesji zysków. W ujęciu względnym, biorąc pod uwagę wysokie stopy, dane fundamentalne nie sprzyjają aktywom ryzykownym.
- Fundamenty uległy dalszemu pogorszeniu, a recesja zysków jest scenariuszem centralnym również na pierwsze półrocze 2023 r.

ASPEKTY TECHNICZNE

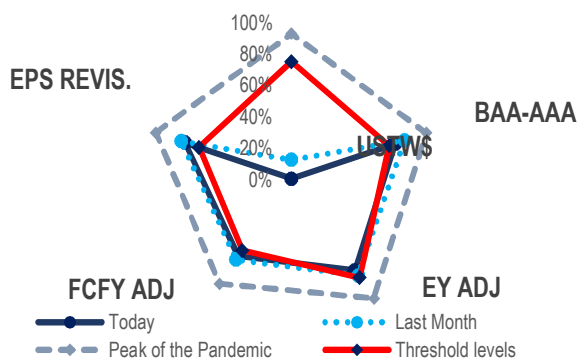
- W styczniu 2023 r. czynniki techniczne pozostają mieszane. Wszystkie aktywa, z nielicznymi wyjątkami, odnotowały silne ożywienie na początku 2023 r. Wskaźniki śledzące trend nadal wykazują pozytywną asymetrię dla wszystkich aktywów, z preferencją dla produktów terminowych (obligacje korporacyjne i skarbowe) w stosunku do akcji. Z drugiej strony większość mierników kontrariańskich wykazuje nadmierne samozadowolenie rynku. Wskaźniki RSI wracają do górnych granic zakresów (sygnalizując, że rynki stają się wykupione w całym spektrum), a pozycjonowanie wzmacnia ten przekaz (w 2022 roku nie doszło do masowej likwidacji pozycji, podczas gdy w pierwszym miesiącu 2023 roku tylko się umocniły).

NASTROJE

- Trzy kolejne spadkowe niespodzianki inflacyjne wywołały gwałtowny spadek zmienności stóp w stosunku do IV kwartału 2022 r., co przełożyło się na złagodzenie warunków finansowych i poprawę wskaźników nastawienia do ryzyka. Od ubiegłego roku nastroje znacznie się poprawiły, a dolar jest ostatnio jednym z głównych czynników napędowych (nasze prawdopodobieństwo CAST OFF szybko spadło w reakcji na taki rozwój sytuacji, chociaż korekty wskaźników EPS i premia za ryzyko kredytowe pozostają powyżej poziomów ostrzegawczych). Z drugiej strony, warunki finansowe uległy złagodzeniu, choć w kontekście historycznym pozostają napięte. Koncentracja ryzyka rynkowego rośnie, co sugeruje ostrożność w podążaniu za rynkiem (większość aktywów odbija się wraz z innymi, podczas gdy ryzyko systemowe rośnie). W rezultacie nasz komponent „nastrojów” w styczniu 2023 r. pozostaje w strefie neutralno-pozytywnej.

Wskaźniki Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)

– od listopada 2022 roku wyprzedaż USD jest silnym czynnikiem wspierającym, co z kolei przekłada się na niskie prawdopodobieństwo CAST OFF. W styczniu 2023 r. komunikat ten zostaje potwierdzony.



Source: Amundi Institute. Data as of 24 January 2023.

Od listopada 2022 r. percepcja ryzyka CAST uległa zdecydowanej poprawie, ponieważ wyprzedaż ważonego wymianą handlową USD z nawiązką zrównoważyła negatywny wpływ pozostałych czynników decydujących o nastrojach. Prognozy wskaźników EPS i premia za ryzyko kredytowe ulegają poprawie od IV kwartału 2022 r., ale pozostają powyżej poziomu ostrzegawczego.

Metodologia: Rozważamy pięć wejść, które nazywamy „czujkami”: 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 wszelkie 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.

WIADOMOŚCI INSTYTUTU AMUNDI

1 Co by się stało, gdyby inflacja spadła znacznie szybciej niż się spodziewano?

- Przewidujemy różne wyniki, w zależności od przyczyny takiego spadku.
- Spadek o 2% szybszy niż nasza obecna prognoza na 2023 rok — zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro — mógłby skutkować scenariuszem przyjaznym dla aktywów ryzykownych, gdyby inflacja bazowa spadała w tym samym tempie, a taka pozytywna niespodzianka w zakresie presji cenowej nie była wynikiem niższego niż oczekiwano wzrostu gospodarczego.

Konsekwencje dla inwestorów

- W ujęciu wieloaktywowym utrzymujemy pozycjonowanie defensywne, nie doważając akcji i przeważając instrumenty wysokodochodowe.
- Zmniejszyliśmy udział obligacji skarbowych, choć nadal są one przeważone.
- Nastawienie wobec klasy inwestycyjnej zmieniliśmy na neutralne.

2 Co by było, gdyby ostateczna stopa EBC wzrosła do 4%?

- Wyższa stopa końcowa EBC pociągnie za sobą wyższe koszty po stronie wzrostu gospodarczego i niewiele korzyści po stronie inflacji.
- Jeśli w I połowie 2023 r. inflacja okaże się wyższa niż oczekiwano, EBC przyjmie nastawienie bardziej jastrzębie niż obecnie oczekuje i może podnieść stopy do 4%.
- Powinno to przełożyć się na przedłużenie załamania w II półroczu i ogólnie znacznie słabszy wzrost w 2024 r., ze względu na zacieśnienie polityki pieniężnej i rosnące koszty utrzymania, przy czym wysoka inflacja bazowa powinna się utrzymać.

Konsekwencje dla inwestorów

- EUR w stosunku do USD powinno radzić sobie lepiej niż się obecnie oczekuje.

3 Konsekwencje zacieśnienia ilościowego i podaży pieniądza dla rentowności europejskich obligacji skarbowych

- W tym roku oczekuje się zdecydowanego wzrostu emisji netto w strefie euro: emisja netto w krajach EMU-10 ma wzrosnąć do 420 mld EUR, emisja na szczeblu UE do 150 mld EUR, a w krajach rdzenia strefy euro oraz pozostałych krajach położonych poza jej peryferiami z 226 mld EUR do 300 mld EUR.
- Oznacza to, że w tym roku rynki będą musiały wchłonąć łącznie 720 mld EUR, przy czym podaż będzie pochodzić zarówno z krajów spoza peryferii strefy euro, jak i z jej rdzenia, podczas gdy na rynkach peryferyjnych ma spaść ze 140 mld EUR do 120 mld EUR.

Konsekwencje dla inwestorów

- Pozycje krótkie na duracji w strefie euro.
- Ostrożne podejście do spreadów obligacji z peryferii strefy euro.

4 Trendy fiskalne w strefie euro

- Wzrost stóp oprocentowania kredytów nie stanowi bezpośredniego zagrożenia dla stabilności długu publicznego.
- Dług publiczny strefy euro pozostanie w najbliższym czasie na zdrowej ścieżce dzięki wciąż korzystnej różnicy między stopami procentowymi i wzrostem PKB.
- W perspektywie długoterminowej konieczny jest jednak powrót do dyscypliny budżetowej w celu zapewnienia zdolności obsługi zadłużenia. Kluczowe pod tym względem będą budżety na lata 2024–2025.

Konsekwencje dla inwestorów

- Utrzymujemy pozycję krótką na duracji w strefie euro.
- Ostrożne podejście do spreadów obligacji z peryferii strefy euro.

5 Pierwsze wnioski z sezonu publikacji wyników finansowych

- Pierwsze wyniki ze Stanów Zjednoczonych są jak na razie pozytywne i przekraczają oczekiwania o około 5%.
- Prognozuje się, że wskaźnik zysku na akcję (EPS) dla indeksu S&P 500 na IV kw. 2022 r. spadnie po raz pierwszy od III kwartału 2020 roku — tym razem o 1,6%, co spowoduje, że rentowność na koniec 2022 r. osiągnie poziom +4,5%. Najgorzej radzącymi sobie sektorami powinny okazać się materiały i usługi komunikacyjne.
- W przypadku indeksu Stoxx 600 oczekuje się wzrostu EPS za IV kw. o 14,5%, co przełoży się na wzrost za cały rok 2022 o 19,9%.
- Ogólnie rzecz biorąc, oczekiwania dotyczące wzrostu EPS dla S&P 500 na rok 2023 są najniższe w historii (+3,2%), a w Europie są bliskie zeru (0,6%).

Konsekwencje dla inwestorów

- Nastawienie do akcji ze Stanów Zjednoczonych w porównaniu z resztą świata zmieniamy z neutralnego do niedoważania, głównie ze względu na kryterium związane z segmentami „wzrostu” i „wartości”.

6 Perspektywy pierwotnych rynków obligacji korporacyjnych

- Przewidujemy, że wpływ podwyżek stóp na pierwotne rynki obligacji korporacyjnych będzie ograniczony, ponieważ niskie potrzeby w zakresie refinansowania oraz znaczące wykorzystanie finansowania własnego jak dotąd łagodziły skutki zacieśnienia polityki pieniężnej.
- W 2023 r. wyższe koszty finansowania i spowalniający wzrost gospodarczy powinny jednak zacząć najbardziej uderzać w emitentów instrumentów wysokodochodowych o niskich ratingach.

Konsekwencje dla inwestorów

- Pozycja długa na obligacjach korporacyjnych: utrzymujemy nasze preferencje dla Europy w stosunku do Stanów Zjednoczonych, a także dla klasy inwestycyjnej w stosunku do instrumentów wysokodochodowych.



KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	-/=	▼	Spowolnienie wzrostu gospodarczego w najbliższym czasie i jego późniejszy wpływ na zyski i marże, które i tak są już bardzo wysokie, skłania nas do zachowania szczególnej czujności. W tym otoczeniu przyjmujemy podejście wysoce selektywne, koncentrując się na segmencie wartości, dywidendach oraz akcjach wysokiej jakości, ponieważ wyceny są zasadniczo niezgodne z prognozami wyników finansowych.
	Segment „wartości”, USA	+		Nadal dostrzegamy rozproszenie wycen między segmentami „wartości” i „wzrostu”, co prawdopodobnie będzie wspierać wyniki tego pierwszego. W warunkach spowalniającego wzrostu gospodarczego preferujemy jednak łączenie segmentu „wartości” z dobrymi parametrami jakościowymi.
	Segment „wzrostu”, USA	--	▼	Drogie spółki wzrostowe oraz spółki o najwyższej kapitalizacji są wycenione inaczej niż reszta rynku i pozostają segmentami, których unikamy. Wyższe stopy procentowe Fedu oraz spowalniająca inflacja oznaczają wyższe stopy realne, które negatywnie wpływają na wyceny wymagających przyjęcia dłuższego horyzontu inwestycyjnego akcji z segmentu „wzrostu”.
	Europa	-/=	▲	Kryzys energetyczny i kryzys kosztów utrzymania kształtują perspektywy dla europejskich akcji, ponieważ bezpośrednio wpływają na konsumpcję końcową, a tym samym na zyski przedsiębiorstw. Chociaż obserwujemy pewien spadek cen gazu oraz wyceny atrakcyjne z perspektywy historycznej, nadal jesteśmy ostrożni ze względu na obawy o zyski, a także preferujemy silne bilanse.
	Japonia	-/=	▼	Uważamy, że Bank Japonii prawdopodobnie odejście od polityki ujemnych stóp, wywierając presję wzrostową na jena, co z kolei może zaważyć na japońskim eksporcie. Ponowne otwarcie Chin powinno jednak wywrzeć pozytywny wpływ i dlatego wolimy utrzymać dotychczasowe zrównoważone pozycjonowanie.
	Chiny	+	▲	Kontynuacja ożywienia gospodarczego oraz bardziej sprzyjające otoczenie dla firm e-commerce prawdopodobnie zwiększą aktywność gospodarczą. Utrzymujemy podejście umiarkowanie konstruktywne i selektywne (biorąc pod uwagę ryzyko geopolityczne związane z relacjami ze Stanami Zjednoczonymi i Tajwanem), poszukując okazji do oferujących trwałe zwroty długoterminowych inwestycji w wybrane spółki.
	Rynki wschodzące bez Chin	=		Rynki wschodzące powinny być wspierane przez lepsze wyceny i perspektywy zysków, zwłaszcza w przypadku krajów o silnych finansach. Biorąc jednak pod uwagę pewne czynniki ryzyka geopolitycznego, sądzimy, że potencjał selekcji jest wysoki. Ze względu na ten kontekst jesteśmy konstruktywnie nastawieni do Brazylii, ale ostrożni w kwestii polityki prezydenta Luli. Nadal preferujemy segment „wartości” w stosunku do segmentu „wzrostu”.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	=/+		Fed pozostaje zaniepokojony rosnącymi cenami i nie chce, aby rynek zinterpretował spowolnienie podwyżek stóp jako brak determinacji w walce z inflacją, która pozostaje wysoka, choć zwalnia. Jednocześnie perspektywy wzrostu gospodarczego są ograniczone. Dlatego utrzymujemy aktywne stanowisko w kwestii duracji. Obligacje skarbowe indeksowane inflacją wyglądają na rozsądnie wycenione – zwłaszcza średnioterminowe.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+		Dostrzegamy w tym sektorze atrakcyjne okazje do carry trade i silne bilanse, ale nie możemy wykluczyć możliwości błędów w polityce, które mogłyby spowodować pogłębienie spowolnienia, co ostatecznie może przełożyć się też na spready. Dlatego też utrzymujemy podejście wysoce selektywne i preferujemy sektory finansowe w stosunku do niefinansowych, a ponadto zasadniczo przychylnie patrzymy na emitentów z korzystnymi uwarunkowaniami indywidualnymi.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	-		Pozostajemy czujni w kwestii płynności i perspektyw niewypłacalności, które w tym roku powinny pogorszyć się w porównaniu z rokiem ubiegłym. W połączeniu z wyższymi kosztami finansowania i pracy w przyszłości oraz spowolnionym wzrostem gospodarczym skłania nas to do ostrożności wobec instrumentów stałochodowych.
	Skarbowe Europa	-/=	▼	EBC jest zdeterminowany, aby utrzymać stałą ścieżkę podwyżek stóp, ponieważ kontrola inflacji pozostaje jego głównym priorytetem, co prowadzi do utrzymania stóp w restrykcyjnym obszarze (wraz z nadchodzącym zacieśnieniem ilościowym). W związku z tym pozostajemy umiarkowanie ostrożni, ale też aktywnie zarządzamy nastawieniem, szacując trajektorię wzrostu gospodarczego w regionie.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=		Wyceny klasy inwestycyjnej w UE są atrakcyjne, ale napięcia geopolityczne i kryzys energetyczny stanowią kluczowe czynniki ryzyka. Monitorujemy, jak firmy radzą sobie ze spowolnieniem gospodarczym, ich potrzeby w zakresie refinansowania oraz ewolucję ryzyka płynności.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	-		Spodziewamy się zmienności spreadów ze względu na obawy dotyczące wskaźników niewypłacalności i przepływów pieniężnych oraz potencjalnego pogorszenia wskaźników operacyjnych w obliczu wyższych kosztów finansowania. W rezultacie utrzymujemy podejście defensywne.
	Chińskie obligacje skarbowe	=		Chiński dług oferuje globalnym inwestorom wyraźne korzyści w zakresie dywersyfikacji, ale nadal monitorujemy umiarkowanie dostosowawcze nastawienie Chińskiego Banku Ludowego w kontekście ponownego otwarcia gospodarki.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Wyższe globalne stopy zwrotu zwiększyły atrakcyjność carry trade opartego na długu rynków wschodzących, którego perspektywy są umiarkowanie pozytywne – atrakcyjne są zwłaszcza wyceny instrumentów denominowanych w twardej walucie. Utrzymujemy podejście umiarkowanie selektywne w odniesieniu do krajów takich jak Brazylia, a po ostatnich gwałtownych protestach monitorujemy specyficzne dla poszczególnych krajów czynniki ryzyka gospodarczego i politycznego.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Jesteśmy bliżej nastawienia neutralnego do walut z rynków wschodzących, ale uważamy, że ta klasa aktywów może zyskać na osłabieniu dolara i złagodzeniu polityki Fedu. Jeśli chodzi o obligacje denominowane w walutach lokalnych, dostrzegamy możliwość poprawy otoczenia w tym roku (w porównaniu do ubiegłego), ale w tym momencie utrzymujemy podejście selektywne i poszukujemy okazji w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, takich jak Rumunia.
INNE	Surowce			Oczekujemy, że ceny złota będą rosły w miarę jak Fed będzie spowalniał podwyżki stóp procentowych, a uwaga rynków przeniesie się z podwyżek stóp na spadek tempa wzrostu gospodarczego. Skorygowaliśmy nasz cel 12-miesięczny z 1900 USD za uncję do 2000 USD za uncję. Ceny ropy powinny być wspierane przez dyscyplinę wydobycia grupy OPEC+ i niskie wolne moce produkcyjne, a także chiński popyt. Jeśli chodzi o metale nieszlachetne, pozytywne informacje o ponownym otwarciu Chin są już wycenione, a w krótkim terminie możemy spodziewać się niewielkiego spadku, ale nie ma obecnie powodów do zmiany perspektyw długoterminowych.
	Waluty			Potencjalne spowolnienie podwyżek stóp procentowych przez Fed (główne źródło wsparcia dla dolara), umiarkowanie odporny wzrost gospodarczy poza Stanami Zjednoczonymi oraz niższa od oczekiwań krajowa aktywność gospodarcza sprawiają, że jesteśmy mniej pozytywnie nastawieni do USD.

LEGENDA

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

Źródło: Amundi, na dzień 30 stycznia 2023 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

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

KRAJE ROZWIŃIĘTE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2023-02-03

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Świat	3,4	2,4	2,8	8,2	5,8	4,2
Kraje rozwinięte	2,7	0,6	0,9	7,4	4,5	2,6
USA	2,1	1,0	0,6	8,0	3,7	2,4
Japonia	1,3	0,5	1,2	2,5	1,0	0,6
Wlk. Brytania	4,1	-0,5	1,0	9,2	7,8	3,8
Strefa euro	3,5	0,2	1,0	8,4	6,2	3,2
Niemcy	1,9	0,0	0,9	8,7	7,3	3,0
Francja	2,6	0,3	1,0	5,9	5,4	2,9
Włochy	3,9	0,3	0,9	8,7	6,9	2,3
Hiszpania	5,5	0,8	1,1	8,3	3,6	3,3

Źródło: Instytut Amundi.

- **Stany Zjednoczone:** amerykańska gospodarka wykazuje oznaki spowolnienia, ponieważ opór ze strony polityki fiskalnej i monetarnej wpływa negatywnie na aktywność, choć z różną intensywnością. Niespodzianka w postaci lepszych niż oczekiwano danych za IV kw. pozostaje możliwa, ale nadal obserwujemy znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, spowodowane słabszym popytem krajowym i wolniejszym wzrostem globalnym. W latach 2023–2024 przeciętny wzrost gospodarczy utrzyma się znacznie poniżej potencjału i będzie szczególnie słaby w drugiej połowie 2023 r., co oznacza zwiększone ryzyko recesji. Wydaje się, że inflacja osiągnęła szczyt, a comiesięczne odczyty będą coraz niższe, jednak oczekujemy, że inflacja bazowa pozostanie stabilna i będzie spadać wolniej od wskaźnika głównego.
- **Strefa euro:** podnieśliśmy naszą prognozę wzrostu gospodarczego dla strefy euro. Choć nadal oczekujemy osłabienia i spadku aktywności w okresie zimowym, spodziewamy się, że będzie on mniej głęboki niż wcześniej się obawiano. Niezależnie od skromnej korekty w górę, gospodarka strefy euro nadal boryka się z poważnymi problemami. W okresie wiosenno-letnim spodziewamy się pewnego ożywienia wzrostu gospodarczego, wspomaganego przez zwalniającą inflację i poprawę nastrojów — nawet jeśli na tym etapie będzie ono umiarkowane. Zacieśnienie polityki monetarnej będzie stanowić wyraźny czynnik hamujący, utrzymując wzrost gospodarczy poniżej potencjału w latach 2023–24. Wydaje się, że ryzyko związane z kryzysem energetycznym zmalało, choć pozostaje istotne dla perspektyw zarówno inflacji, jak i wzrostu gospodarczego.
- **Wielka Brytania:** biorąc pod uwagę prognozy dotyczące utrzymania się inflacji (powyżej celu przez kilka kwartałów), spodziewamy się recesji wywołanej kosztami życia na początku 2023 r., która będzie trwała przez kilka kwartałów. Polityka fiskalna i monetarna również będą negatywnie wpływać na wzrost gospodarczy. Chociaż nieco poprawiliśmy nasze prognozy, uważamy, że wszystkie niekorzystne czynniki są nadal obecne w brytyjskiej gospodarce. Spodziewamy się, że nastąpi niewielkie ożywienie, ale gospodarka będzie rosła poniżej potencjału również w 2024 r. Podobnie jak w strefie euro, ryzyko związane z kryzysem energetycznym pozostaje istotne dla perspektyw zarówno inflacji, jak i wzrostu gospodarczego.
- **Japonia:** pierwsze sygnały dotyczące wzrostu gospodarczego w 2023 r. są mieszane i na razie utrzymujemy naszą prognozę poniżej konsensusu, na poziomie 0,5% w 2023 r., przy czym ożywienie gospodarcze nabiera nierównomiernego charakteru. Z jednej strony, zdecydowanie zorientowany na eksport sektor produkcyjny poważnie ucierpi w rezultacie osłabienia popytu globalnego, na co wskazują dane ankietowe z przedsiębiorstw. Z drugiej strony, ponowne otwarcie Chin sprzyja Japonii jako jednemu z najważniejszych celów podróży mieszkańców Państwa Środka. Tymczasem grudniowe dane o krajowej inflacji CPI potwierdziły wartość prognostyczną negatywnego odczytu tego wskaźnika z Tokio (4,0% r/r, wzrost najsilniejszy od około 40 lat), co niewątpliwie utrudniło zadanie bankowi centralnemu.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	6.02.2023	Amundi + 6 m.	Konsensus + 6 m.	Amundi + 12m.	Konsensus + 12 m.
USA	4,75	5,25	4,90	4,75	4,50
Strefa euro	2,50	3,50	3,30	3,50	3,30
Japonia	-0,10	0,00	0,12	0,00	0,20
Wlk. Brytania	4,00	4,50	4,20	4,25	4,00

Źródło: Instytut Amundi.

- **Fed:** w ostatnich kilku miesiącach inflacja spadała w kontekście umiarkowanego wzrostu gospodarczego, ale przy wciąż szybkim wzroście cen oraz oznakach utrzymującej się nierównowagi między popytem a popytem władze monetarne wciąż mają do wykonania trudne zadanie przywrócenia inflacji do poziomu 2%. Oczekujemy, że w marcu Fed podniesie stopę funduszy federalnych do 5,25%, po czym wstrzyma się na kilka miesięcy. Przedstawiciele Fedu podkreślali, że obecnie należy się skupić nie na tempie, lecz na wielkości podwyżek oraz okresie ich utrzymania. Nasz scenariusz przewiduje teraz spadek aktywności gospodarczej w III kw. oraz szybki spadek inflacji. Ponadto oczekujemy obecnie, że pierwsza obniżka stóp będzie miała miejsce w grudniu, podczas gdy wcześniej spodziewaliśmy się jej w styczniu.
- **EBC:** na lutowym posiedzeniu EBC podniósł stopy o 50 p.b. i wskazał na zamiar dokonania kolejnej podwyżki o 50 p.b. w marcu. Zarówno komunikat, jak i konferencja prasowa miały „jastrzębi” charakter, pomimo tego że EBC w swoich prognozach nie sygnalizuje już czynników ryzyka mogących przełożyć się na dalszy wzrost inflacji. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że EBC podniesie stopy o 50 p.b. na marcowym posiedzeniu, a następnie o 25 p.b. w maju i czerwcu. Oznacza to osiągnięcie stopy końcowej równej 3,50% jeszcze wiosną — powyżej oczekiwań rynku, który obecnie spodziewa się poziomu 3,25%. Utrzymująca się inflacja bazowa będzie wywierać presję na EBC — według naszego scenariusza w III kw. bazowa inflacja CPI będzie zbliżona do 4,5%.
- **Bank Japonii:** po zaskakującym ruchu w grudniu, na styczniowym posiedzeniu Bank Japonii utrzymał swoją politykę bez zmian. Oczekując słabego ożywienia w 2023 r. i presji inflacyjnej w I półroczu, uważamy, że celem normalizacji polityki jest wyjście z polityki ujemnych stóp procentowych bez dodatkowych podwyżek stóp. Spodziewamy się, że Bank Japonii zakończy politykę kontroli krzywej dochodowości w marcu, a politykę ujemnych stóp procentowych w czerwcu. Czynniki ryzyka związane z naszymi prognozami wskazują na ewentualne odroczenie zakończenia polityki ujemnych stóp procentowych.
- **Bank Anglii:** na lutowym posiedzeniu Bank Anglii podwyższył swoją stopę procentową o 50 p.b., do poziomu 4,0%. Oczekiwano podziału głosów w sprawie tej decyzji — siedmiu z dziewięciu decydentów opowiedziało się za podwyżką o 50 p.b., podczas gdy dwóch pozostałych chciało utrzymać status quo. Jeśli chodzi o zapowiedzi, Komitet Polityki Pieniężnej zasignalizował prawdopodobne zmniejszenie tempa podwyżek stóp procentowych do 25 p.b. na następnym posiedzeniu. Odnosząc się do przyszłych działań, w protokole zrezygnowano z określenia „forcefully”, które w praktyce oznaczało podwyżki stóp o 50 p.b. na każdym posiedzeniu. Potwierdzamy nasze oczekiwania co do stopy końcowej tego cyklu podwyżek, który od marca prawdopodobnie spowolni do 25 p.b. na każdym posiedzeniu — w naszym bazowym scenariuszu nadal spodziewamy się 4,5%.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
Bank Japonii (MPM)	10 marca
EBC (Rada Prezesów)	16 marca
Rezerwa Federalna (FOMC)	22 marca
Bank Anglii (MPC)	23 marca

Źródło: Instytut Amundi.

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2023-02-03

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Świat	3,4	2,4	2,8	8,2	5,8	4,2
Kraje wschodzące	3,9	3,6	4,0	8,7	6,7	5,4
Chiny	3,0	5,1	4,7	2,0	2,1	2,2
Brazylia	2,9	0,7	1,7	9,3	4,9	5,0
Meksyk	3,1	0,8	0,8	7,9	5,7	4,5
Rosja	-3,3	-1,5	2,0	13,8	7,5	4,5
Indie	7,0	5,3	6,0	6,7	5,3	5,6
Indonezja	5,2	4,7	4,8	4,2	4,3	4,0
RPA	2,4	0,2	0,6	6,9	5,7	4,5
Turcja	4,9	3,1	4,3	72,0	51,1	39,0

Źródło: Instytut Amundi.

- Chiny:** w związku z silniejszym od oczekiwań wzrostem PKB za IV kw. 2022 r., sygnalizującymi wzrost odporności odczytanymi miesięcznymi (sprzedaż detaliczna) oraz odbiciem wskaźników wysokiej częstotliwości dotyczących rosnącej mobilności, podwyższyliśmy naszą prognozę wzrostu PKB w 2023 r. z 4,4% r/r do 5,1%. Odbicie nastąpiło wcześniej niż się spodziewano, pojawiając się jeszcze przed chińskim Nowym Rokiem. Z drugiej strony, sektor mieszkaniowy w grudniu znów wypadł słabo, co otwiera drogę do pewnej umiarkowanej stabilizacji w 2023 r. Również w tym roku sektor nieruchomości będzie wspierać wzrost gospodarczy w co najwyżej niewielkim stopniu.
- RPA:** inflacja prawdopodobnie powróci do górnej granicy przedziału docelowego banku centralnego do końca pierwszej połowy roku, ale ponadprzeciętne ryzyko nadal się utrzymuje. Po dość prężnym roku 2022 perspektywy wzrostu są obecnie słabe. Oczekuje się, że konsumpcja gospodarstw domowych będzie nadal spadać, a coraz częstsze przerwy w dostawie energii elektrycznej jeszcze bardziej osłabią wzrost gospodarczy. W rezultacie bank centralny spowolnił tempo podwyżek stóp, podnosząc je o zaledwie 25 p.b. na ostatnim posiedzeniu, niewątpliwie po raz ostatni. Jeśli warunki będą odpowiednie, władze monetarne mogą rozpocząć cykl luzowania na początku drugiej połowy roku.
- Meksyk:** podobnie jak w pozostałych krajach Ameryki Łacińskiej, gospodarka zwalnia po solidnym 2022 r. Popyt zewnętrzny zmalał wraz z ochłodzeniem gospodarki Stanów Zjednoczonych, natomiast napięta sytuacja na krajowym rynku pracy sprawia, że popyt wewnętrzny pozostaje bardziej odporny. Główny wskaźnik inflacji osiągnął szczyt w III kw. 2022 r. Bank centralny znajduje się w fazie dostrajania swojego cyklu podwyżek, przedstawiając się na wolniejsze tempo zacieśniania, a jednocześnie mając na uwadze trwalszą inflację bazową oraz działania Fedu. Pod względem politycznym kraj ten jest oazą spokoju w porównaniu z resztą regionu – pozostaje też znaczącym potencjalnym beneficjentem nearshoringu.
- Brazylia:** gospodarka wyraźnie spowolniła po solidnym wzroście w pierwszych trzech kwartałach 2022 r., ponieważ pozytywny wpływ ponownego otwarcia zakończył się, a napięta polityka pieniężna zaczęła szkodzić akcji kredytowej. Spodziewamy się, że PKB wzrośnie o mniej niż 1,0%, w porównaniu z 3,0% w 2022 r. Do grudnia 2022 roku inflacja spadła o ponad połowę w stosunku do szczytu w kwietniu na poziomie 12,1%, co pozwoliło bankowi centralnemu na zakończenie cyklu podwyżek w sierpniu już na poziomie 13,75%. Mniej ostrożna niż oczekiwano polityka fiskalna prezydenta Luli może skomplikować walkę banku centralnego z inflacją, opóźniając rozpoczęcie cyklu luzowania do IV kw., a jednocześnie stawiając pytania o trajektorię zadłużenia kraju.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	7.02.2023	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Indie	6,25	6,50	6,5	6,50	6,4
Brazylia	13,75	13,75	13,65	12,75	11,9
Rosja	7,50	7,50	7,30	7,50	7,10

Źródło: Instytut Amundi.

- ChBL (Chiny):** w styczniu ChBL utrzymał kluczowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Ze względu na wcześniejsze niż oczekiwano odbicie gospodarcze nie spodziewamy się kolejnej obniżki stóp w 2023 roku. Na razie jednak bank centralny nie ma również pilnej potrzeby ich podnoszenia. Inflacja pozostanie poniżej 3% przez cały rok 2023, utrzymując się na niskich poziomach i umacniając się dzięki wyższemu popytowi konsumpcyjnemu. Tak czy inaczej, sygnały z corocznej konferencji ekonomicznej KPCh sugerują, że ChBL wycofa się z szeroko zakrojonego luzowania. Kontynuowane będzie natomiast coraz bardziej ukierunkowane łagodzenie polityki pieniężnej poprzez narzędzia kredytowania strukturalnego i specjalne programy finansowe.
- RBI (Indie):** w grudniu inflacja ponownie okazała się niższa od konsensusu (główny wskaźnik na poziomie 5,7% r/r, a ceny hurtowe na poziomie 5,0% r/r), z wyjątkiem inflacji bazowej, która nadal utrzymuje się nieco powyżej 6,0% r/r. Ceny żywności powróciły do poziomu wyraźnie zgodnego z celem banku centralnego, ale ceny energii pozostają wysokie (11% r/r). Ogólnie rzecz biorąc, ścieżka dezinflacyjna może pozwolić władzom monetarnym na wstrzymanie cyklu podwyżek w lutym. Gubernator Shri Shaktikanta Das powtórzył jednak, że skupia się na dynamice inflacji bazowej. Na razie podtrzymujemy naszą prognozę ostatniej podwyżki o 25 p.b. na początku lutego, choć z mniejszym przekonaniem.
- BCB (Brazylia):** wysokie stopy na dłużej. Choć brazylijski bank centralny jako pierwszy zaczął agresywnie podnosić stopy procentowe (począwszy od marca 2021 r., łącznie o 1200 p.b.), a następnie jako pierwszy zatrzymał cykl podwyżek (w sierpniu 2022 r.), w 2023 r. najprawdopodobniej nie zostanie pierwszym, który rozpocznie ich obniżanie. Dzieje się tak dlatego, że ekspansywna polityka fiskalna prezydenta Luli podważa restrykcyjne nastawienie władz monetarnych w zakresie polityki pieniężnej, mające na celu przywrócenie inflacji do zakładanego celu. Co więcej, ostatnie pogłoski o podniesieniu celu inflacyjnego będą wywierać presję wzrostową na oczekiwania inflacyjne. Spodziewamy się, że bank centralny obniży stopy najwcześniej w IV kwartale, a następnie będzie łagodzić je bardziej stopniowo niż wcześniej przewidywano, zgodnie z najnowszymi zapowiedziami.
- CBR (Rosja):** na grudniowym posiedzeniu CBR po raz drugi pozostawił stopę procentową na niezmiennym poziomie 7,5%. Jednocześnie zasygnalizowano nastawienie neutralne, z możliwym zastrzeżeniem. Podczas gdy obecna presja inflacyjna pozostaje ograniczona, znaczenie czynników ryzyka inflacyjnego wzrosło z powodu ograniczeń po stronie podaży, napięć na rynku pracy oraz luźniejszej polityki fiskalnej. Inflacja nadal spadała, z 12,0% r/r w listopadzie do 11,9% w grudniu. Oczekujemy, że CBR przez co najmniej przez najbliższe sześć miesięcy nadal będzie wstrzymywać się z działaniem, a następnie rozpocznie cykl zacieśniania w zależności od czynników geopolitycznych oraz krajowych uwarunkowań gospodarczych.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
BRI	8 lutego
CBR	10 lutego
ChBL	20 lutego
BCB, Brazylia	22 marca

Źródło: Instytut Amundi.

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy makroekonomiczne

3 lutego 2023

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
USA	2,1	1,0	0,6	8,0	3,7	2,4
Japonia	1,3	0,5	1,2	2,5	1,0	0,6
Strefa euro	3,5	0,2	1,0	8,4	6,2	3,2
Niemcy	1,9	0,0	0,9	8,7	7,3	3,0
Francja	2,6	0,3	1,0	5,9	5,4	2,9
Włochy	3,9	0,3	0,9	8,7	6,9	2,3
Hiszpania	5,5	0,8	1,1	8,3	3,6	3,3
Wlk. Brytania	4,1	-0,5	1,0	9,2	7,8	3,8
Chiny	3,0	5,1	4,7	2,0	2,1	2,2
Brazylia	2,9	0,7	1,7	9,3	4,9	5,0
Meksyk	3,1	0,8	0,8	7,9	5,7	4,5
Rosja	-3,3	-1,5	2,0	13,8	7,5	4,5
Indie	7,0	5,3	6,0	6,7	5,3	5,6
Indonezja	5,2	4,7	4,8	4,2	4,3	4,0
RPA	2,4	0,2	0,6	6,9	5,7	4,5
Turcja	4,9	3,1	4,3	72,0	51,1	39,0
Kraje rozwinięte	2,7	0,6	0,9	7,4	4,5	2,6
Kraje wschodzące	3,9	3,6	4,0	8,7	6,7	5,4
Świat	3,4	2,4	2,8	8,2	5,8	4,2

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	6 lutego 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	4,75	5,25	4,90	4,75	4,50
Strefa euro	2,50	3,50	3,30	3,50	3,30
Japonia	-0,10	0,00	0,12	0,00	0,20
Wlk. Brytania	4,00	4,50	4,20	4,25	4,00

Kraje wschodzące

	7 lutego 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Indie	6,25	6,50	6,50	6,50	6,40
Brazylia	13,75	13,75	13,65	12,75	11,90
Rosja	7,50	7,50	7,30	7,50	7,10

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowności obligacji 2-letnich

	6 lutego 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	4,12	3,90/4,10	3,64	3,50/3,70	3,30
Niemcy	2,47	2,50/2,70	2,21	2,30/2,50	1,92
Japonia	0,02	0,10/0,20	0,06	0,20/0,40	0,09
Wlk. Brytania	3,49	3,20/3,40	3,06	3,20/3,40	3,18

Rentowności obligacji 10-letnich

	6 lutego 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	3,42	3,60/3,80	3,35	3,30/3,50	3,32
Niemcy	2,02	2,40/2,60	1,96	2,30/2,50	1,93
Japonia	0,46	0,50/0,70	0,55	0,60/0,80	0,67
Wlk. Brytania	3,32	3,50/3,70	3,31	3,50/3,70	3,38

Prognoza dla walut

	2 lutego 2023	Amundi II kw. 2023 r.	Konsensus II kw. 2023 r.	Amundi IV kw. 2023 r.	Konsensus IV kw. 2023 r.		2 lutego 2023	Amundi II kw. 2023 r.	Konsensus II kw. 2023 r.	Amundi IV kw. 2023 r.	Konsensus IV kw. 2023 r.
EUR/USD	1,09	1,05	1,08	1,15	1,11	EUR/SEK	11,31	11,38	10,89	10,83	10,60
USD/JPY	129	125	127	119	125	USD/CAD	1,33	1,35	1,32	1,28	1,29
EUR/GBP	0,89	0,90	0,88	0,90	0,89	AUD/USD	0,71	0,69	0,70	0,76	0,72
EUR/CHF	1,00	0,95	1,00	1,04	1,02	NZD/USD	0,65	0,63	0,64	0,67	0,66
EUR/NOK	10,96	10,69	10,48	10,24	10,11	USD/CNY	6,73	6,70	6,75	6,40	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

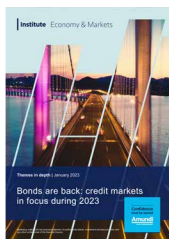
Prawdopodobieństwa te odzwierciedlają szansę wystąpienia określonych reżimów finansowych (scenariusz główny, pesymistyczny i optymistyczny), które są uwarunkowane i określone przez nasze prognozy makroekonomiczne.

— Ryzyko

Prawdopodobieństwa wystąpienia poszczególnych czynników ryzyka są wynikiem wewnętrznej ankiety. Czynniki ryzyka do monitorowania zostały zgrupowane w trzech kategoriach: ekonomiczne, finansowe i (geo)polityczne. Choć 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

THEMATIC PAPERS ECONOMY AND MARKETS



Bonds are back: credit markets in focus during 2023 (19-01-2023)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - AINOUIZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy, BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - COHEN Marina, Head of Euro HY Bond Portfolio Management - BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit - FAWN Steven, Head of Global Credit
With the contribution of: ABAZA Nadine, Portfolio Manager - Global Corporate Bonds and PANELLI Francesca, Investment Insights and Client Division, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



Themes at a glance/ What Artificial Intelligence reveals about share price reactions? (13-01-2023)

BRIÈRE Marie, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - HUYNH Karen, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - LAUDY Olav, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - POUGET Sebastien, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



Themes at a glance / The market effect of acute biodiversity risk: the case of Brazilian corporate bonds (19-01-2023)

Amina CHERIEF, Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute - Takaya SEKINE, Deputy Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute - Lauren STAGNOL, Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

Themes in depth/ ESG in motion: a dynamic forward-looking approach to detect ESG 'improvers' (06-01-2023)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - DRABOWICZ Alexandre, Deputy Head of Equities - KEANE Suzanne, Senior European Equity Portfolio Manager - Equity Solutions - IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions - FIOROT Laura, Head of Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute - NIALL Paula, Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute

COMPASS



Inflationary era demands new approach from pension plans (08-12-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

INVESTMENT TALKS



Fed continuing to downshift: 31 January-1 February FOMC review (07-02-2023)

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

ECB-inspired rally risks going too far (03-02-2023)

PRADHAN Mahmood, Head of Global Macro Economics - Amundi Institute - AINOUIZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Hawkish surprise from the ECB (19-12-2022)

AINOUIZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Fed: Staying the course until the job is done (16-12-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

WORKING PAPERS



The Impact of Climate Risks on Social Inequality (16-01-2023)

Raphaël SEMET, Quant Portfolio Strategy, Amundi Institute

What do we Learn from a Machine Understanding News Content? Stock Market Reaction to News (13-01-2023)

Marie BRIÈRE, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Karen HUYNH, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Olav LAUDY, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - Sebastien POUGET, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)

BARAHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Nouredine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute
RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



Pension funds: reorienting asset allocation in an inflation-fueled world (1-12-2022)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

INVESTMENT OUTLOOK



2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q4 2022 (04-11-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

ESG

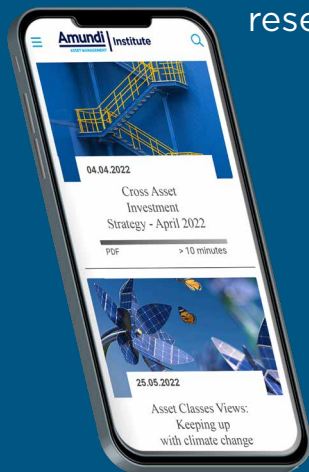


Biodiversity: It's Time to Protect Our Only Home _Biodiversity in Mining & Metals, Utilities, Paper & Forest Products (27-01-2023)

ESG Thema - Special COP15 - The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)

CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst - DUTTA Basundhara, ESG Advocacy Analyst - DAY Apolline, Institutional Marketing Analyst

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 Forecasts
ESG High Yield Real Estate
Fixed Income Asset
Quant Investment Strategies Allocation

WAŻNE INFORMACJE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

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

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

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

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 7 lutego 2023 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 7 lutego 2023

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

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Laurent Renault / EyeEm

Redaktor naczelny

DEFEND Monica, Szef Instytutu Amundi
MORTIER Vincent, Szef ds. inwestycji grupy

Redaktorzy

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Szef Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

Autorzy z Instytutu Amundi

AINOUZ Valentine, Szef ds. globalnej strategii instrumentów stałodochodowych, CFA
BERARDI Alessia, Szef ds. badań makroekonomicznych i strategicznych rynków wschodzących
BERTONCINI Sergio, starszy specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych
BOROWSKI Didier, Szef ds. badań polityki makroekonomicznej
CESARINI Federico, Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. strategii wieloaktywowych
DROZDZIK Patryk, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
GEORGES Delphine, Starszy specjalista ds. instrumentów stałodochodowych
HERVÉ Karine, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych na rynkach wschodzących

Z udziałem Amundi Investment Insights

CARULLA Pol, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów
DHINGRA Ujjwal, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

Koncepcja i produkcja

BERGER Pia, Specjalista ds. komunikacji
PONCET Benoît, Specjalista ds. komunikacji

Zastępcy redaktorów

BOROWSKI Didier, Szef ds. badań polityki makroekonomicznej
PANELLI Francesca, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów
PERRIER Tristan, Specjalista ds. makroekonomii i analiz inwestycyjnych

HUANG Claire, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
PANELLI Francesca, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów
PORTELLI Lorenzo, Szef ds. strategii portfeli wieloaktywowych, szef ds. analiz Amundi Italy
PRADHAN Mahmood, Szef ds. makroekonomii globalnej, Instytut Amundi
USARDI Annalisa, Starszy ekonomista
VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

NIALL Paula, Pion Analiz Inwestycyjnych i Pion Klientów