

Institute

Czerwiec  
2023

# PERSPEKTYWY W POŁOWIE ROKU

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY — WYDANIE SPECJALNE

Możliwości leżą poza  
niepewną ścieżką wzrostu

Trust  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

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



**Monica DEFEND**

Szef Instytutu Amundi

*"Pauza banku centralnego wspiera argumenty za obligacjami. Inwestorzy będą musieli ocenić ścieżkę inflacji i perspektywy zysków w 2024 r. w poszukiwaniu okazji na rynku akcji."*



**Vincent MORTIER**

Szef grupy ds. inwestycji

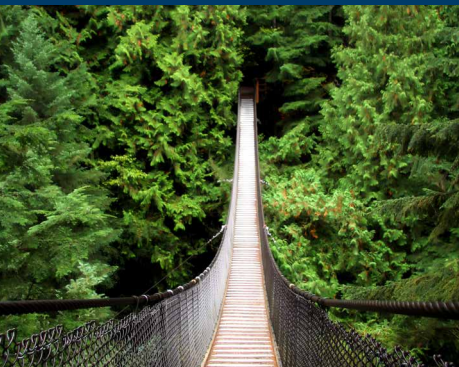
*"W obliczu słabej widoczności perspektyw gospodarczych, jakość – zarówno akcji, jak i obligacji – jest kompasem ułatwiającym nawigację w tej niepewnej fazie."*



**Matteo GERMANO**

Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

*"Rynki wschodzące są kluczem do zwiększania dywersyfikacji i wspierania średnioterminowego potencjału zwrotu, z naciskiem na Azję."*



Czerwiec 2023

## Spis treści



Kluczowe przekonania CIO na drugą połowę 2023 roku	4
Infografika - Motywy inwestycyjne na drugą połowę 2023 r.	6
Niepewna ścieżka wzrostu wymaga utrzymania defensywnej alokacji	7
Infografika - Dynamiczna alokacja aktywów	9
Scenariusze i zagrożenia dla scenariusza centralnego	10
Infografika - Niestabilność makroekonomiczna i źródła słabości rynków	11
Główne motywy tematyczne inwestycji Net Zero	12
Klasy aktywów – poglądy Amundi	13
Prognozy makroekonomiczne	14



# Kluczowe przekonania cio na drugą połowę roku 2023



**Vincent MORTIER**  
Szef grupy ds. inwestycji



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

## 1. Wąska i niepewna ścieżka wzrostu, z dnem w drugiej połowie 2023 r.

Opóźniony wpływ zacieśnienia polityki monetarnej na gospodarkę realną doprowadzi do dalszego, choć zróżnicowanego regionalnie spowolnienia: łagodnej recesji w Stanach Zjednoczonych, anemicznego wzrostu w Europie oraz większej odporności na rynkach wschodzących. W sytuacji, w której skala zarówno wzrostów (Europa), jak i spadków (Stany Zjednoczone) będzie niewielka, można powiedzieć, że ścieżka dalszych zmian pozostaje bardzo niepewna.

## 2. Stopniowe spowolnienie inflacji

Inflacja wykazuje tendencję spadkową, ale tempo obecnej korekty jest niskie, ponieważ inflacja bazowa pozostaje niezmiennie „lepka”. Historia poprzednich epizodów wysokiej inflacji w Stanach Zjednoczonych sugeruje, że obniżenie inflacji bazowej o połowę w stosunku do jej szczytowego poziomu zajmie około dwóch lat. Tym razem jest to również nasza opinia.

## 3. Zacieśnianie polityki pieniężnej jest bliskie szczytu, ale nie należy spodziewać się odwrótu

Uważamy, że stopy procentowe Fedu i EBC są bliskie cyklicznego szczytu, ale nie spodziewamy się żadnych obniżek do końca 2023 r., ponieważ inflacja pozostaje powyżej celów banków centralnych, a spowolnienie gospodarcze przesuwa się w kierunku końca roku.

## 4. Premia za wzrost na rynkach wschodzących pozostaje wysoka, z Azją w centrum uwagi

Odporność rynków wschodzących prowadzi do dużej luki w zakresie wzrostu gospodarczego w porównaniu z rynkami rozwiniętymi. Spodziewamy się, że Azja będzie nadal przyciągać przepływy inwestycyjne, a także skorzysta na przejściu Chin i Indii na bardziej zrównoważone i inkluzywne modele długoterminowego wzrostu gospodarczego.

## 5. Odporność amerykańskich konsumentów jest kluczową zmienną, którą należy obserwować

Do tej pory wysoki popyt pozwalał firmom na przenoszenie wyższych kosztów na konsumentów, ale należy się spodziewać, że te łagodne warunki zaczną zanikać. Oszczędności będą się kończyć, a zaostrzone warunki udzielania kredytów pogarszają perspektywy dla konsumentów. Spodziewamy się pogorszenia sprzedaży i wskaźników zysku na akcję (EPS) w Stanach Zjednoczonych.

### Pierwsze półrocze 2023 r.: podsumowanie

#### Gospodarka i polityka

#### Rynki finansowe

#### Oczekiwania

- **Stany Zjednoczone – „pivot” Fedu:** inflacja znajduje się w trendzie spadkowym, ale inflacja bazowa pozostaje „lepka”, co prowadzi do zacieśnienia polityki banku centralnego, choć w wolniejszym tempie niż w 2022 r. Pauza Fedu w I-II kw. 2023 r.
- **Europa – kryzys energetyczny:** słabe perspektywy gospodarcze w obliczu kryzysu energetycznego.
- **Chiny – ścieżka wzrostu:** napędzany przez popyt wewnętrzny i ponowne otwarcie.

- Potwierdzenie, że **obligacje powracają** – zwłaszcza skarbowe oraz wysokiej jakości obligacje korporacyjne.
- Powrót portfeli **60-40**.
- **Słabe perspektywy dla aktywów ryzykownych**, punkty wejścia w I-II kw. 2023 r.
- **Preferencje dla amerykańskich akcji** w stosunku do innych rynków.
- Trend **spadkowy dolara amerykańskiego**.

#### Niespodzianka

- **Stany Zjednoczone – „pivot” Fedu:** problemy amerykańskich banków regionalnych.
- **Europa – kryzys energetyczny:** stabilizacja cen energii na niższych poziomach, zapobiegająca recesji dywersyfikacja dostaw. Wielka Brytania również bardziej odporna.
- **Chiny – ścieżka wzrostu:** wcześniejsze niż oczekiwano ponowne otwarcie, z niewielkim ożywieniem w obliczu problemów w sektorze nieruchomości.

- **Dobre wyniki rynków akcji**, z różnymi narracjami w poszczególnych regionach: japońskie i europejskie akcje oraz amerykańskie spółki technologiczne. Odporność aktywów z rynków wschodzących, z wyjątkiem chińskich akcji.
- **Powszechna stabilność spreadów obligacji korporacyjnych** pomimo napięć finansowych.
- **Spadek cen surowców**, z wyjątkiem złota.

Źródło: Instytut Amundi, stan na 13 czerwca 2023. DM: rynki rozwinięte. EM: rynki wschodzące. CB: banki centralne. Tematy związane z gospodarką i polityką odnoszą się do naszych [perspektyw inwestycyjnych na rok 2023](#).



**"Rynki znajdują się w krytycznym momencie, ponieważ banki centralne naciskają przycisk pauzy po najszybszym od lat osiemdziesiątych cyklu podwyżek stóp. Jakość jest kompasem umożliwiającym nawigację na tym etapie"**

### 6. Obecny etap cyklu wymaga przyjęcia ostrożnego podejścia u progu drugiego półrocza

Niepewne perspektywy makroekonomiczne i słaby wzrost zysków przedsiębiorstw wymagają ostrożnej alokacji, ponieważ wzrost gospodarczy jest niepewny, ryzyko załamania utrzymuje się, a wyceny aktywów ryzykownych są wysokie. Letni sezon publikacji wyników finansowych spółek może rzucić nieco światła na ich odporność. Pauza Fedu, umiarkowana inflacja oraz trwałe ożywienie zysków powinny spowodować przejście do późnej fazy cyklu i okazać się bardziej korzystne dla rynków akcji pod koniec roku.

### 7. Stopy procentowe blisko szczytów wspierają obligacje, w tym skarbowe i wysokiej jakości obligacje korporacyjne

Obligacje powracają jako kluczowy motyw inwestycyjny na rok 2023. Bardziej umiarkowana inflacja, spowolnienie wzrostu gospodarczego i pauza Fedu będą wspierać wysokiej jakości obligacje korporacyjne z całego świata, podczas gdy instrumenty chroniące przed inflacją również pozostają w centrum uwagi. Inwestorzy powinni zachować ostrożność w odniesieniu do obligacji wysokodochodowych i pamiętać o ryzyku związanym z płynnością oraz wysoką dźwignią finansową przedsiębiorstw.

### 8. Akcje: skupienie na jakości, wykraczanie poza spółki o megakapitalizacji i próba zwiększenia udziału rynków cyklicznych

Ryzyko związane z nadmierną koncentracją jest wysokie, ponieważ wzrosty na amerykańskim rynku akcji były napędzane przez zaledwie kilka spółek. Okazje inwestycyjne pojawiają się obecnie w obszarze jakości – warto poszukiwać przedsiębiorstw z odpornymi zyskami, a ponadto rozważyć zakup spółek o mniejszej kapitalizacji, aby uniknąć obszarów o zawyżonych wycenach. W dalszej części roku przejście do późnej fazy cyklu może sprzyjać rynkom cyklicznym, takim jak Europa.

### 9. Rozgrywajcie wzrost gospodarczy na rynkach wschodzących, angażując się w akcje i obligacje

Atrakcyjne wyceny, koniec zacieśniania polityki pieniężnej przez Fedu i możliwa deprecjacja dolara amerykańskiego dobrze wróżą aktywom z rynków wschodzących. Selekcja pozostaje kluczowa, ponieważ istnieją obszary z niestabilnymi warunkami gospodarczymi, a perspektywy polityki inflacyjnej i monetarnej są zróżnicowane.

### 10. Odporna na inflację alokacja aktywów w centrum uwagi

Inflacja utrzymuje się powyżej normalnych poziomów i wymaga dodatkowych źródeł dywersyfikacji, takich jak rynki prywatne (zwłaszcza infrastruktura) i fundusze hedgingowe (globalne makro). Zwrócenie uwagi na kierunek inflacji będzie kluczem do zmian alokacji sektorowej w kierunku obszarów bardziej odpornych na wzrost cen.

0

Liczba cięć stóp procentowych oczekiwanych przez Fed i EBC w drugim półroczu.

Prognoza Instytutu Amundi

4,2%

Roczna inflacja w USA, średnia z 2023 r. (CPI, r/r).

Prognoza Instytutu Amundi

3,3%

Oczekiwana różnica między wzrostem realnego PKB rynków wschodzących i rozwiniętych w 2023 r. (+4,2% r.w. kontra +0,9% r.r.)

Prognoza Instytutu Amundi

20%

Prawdopodobieństwo głębszej recesji zysków w drugim półroczu 2023.

Prognoza Instytutu Amundi

# Motywy inwestycyjne na drugą połowę 2023 r.

**Obligacje i gotówka w centrum uwagi**

W warunkach spowolnienia gospodarczego, przy stopach procentowych na najwyższym poziomie od dziesięcioleci, preferowane są obligacje — z naciskiem na jakość — oraz gotówka.

**Poszukiwanie jakości na rynku akcji**

Utrzymująca się wysoka inflacja i pogarszający się wzrost gospodarczy będą wywierać presję na rentowność przedsiębiorstw. Jakość będzie mieć kluczowe znaczenie dla poszukujących odporności.

**Rynki wschodzące: z Zachodu na Wschód**

Inwestorzy powinni zwrócić szczególną uwagę na Azję, aby skorzystać z jej przewagi gospodarczej (oczekuje się, że w tym roku około 70% globalnego wzrostu PKB będzie pochodzić właśnie stamtąd).

**Dynamiczna, odporna na inflację alokacja**

Obecny cykl wiąże się z dużą niepewnością co do wzrostu gospodarczego, inflacji oraz trafności wycen. Bieżące uwarunkowania stwarzają okazje związane z dynamicznym podejściem do alokacji aktywów.

**Motywy ESG w centrum uwagi**

Uwzględnianie dążenia do zerowych emisji netto i wpływu tego trendu na inwestycje staje się kluczowym priorytetem w czasie, gdy inne motywy, takie jak autonomia strategiczna i bezpieczeństwo żywnościowe, również zyskują na popularności.

## Czego możemy się spodziewać

	<b>Jesteśmy tutaj</b>	
	<b>I półrocze 2023 r.</b>	<b>II półrocze 2023 r.</b>
<b>Obligacje i gotówka w centrum uwagi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Duracja obligacji ze Stanów Zjednoczonych preferowana w stosunku do strefy euro ze względu na bardziej zaawansowany cykl zacieśniania w Stanach.</li> <li>■ Globalne obligacje korporacyjne w centrum uwagi.</li> <li>■ Zaczęliśmy przyjmować bardziej ostrożne podejście do instrumentów wysokodochodowych.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Gotówka, obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych.</li> <li>■ Globalne obligacje korporacyjne z naciskiem na jakość, ostrożność wobec instrumentów wysokodochodowych.</li> <li>■ Rynki wschodzące: obligacje denominowane w twardej walucie i poszukiwanie punktów wejścia w przypadku długu w walutach lokalnych.</li> </ul>
<b>Poszukiwanie jakości na rynkach akcji</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Rozgrywanie jakości, wartości i wysokich dywidend.</li> <li>■ Coraz ostrożniejsze podejście do Stanów Zjednoczonych, a w szczególności do spółek o dużej kapitalizacji.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Poszukiwanie jakości zarówno na poziomie globalnym, jak i w poszczególnych regionach.</li> </ul>
<b>Rynki wschodzące: z Zachodu na Wschód</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Zaczęliśmy inwestować w akcje z Chin, aby skorzystać na ponownym otwarciu tamtejszej gospodarki.</li> <li>■ Od II kwartału warto rozważyć zwiększanie zaangażowania w obligacje z rynków wschodzących.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Wzrost ekspozycji na rynki wschodzące ze względu na to, że waluty powinny skorzystać na pauzie Fedu.</li> <li>■ W perspektywie średnioterminowej warto zwiększać zaangażowanie w aktywa azjatyckie, a w szczególności Chiny i Indie.</li> </ul>
<b>Dynamiczna, odporna na inflację alokacja</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Rozgrywanie dynamicznej alokacji aktywów w celu wykorzystania okazji wynikających ze zmieniających się realiów gospodarczych, z przeważaniem aktywów i sektorów bardziej odpornych na inflację, a mianowicie surowców i aktywów ryzykownych, ponieważ inflacja spada, ale utrzymuje się powyżej celów banków centralnych.</li> </ul>	
<b>Motywy ESG w centrum uwagi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Poszukiwanie firm stawiających na ESG, budowa portfeli spółek o zerowej emisji netto, a w ujęciu bardziej ogólnym, motywy związane z zmianami klimatycznymi i strategiami zorientowanymi społecznie.</li> </ul>	

Źródło: Instytut Amundi, stan na 1 czerwca 2023. CB: Banki centralne.



# Niepewna ścieżka wzrostu wymaga utrzymania defensywnej alokacji

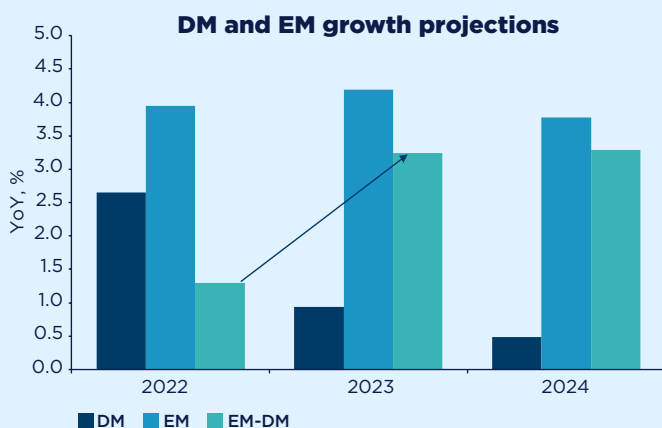


**Monica DEFEND**  
Szef Instytutu Amundi

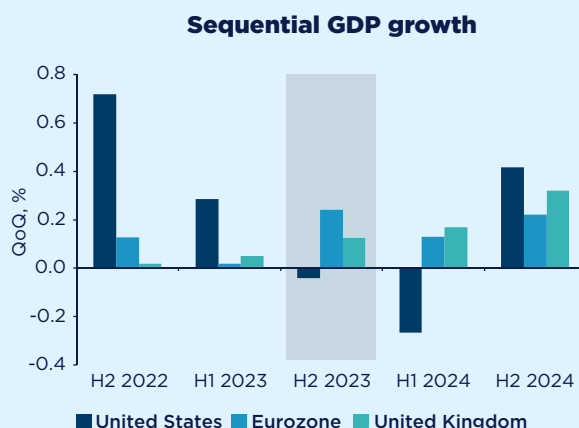
*"Nadszedł czas, aby porzucić defensywną postawę, spojrzeć poza cykliczne spowolnienie i poszukać możliwości na przyszłość"*

Odporność gospodarcza i płynniejsze dostosowanie łańcuchów dostaw i źródeł (**globalizacja transformacyjna**) na rynkach zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących skłoniły nas do podniesienia naszych krótkoterminowych prognoz wzrostu **pomimo słabych uwarunkowań globalnych**. Oczekujemy, że w 2023 r. globalny wzrost PKB wyniesie 2,9%. Wzrost na rynkach rozwiniętych powinien spowolnić do 0,9% (w stosunku do 2,7% w 2022 r. – mniej niż wcześniej przewidywano), podczas gdy wzrost na rynkach wschodzących powinien osiągnąć 4,2%, co oznaczałoby zwiększenie luki między tymi dwoma blokami. Pomimo tego wysoka inflacja przy restrykcyjnej polityce makroekonomicznej oraz pogarszające się otoczenie geopolityczne sprawiają, że spodziewamy się **niskiego globalnego wzrostu gospodarczego w 2023 r.** Perspektywy wzrostu gospodarczego są jeszcze bardziej zróżnicowane w poszczególnych regionach i krajach – zwłaszcza tam, gdzie pozytywne korekty prognoz odzwierciedlają raczej lepszą dynamikę w najbliższym czasie niż oczekiwania dotyczące bardziej sprzyjającego kontekstu długoterminowego. Cykl zacieśniania polityki pieniężnej jest bliski szczytu, nawet jeśli jego opóźnione skutki mamy dopiero przed sobą, choć spodziewamy się też, że restrykcyjność w tym zakresie zostanie utrzymana przez dłuższy czas. W związku z tym należy uważnie monitorować płynność. Banki centralne angażują się na dwóch frontach: podwyższania stóp procentowych w celu walki z inflacją oraz utrzymywania znaczących bilansów w celu ochrony cyklu koniunkturalnego i stabilności finansowej. **Spodziewamy się anemicznego wzrostu w Europie** – dzięki wysokiemu zatrudnieniu i wyższym wpływom podatkowym recesji może uniknąć też Wielka Brytania. Wysoka inflacja i napięte warunki kredytowe powinny ograniczyć wydatki gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Pomimo wzrostu poniżej potencjału inflacja powinna utrzymać się powyżej celu do połowy 2024 roku. Pomimo pewnej odporności **od IV kwartału 2023 r. spodziewamy się łagodnej recesji w Stanach Zjednoczonych** w związku z zaostrzonymi warunkami kredytowymi wynikającymi z utrzymujących się napięć w sektorze banków regionalnych oraz stopniowej transmisji zacieśniania polityki pieniężnej na gospodarkę realną. Inflacja w Stanach Zjednoczonych powinna przez cały rok pozostać powyżej celu.

Na **rynkach wschodzących** ogólna dynamika makroekonomiczna jest słaba, ale odporna, głównie tam, gdzie wsparcie polityczne jest silniejsze. Wsparcie fiskalne ma znacznie większe znaczenie niż wsparcie ze strony polityki pieniężnej, ponieważ większość środków mających na celu ochronę konsumentów przed wysokimi kosztami utrzymania nie została jeszcze wycofana. W drugiej połowie 2023 r. polityka pieniężna na rynkach wschodzących powinna być stabilna lub łagodniejsza. W **Chinach** przewidujemy **wzrost realnego PKB w 2023 r. na poziomie 5,7%**, choć w maju pojawiły się oznaki słabości w budownictwie mieszkaniowym. Ogólnie rzecz biorąc, warunki gospodarcze na rynkach wschodzących pozostają niestabilne, a poprawa kondycji gospodarczej skupiła się w I kwartale.

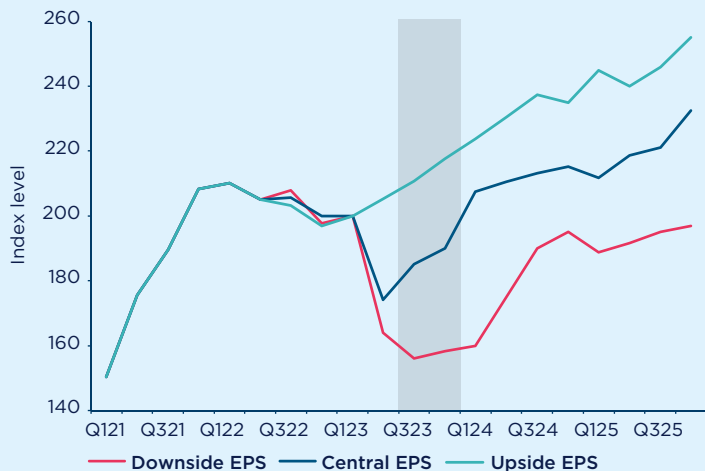


Źródło: Instytut Amundi. Dane i prognozy na dzień 13 czerwca 2023 r.



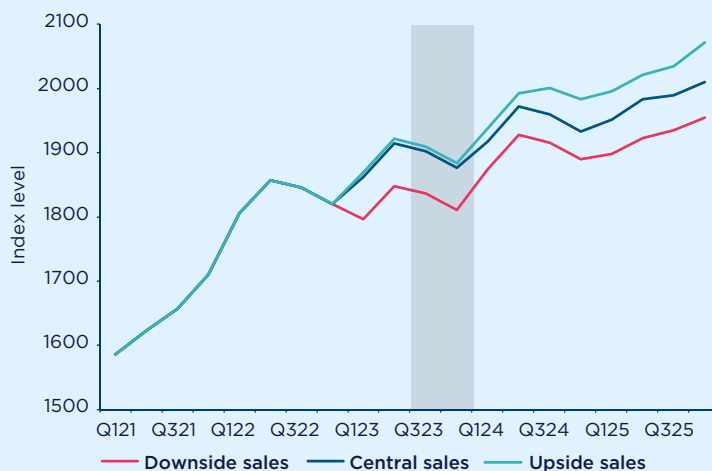
Źródło: Instytut Amundi, DataStream, Bloomberg. Dane na dzień 13 czerwca 2023 r. Prognozy zostały opracowane przez Amundi Institute i są aktualne na dzień 13 czerwca 2023 r. Dane dotyczą średniego wzrostu w ujęciu kwartalnym, a nie rocznym.

**S&P 500 operating EPS - central and alternative scenarios**



Źródło: Instytut Amundi, dane historyczne – Bloomberg. Dane na dzień 31 maja 2023. Scenariusz pesymistyczny i centralny to prognozy Instytutu Amundi. Scenariusz optymistyczny to oficjalny konsensus S&P Capital IQ.

**S&P 500 sales - central and alternative scenarios**



Źródło: Instytut Amundi, dane historyczne – Bloomberg. Dane na dzień 31 maja 2023. Scenariusz pesymistyczny i centralny to prognozy Instytutu Amundi. Scenariusz optymistyczny to oficjalny konsensus S&P Capital IQ.

### W fazie korekty preferowana jest alokacja defensywna

Według Advanced Investment Phazer Instytutu Amundi (patrz następna strona) do końca roku oczekiwane tło ekonomiczne powinno ułatwić kontynuację obecnej **fazy korekty** na rynkach finansowych, z jeszcze silniejszym przekonaniem ze względu na pogarszające się warunki gospodarcze w Stanach Zjednoczonych i recesję zysków, która jeszcze nie osiągnęła dna. Rynki pozostały ożywione dzięki wynikom za I kwartał. Przy silnym popycie firmom udało się przenieść wyższe koszty na konsumentów, **ale wpływ tych łagodnych warunków powinien zaniknąć w wynikach za II i III kwartał**, odzwierciedlając pogarszające się perspektywy dla konsumentów. Spodziewamy się pogorszenia sprzedaży i wskaźników zysku na akcję w Stanach Zjednoczonych ze względu na materializującą się łagodną recesję. Kolejne dwa kwartały sezonu sprawozdawczego mogą doprowadzić do korekty rynkowej w stosunku do obecnych poziomów, co może stworzyć punkty wejścia na rynkach akcji. Jeśli chodzi o reżimy inflacyjne, według Inflation Phazer Instytutu Amundi w pierwszej połowie 2023 r. nastąpiło przejście od **reżimu hiperinflacji** (charakteryzującego się zmianą cen r/r w Stanach Zjednoczonych powyżej 10%), który dominował w 2022 r., do bardziej łagodnego reżimu inflacyjnego (charakteryzującego się zmianą cen r/r na poziomie 3-6%). W **drugiej połowie 2023 r.** połączenie zacieśniania polityki pieniężnej, niższych cen surowców i słabnącego popytu powinno sprzyjać **dalszemu łagodzeniu tempa wzrostu cen**, zwłaszcza w odniesieniu do głównego wskaźnika inflacji. Powrót do **normalnego reżimu inflacyjnego** – charakteryzującego się zmianami inflacji r/r na poziomie 2-3% – **pozostaje jednak niepewny**, ponieważ inflacja bazowa pozostaje lekka i oczekuje się, że utrzyma się powyżej celów banku centralnego.

Wynikająca z tego **alokacja aktywów** sugeruje **podejście defensywne, ze złotem i duracją wśród preferowanych klas aktywów** – my tymczasem utrzymujemy ostrożne podejście do aktywów ryzykownych. Patrząc na rok 2024, bardziej prawdopodobne jest stopniowe ożywienie w jego pierwszej połowie. Jest jednak zbyt wcześnie, aby nawoływać do ogólnego zwrotu w kierunku ryzyka, biorąc pod uwagę ograniczoną widoczność skali skumulowanego wpływu zacieśnienia finansowego wywołanego podwyżkami stóp procentowych Fedu. **Scenariusz umiarkowanej presji inflacyjnej powinien sprawić, że obecne wyceny będą bardziej zrównoważone.** Ewentualny spadek ryzyka może wynikać z mniej bolesnego niż oczekiwano scenariusza makroekonomicznego, z pozytywnym wpływem na przychody przedsiębiorstw, których wahania są głównym motorem każdej recesji zysków. Marże powinny skorzystać na normalizacji cen producentów i kosztów pracy, a także na osłabieniu dolara. Ewentualny wzrost ryzyka wiąże się ze znaczącymi bankructwami oraz ich wpływem na przedsiębiorstwa i całą gospodarkę.



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

**"Niski wzrost gospodarczy i wysoka inflacja sugerują ostrożną alokację aktywów. W drugim półroczu preferujemy złoto i obligacje skarbowe w stosunku do aktywów ryzykownych. W 2024 r. poprawiające się perspektywy zysków mogą sprzyjać uzupełnianiu portfeli o aktywa ryzykowne"**



**John O'TOOLE**  
Wieloaktywowe rozwiązania inwestycyjne



# Dynamiczna alokacja aktywów sugeruje początkową ostrożność przed uzupełnieniem portfela o akcje

Dynamiczna Alokacja Aktywów (DAA) Instytutu Amundi ma na celu określenie optymalnej alokacji średnioterminowej (w skali od 6 miesięcy do 3 lat) w drodze oszacowania następujących aspektów:

- **Tła ekonomiczne:** jakie klasy aktywów radziły sobie dobrze w spodziewanych reżimach finansowym i inflacyjnym\*.
- **Wycena odgórna:** co rynki wyceniają, a czego nie. Jest to klucz do dostrojenia alokacji wynikającej z tła ekonomicznego.

Według modeli Instytutu Amundi służących do oceny tła ekonomicznego (Advanced Investment Phazer i Inflation Phazer), w drugiej połowie 2023 r. będziemy stopniowo przechodzić od prawdopodobnej fazy korekty (charakteryzującej się recesją zysków i zaostrzeniem warunków finansowych) do scenariusza późnej fazy cyklu (charakteryzującego się stabilizacją wskaźników zysku na akcję i poprawą wzrostu PKB przy nadal zaostrzających się warunkach finansowych), podczas gdy presja inflacyjna prawdopodobnie utrzyma się, choć będzie bardziej umiarkowana niż w pierwszej połowie 2023 roku. Ta „pewność niepewności” wynikająca z podobnych prawdopodobieństw bardziej i mniej konstruktywnych faz rynkowych wymaga przyjęcia początkowo ostrożnego podejścia do alokacji — zwłaszcza w przypadku rynków akcji, gdzie ogólne wyceny również nie są korzystne. Gdy rynki skorygują część wspomnianych nadmiernych wycen lub gdy uwarunkowania gospodarcze szybciej osiągną późną fazę cyklu, pojawią się okazje do odbudowania ekspozycji na aktywa ryzykowne.

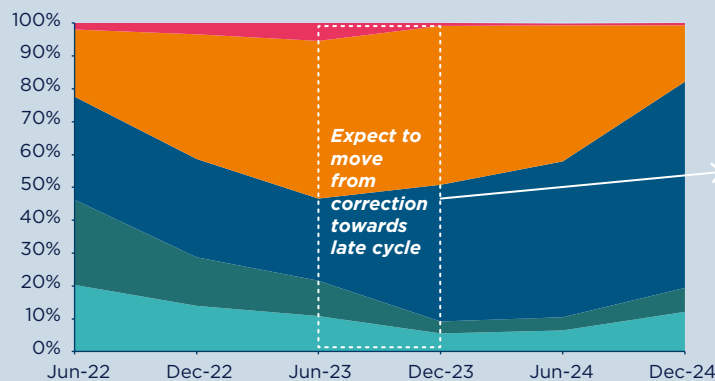


**Lorenzo PORTELLI**  
Dyrektor ds. strategii wieloaktywowych - Instytut Amundi

## Ocena kontekstu ekonomicznego

### Advanced Investment Phazer (prawdopodobieństwo reżimów finansowych):

Model definiuje pięć faz opartych na zmiennych makrofinansowych i związanych z nimi prawdopodobieństwach ich wystąpienia. Dla każdej fazy model definiuje preferowane klasy aktywów i ich optymalną alokację.

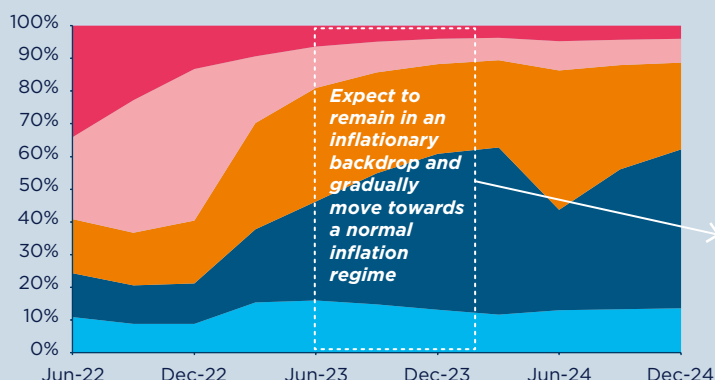


#### Phases, markets, and allocation implications

<b>Contraction</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risky assets unattractive.</li> <li><b>Favour:</b> Govies, gold, cash.</li> </ul>
<b>Correction</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Global equities down and volatility up.</li> <li><b>Favour:</b> Govies, Gold, Credit IG.</li> </ul>
<b>Late cycle</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Focus on high-quality risky assets.</li> <li><b>Favour:</b> DM equity, quality credit.</li> </ul>
<b>Recovery</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risky assets are most attractive.</li> <li><b>Favour:</b> GEM assets, cyclical DM.</li> </ul>
<b>Asset reflation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Low volatility, asset classes up (ex cash).</li> <li><b>Favour:</b> Global equities and credit.</li> </ul>

### Inflation Phazer (prawdopodobieństwo wystąpienia reżimów inflacyjnych):

Model definiuje pięć faz w oparciu o kluczowe wskaźniki inflacji oraz określa prawdopodobieństwo wystąpienia każdej z nich. Wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia faz inflacyjnych będzie wymagało przesunięcia alokacji aktywów w kierunku tych klas aktywów i sektorów, które są bardziej odporne na inflację.



#### Inflation regimes, CPI YoY, core PCE YoY ranges

<b>Hyperinflationary recession</b>	CPI >10% - Core PCE >8%
<b>Hyperinflationary recovery</b>	6% < CPI <10% - 6% < Core PCE < 8%
<b>Inflationary</b>	3% < CPI <6% - 3% < Core PCE < 6%
<b>Normal</b>	2% < CPI <3% - 2% < Core PCE < 3%
<b>Deflationary</b>	CPI <2% - Core PCE < 2%

Źródło: Instytut Amundi, Bloomberg. Dane na dzień 1 czerwca 2023. Wyłącznie dla celów ilustracyjnych.\* Więcej w publikacji „Advanced Investment Phazer: przewodnik po dynamicznej alokacji aktywów”.

# Scenariusz główny i scenariusze alternatywne



Prawd. 20%

## SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY

Kryzys finansowy wywołuje globalną recesję

- Zaostrzająca się wojna na Ukrainie utrudnia handel surowcami.
- Więcej protekcjonizmu i wzmożone działania odwetowe za środki protekcjonistyczne.

- „Lepka” inflacja bazowa prowadzi do zaostrzenia warunków finansowych.
- Podwyżki stóp procentowych banków centralnych większe niż oczekiwano.
- Napięcia finansowe.

- Dwa scenariusze wariantowe z różnymi ścieżkami dla głównych stóp procentowych: **umiarkowana recesja**: ryzyko inflacji może nadal przeważać; oraz **silna recesja**: duże obniżki stóp już w drugiej połowie 2023 r.

- Powszechniejsza perspektywa recesji (globalny wzrost poniżej 2%).

- Środki transformacji klimatycznej zostają odłożone w czasie, a kolejne katastrofy klimatyczne uderzają w łańcuchy dostaw.

Prawd. 70%

## SCENARIUSZ GŁÓWNY

Stać presja stagflacyjna

- Wojna na Ukrainie. Ryzyko eskalacji w krótkim okresie. Deeskalacja jest prawdopodobna pod koniec 2023 r. / na początku 2024 r.
- Napięcia między Chinami a Stanami Zjednoczonymi.
- Więcej protekcjonizmu (ustawa IRA i podobne akty).
- OPEC+ narzucający dolną granicę cen ropy.

- Inflacja: stopniowe spowolnienie. „Lepka” inflacja bazowa powinna zbliżyć się do celu do końca 2024 r.
- Banki centralne z rynków rozwiniętych blisko szczytu, brak obniżek stóp w 2023 r.
- Stopa funduszy Fedu z powrotem do 3% do końca 2024 r. (-225 p.b.). EBC: brak obniżki stóp przed końcem I kw. 2024 r.
- Polityka pieniężna na rynkach wschodzących jest bardziej zróżnicowana: wiele z nich osiągnęło szczytowe stopy procentowe.
- Zaostrzenie polityki fiskalnej UE. Impuls fiskalny w Stanach Zjednoczonych pozostanie ujemny ze względu na ograniczenia wydatków w ciągu najbliższych dwóch lat w wyniku porozumienia w sprawie limitu zadłużenia. Pole manewru dla polityki fiskalnej na rynkach wschodzących ograniczone w następstwie przyjęcia ostrożnego podejścia.

- Słaby wzrost globalnego PKB (poniżej 3%), z rozbieżnościami: anemiczny wzrost w Europie, łagodna recesja w Stanach Zjednoczonych, ponowne odbicie w Chinach.

- Zaostrzające się warunki kredytowe wpłyną na aktywność gospodarczą na rynkach rozwiniętych w drugiej połowie 2023 roku.

- Wzrost poniżej potencjału w 2024 r. w większości gospodarek rozwiniętych.

- Luka w zakresie wzrostu gospodarczego w 2024 r. nadal sprzyja rynkom wschodzącym, ale już nie rośnie.

- Środki transformacji klimatycznej zostają odłożone w czasie, a kolejne katastrofy klimatyczne uderzają w łańcuchy dostaw i bezpieczeństwo żywnościowe.

Prawd. 10%

## SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY

Odporność ekonomiczna

- Deeskalacja na Ukrainie.
- Niższe ceny energii / żywności.

- Status quo banków centralnych, główne stopy wyższe na dłużej.

- W przypadku wyraźnej cyklicznej dezinflacji możemy zobaczyć szybszy niż oczekiwano powrót do potencjalnego wzrostu w 2024 r.

- Scenariusz typu MFW lub EBC.

- Polityka przeciwdziałania zmianie klimatu i transformacja energetyczna mają najwyższy priorytet.

## Zagrożenia dla scenariusza centralnego

WYSOKIE

PRAWDOPODOBIEŃSTWO

NISKIE

Wpływ na rynki

+

-

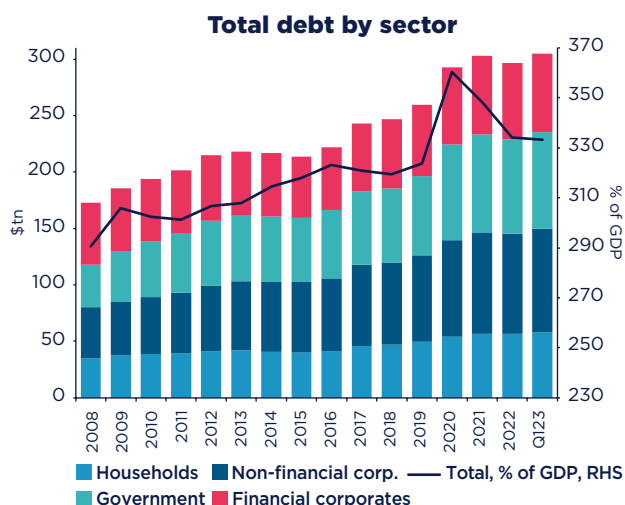
25%	20%	20%	20%	10%
<b>Ryzyko geopolityczne i eskalacja wojny</b>	<b>Globalne spowolnienie gospodarcze i głęboka recesja zysków</b>	<b>Stać presja stagflacyjna (USA / Europa)</b>	<b>Ryzyko makrofinansowe wywołane zaostrzeniem warunków kredytowych i płynnościowych</b>	<b>„Shutdown” instytucji w USA**</b>
<b>Pozytywne</b> dla obl. skarbowych z rynków rozw., gotówki, złota, USD, zmienności, aktywów defensywnych i ropy.	<b>Pozytywne</b> dla gotówki, JPY, złota, „jakości” w stosunku do „wzrostu” oraz akcji defensywnych w stosunku do cyklicznych.	<b>Pozytywne</b> dla obl. indeksowanych inflacją, złota, walut eksporterów surowców i aktywów realnych.	<b>Pozytywne</b> dla obl. skarbowych USA, gotówki i złota.	<b>Pozytywne</b> dla EUR, JPY, CHF i Bundów.
<b>Negatywne</b> dla obl. korporacyjnych, akcji i rynków wschodzących.	<b>Negatywne</b> dla akt. ryzykownych i eksporterów surowców.	<b>Negatywne</b> dla obligacji, akcji, walut z rynków rozw. i aktywów z rynków wsch.	<b>Negatywne</b> dla obl. korporacyjnych.	<b>Negatywne</b> dla obl. skarbowych i akcji z USA oraz akt. ryzykownych.

Źródło: Instytut Amundi, stan na 16 czerwca 2023. DM: rynki rozwinięte. EM: rynki wschodzące. CB: banki centralne. USD: dolar amerykański. EUR: euro. CHF: frank szwajcarski. JPY: jen japoński. TIPS: Skarbowe papiery wartościowe zabezpieczone przed inflacją. FX: rynki walutowe. \*\*Pomimo porozumienia w sprawie pułapu zadłużenia Kongres nadal musi przyjąć budżet na rok budżetowy 2024, który rozpoczyna się 1 października. Negocjacje budżetowe powinny być napięte i nie można wykluczyć zawieszenia działalności instytucji federalnych w późniejszym terminie. Poza tym polityka fiskalna może stać się bardziej restrykcyjna niż oczekiwano.

## Źródła niestabilności makroekonomicznej

### Świat zalany długiem

W I kwartale 2023 r. globalne zadłużenie osiągnęło rekordowy poziom 300 bilionów dolarów, czyli 333% PKB. Wysokie zadłużenie mogłoby ograniczyć wsparcie fiskalne w przypadku silnego spowolnienia gospodarczego, przez co perspektywy gospodarcze byłyby bardziej niestabilne.

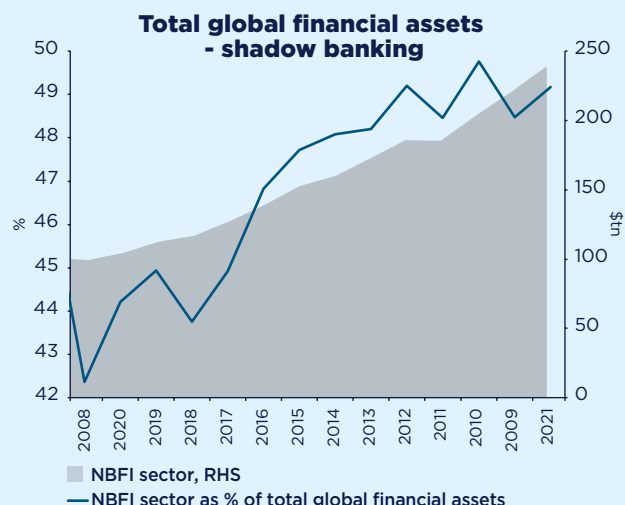


Źródło: Instytut Amundi na podstawie danych IIF na koniec I kwartału 2023 r. Uwaga: całkowite zadłużenie to suma zadłużenia publicznego, zadłużenia gospodarstw domowych, zadłużenia sektora finansowego i zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych.

## Źródła słabości rynków

### Wzrost znaczenia parabanków

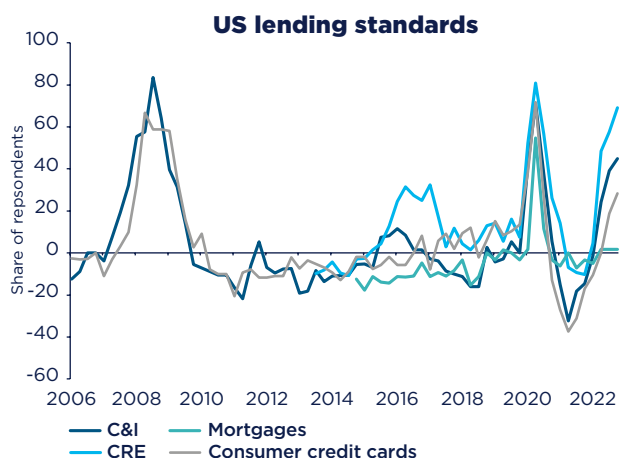
Istotnym czynnikiem ryzyka, na który należy zwrócić uwagę, jest rozwój parabanków, który może zagrozić stabilności systemu finansowego, ponieważ jest mniej regulowany i może stanowić ukryte zagrożenie.



Źródło: Informacje przekazane w ramach Amundi Institute on Jurisdictions 2022 (bilans sektora krajowego i inne dane) oraz informacje przekazane w 2021 r. w przypadku Rosji; obliczenia FSB. Dane na dzień 29 maja 2023 r. NBFIs: niebankowe instytucje finansowe.

### Zaostrzone warunki udzielania kredytów

Warunki udzielania kredytów są napięte, ponieważ koszty pożyczek dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych znacznie wzrosły, zwiększając ryzyko spowolnienia gospodarczego.

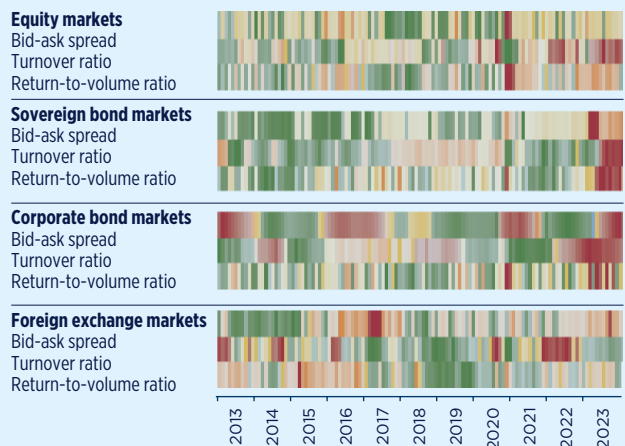


Źródło: Instytut Amundi, Bloomberg. Dane na dzień 29 maja 2023. C&I: kredyty komercyjne i przemysłowe; CRE: nieruchomości komercyjne. Wskaźniki oparte są na ankietach, a poziom procentowy odnosi się do udziału netto krajowych respondentów zaostrzających standardy. Oblicza się go, biorąc pod uwagę różnicę między udziałem respondentów udzielających pozytywnych i negatywnych odpowiedzi.

### Pogarszająca się płynność w niektórych segmentach rynku

Biorąc pod uwagę szybkie tempo zacieśniania polityki pieniężnej, można stwierdzić, że niektóre kluczowe rynki finansowe odczuwają wyraźne pogorszenie warunków płynności.

#### Global liquidity heat map



Źródło: Amundi Institute na podstawie źródeł MFV, którymi są Bloomberg Finance L.P., JPMorgan Big Data i AI Strategies, JPMorgan Chase & Co., Market Axess, Refinitiv Datastream oraz obliczenia personelu MFV. Czerwone i zielone komórki reprezentują odpowiednio najniższe i najwyższe poziomy płynności. Dane na dzień 31 maja 2023.

# Główne motywy tematyczne inwestycji Net Zero

## Niedobór wody



Uważamy, że **ryzyko niedoboru wody** jest wysokie i należy mu przeciwdziałać za pomocą innowacji technologicznych. Dzięki recyklingowi wody producenci zmniejszają swoją zależność od zasobów słodkiej wody, eliminują potrzebę jej pozyskiwania, a w konsekwencji chronią zasoby naturalne. Oczyszczanie ścieków może zmniejszyć skalę ich zrzutów o 33%. Preferujemy zarówno przedsiębiorstwa wodociągowo-kanalizacyjne zajmujące się uzdatnianiem ścieków, jak i firmy zajmujące się jakością wody, które dostarczają sprzęt i usługi związane z jej uzdatnianiem.

# 33%

Oczyszczanie ścieków może zmniejszyć skalę ich zrzutów o 33%.

Źródło: Międzynarodowe Stowarzyszenie Wody, maj 2020 r.

## Energia odnawialna



# x3

Aby można było osiągnąć zerowy poziom emisji netto do 2050 r., globalne roczne inwestycje w czystą energię będą musiały wzrosnąć ponad trzykrotnie do 2030 r.

Źródło: Międzynarodowe Stowarzyszenie Wody, maj 2020 r.

Według Międzynarodowej Agencji Energii **energia ze źródeł odnawialnych** powinna stanowić 60% całkowitej światowej produkcji energii elektrycznej do 2030 r. i 90% do 2050 r. Inwestorzy mogą uzyskać ekspozycję na ten motyw, inwestując w operatorów energii odnawialnej i dostawców sprzętu do pozyskiwania energii odnawialnej na rynkach energii wiatrowej, słonecznej lub wodnej.

## Recykling i zarządzanie odpadami



Innym niepokojącym obszarem są emisje gazów cieplarnianych związane z **produkcją marnotrawionej żywności**. Znaczna ich ilość jest tracona w łańcuchach dostaw z powodu braku chłodzenia lub psucia się podczas transportu. Naszym zdaniem innowacyjne firmy, które mogą zmniejszyć emisję odpadów żywnościowych, mogą liczyć na zdecydowane wsparcie rynków. Inwestorzy mogą rozgrywać ten motyw w całym łańcuchu wartości, czego dobrym przykładem są firmy produkujące energooszczędne urządzenia chłodnicze.

# 6%

Odpady żywnościowe odpowiadają za 6% globalnej emisji gazów cieplarnianych.

Źródło: Our World In Data, marzec 2020.

## Nieruchomości



# 39%

Budynki odpowiadają za 39% rocznej emisji dwutlenku węgla brutto na świecie.

Źródło: Our World In Data, marzec 2020.

**Nieruchomości** wpływają na efektywność energetyczną, jakość powietrza, gospodarkę wodną i odpadami, a także ochronę bioróżnorodności. W tym obszarze inwestorzy mogą szukać firm, które odgrywają kluczową rolę w ułatwianiu transformacji, takich jak przedsiębiorstwa zajmujące się izolacją budynków. Mogą one odegrać ważną rolę, jeśli chodzi o współpracę z dostawcami w celu ograniczenia emisji dwutlenku węgla w ich łańcuchach wartości.

## Obligacje ekologiczne i związane ze zrównoważonym rozwojem



**Zielone obligacje** emitowane przez rządy lub podmioty ponadnarodowe kierują środki na ekologiczne projekty, zwłaszcza na rynkach wschodzących. Przedsięwzięcia te koncentrują się na takich obszarach jak efektywność energetyczna, czysta energia czy adaptacja do zmian klimatu. Jako mniej zmienne od tradycyjnych obligacji są one uważane za atrakcyjny instrument inwestycyjny. **Obligacje powiązane ze zrównoważonym rozwojem (SLB)** zachęcają emitentów do osiągnięcia wcześniej określonych celów w zakresie zrównoważonego rozwoju / ESG w oparciu o wskaźniki KPI oraz posiadające termin osiągnięcia szczegółowe cele w zakresie zrównoważonego rozwoju. Narzędzia te są kolejnym sposobem finansowania transformacji energetycznej.

# >60%

Ponad 60% wskaźników KPI SLB związanych jest z emisjami gazów cieplarnianych.

Źródło: Badanie CMS dotyczące wskaźników KPI stosowanych w odniesieniu do SLB, maj 2023 r.

# Klasy aktywów – poglądy Amundi

	Klasa aktywów	Stanowisko na czerwiec 2023 r	Kierunek poglądów na II półrocze 2023	
<b>PLATFORMA AKCJI</b>	<b>Stany Zjednoczone</b>	-	=	Odbicie
	Segment „wartości”, USA	+	+	Bez zmian
	Segment „wzrostu”, USA	--	-	Odbicie
	<b>Europa</b>	-/=	=	Odbicie
	<b>Japonia</b>	=	=	Bez zmian
	<b>Chiny</b>	+	+	Bez zmian
	<b>Rynki wschodzące bez Chin</b>	=	=/+	Poprawa
<b>PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH</b>	Skarbowe USA	=/+	=/+	Bez zmian
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+	=/+	Bez zmian
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	-	--	Pogorszenie
	Skarbowe z rdzenia strefy euro	-/=	=	Poprawa
	Skarbowe z peryferii strefy euro	-/=	=	Poprawa
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=/+	=/+	Poprawa
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	-	--	Pogorszenie
	Chińskie obligacje skarbowe	=	=/+	Bez zmian
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+	=/+	Bez zmian
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	+	+	Bez zmian
<b>INNE</b>	Surowce	=/+	=	Pogorszenie
	Waluty (USD na tle G10)	-	-	Bez zmian

--	=	++
Negatywne	Neutralne	Pozytywne

Źródło: Amundi, na 12 czerwca 2023 r. Kierunek poglądów na drugą połowę 2023 r. odnosi się do możliwej ewolucji stanowiska wobec każdej z klas aktywów w tym okresie. „Odbicie” oznacza, że najpierw obserwujemy pogorszenie, a następnie ożywienie.



# Prognozy makroekonomiczne

**Prognozy makroekonomiczne na dzień 13 czerwca 2023 r.**

Średnie roczne, %	Rzeczywisty wzrost PKB, r/r, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Kraje rozwinięte</b>	<b>2,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>7,4</b>	<b>4,7</b>	<b>2,6</b>
Stany Zjednoczone	2,1	1,3	-0,2	8,0	4,2	2,6
<b>Strefa euro</b>	<b>3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>8,4</b>	<b>5,4</b>	<b>2,8</b>
<i>Niemcy</i>	<i>1,9</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,7</i>	<i>8,7</i>	<i>6,0</i>	<i>2,6</i>
<i>Francja</i>	<i>2,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>5,9</i>	<i>5,7</i>	<i>2,7</i>
<i>Włochy</i>	<i>3,8</i>	<i>1,2</i>	<i>0,7</i>	<i>8,7</i>	<i>6,5</i>	<i>2,3</i>
<i>Hiszpania</i>	<i>5,5</i>	<i>1,8</i>	<i>0,7</i>	<i>8,3</i>	<i>3,0</i>	<i>2,5</i>
Wielka Brytania	4,1	0,3	0,7	9,0	7,6	3,2
Japonia	1,0	0,6	1,0	2,5	3,0	1,3
<b>Kraje wschodzące</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>8,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>
Chiny	3,0	5,7	4,3	2,0	1,1	2,4
Indie	6,9	6,0	5,5	6,7	5,5	5,9
Indonezja	5,3	5,1	5,0	4,2	4,2	3,9
Brazylia	2,9	2,6	1,3	9,3	4,8	4,0
Meksyk	3,0	2,3	0,6	7,9	5,6	4,4
Rosja	-2,1	1,2	1,5	13,8	5,5	4,5
RPA	2,1	0,2	1,0	6,9	6,1	5,2
Turcja	5,5	2,8	3,9	72,0	46,0	35,4
<b>Świat</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>8,2</b>	<b>5,5</b>	<b>4,2</b>

**Prognozy stóp procentowych banków centralnych, %**

	20 czerwca 2023	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Stany Zjednoczone*	5,25	5,25	5,16	3,75	4,49
Strefa euro**	3,50	3,75	3,79	3,50	3,46
Wielka Brytania	4,50	5,00	5,75	4,75	5,75
Japonia	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,10
Chiny***	3,55	3,55	3,50	3,55	3,50
Indie****	6,50	6,50	6,65	6,00	6,45
Brazylia	13,75	12,00	13,35	10,00	11,70
Rosja	7,50	7,75	7,55	7,00	7,25

Źródło: Instytut Amundi. Prognozy sporządzone na dzień 20 czerwca 2023 r. CPI: wskaźnik cen konsumpcyjnych. \*: Górny zakres docelowy stopy Fed Funds. \*\*: Stopa depozytowa. \*\*\*: Stopa referencyjna dla pożyczek rocznych (LPR). \*\*\*\*: Stopa refinansowania.

# Prognozy dla rynku finansowego

## Rentowności obligacji

### RENTOWNOŚCI OBLIGACJI 2-LETNICH, %

	16 czerwca 2023	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
Stany Zjednoczone	4,68	3,40-3,60	4,22	2,90-3,10	3,80
Niemcy	3,12	2,60-2,80	2,82	2,30-2,50	2,54
Wielka Brytania	4,89	3,60-4,10	4,76	3,60-3,80	4,61
Japonia	-0,06	0,10-0,20	-0,04	0,10-0,20	-0,01

### PROGNOZY RENTOWNOŚCI OBLIGACJI 10-LETNICH, %

	16 czerwca 2023	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
Stany Zjednoczone	3,73	3,30-3,50	3,70	3,10-3,30	3,65
Niemcy	2,48	2,40-2,60	2,51	2,30-2,50	2,48
Wielka Brytania	4,35	3,80-4,00	4,39	3,60-3,80	4,38
Japonia	0,41	0,50-0,70	0,50	0,60-0,80	0,58

## Kursy walutowe

	20 czerwca 2023	Amundi IV kw. 23 r.	Konsensus IV kw. 23 r.	Amundi IV kw. 24 r.	Konsensus IV kw. 24 r.
EUR/USD	1,07	1,08	1,10	1,18	1,12
EUR/JPY	150	144	146	143	142
EUR/GBP	0,85	0,87	0,88	0,90	0,88
EUR/CHF	0,97	0,96	0,99	1,04	1,01
EUR/NOK	11,57	11,48	11,43	10,79	10,94
EUR/SEK	11,64	11,46	11,35	11,04	11,00
USD/JPY	139	133	132	121	127
AUD/USD	0,67	0,67	0,68	0,74	0,71
NZD/USD	0,61	0,61	0,62	0,65	0,64
USD/CNY	7,13	7,00	6,90	6,50	6,75

Źródło: Instytut Amundi. Prognozy sporządzono na dzień 16 czerwca 2023 r.

## 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 20 czerwca 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 nawiazki.

Data pierwszego użycia: 22 czerwca 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: ©iStock/Getty Images Plus - Robin Thom.

### Autorzy z Instytutu Amundi

#### **AINOUZ Valentine,**

Szef ds. globalnej strategii instrumentów stałodochodowych, CFA

#### **BERARDI Alessia,**

Szef ds. badań makroekonomicznych i strategicznych rynków wschodzących

#### **BERTHON Jean-Baptiste,**

Starszy specjalista ds. strategii wieloaktywowych

#### **BERTONCINI Sergio,**

Starszy specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych

#### **BOROWSKI Didier,**

Szef ds. polityki makroekonomicznej

#### **CARULLA Pol,**

Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

#### **CESARINI Federico,**

Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. strategii wieloaktywowych

#### **DHINGRA Ujjwal,**

Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

#### **DI SILVIO Silvia,**

Specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

#### **DROZDZIK Patryk,**

Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

#### **GEORGES Delphine,**

Starszy specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych

#### **HERVÉ Karine,**

Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych na rynkach wschodzących

#### **HUANG Claire,**

Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

#### **MIJOT Éric**

Szef ds. globalnej strategii rynku akcji

#### **PORTELLI Lorenzo,**

Szef ds. strategii portfeli wieloaktywowych, szef ds. analiz Amundi Italy

#### **PRADHAN Mahmood**

Szef ds. makroekonomii globalnej

#### **ROSENBERG Anna,**

Szef ds. makroekonomii globalnej

#### **USARDI Annalisa,**

Starszy ekonomista, CFA

#### **VARTANESYAN Sosi,**

Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

### Redaktorzy naczelni

#### **DEFEND Monica,**

Szef Instytutu Amundi

#### **MORTIER Vincent,**

Szef Grupy ds. inwestycji

#### **GERMANO Matteo,**

Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

### Redaktorzy

#### **BERTINO Claudia,**

Szef jednostki Amundi Investment Insights & Publishing

#### **FIOROT Laura,**

Szef Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

### Zastępcy redaktorów

#### **PANELLI Francesca,**

Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

#### **PERRIER Tristan,**

Specjalista ds. makroekonomii i analiz inwestycyjnych

### Zespoły kierownicze platform inwestycyjnych

#### **Amaury D'ORSAY,**

Szef ds. instrumentów stałodochodowych

#### **John O'TOOLE,**

Szef ds. wieloaktywowych rozwiązań inwestycyjnych

#### **Francesco SANDRINI,**

Szef ds. strategii portfeli zróżnicowanych

#### **Yerlan SYZDYKOV,**

Szef ds. rynków wschodzących

#### **Kenneth J. TAUBES,**

Szef (CIO) ds. zarządzania inwestycjami w Stanach Zjednoczonych