



Wrzesień
2023

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

TEMAT MIESIĄCA

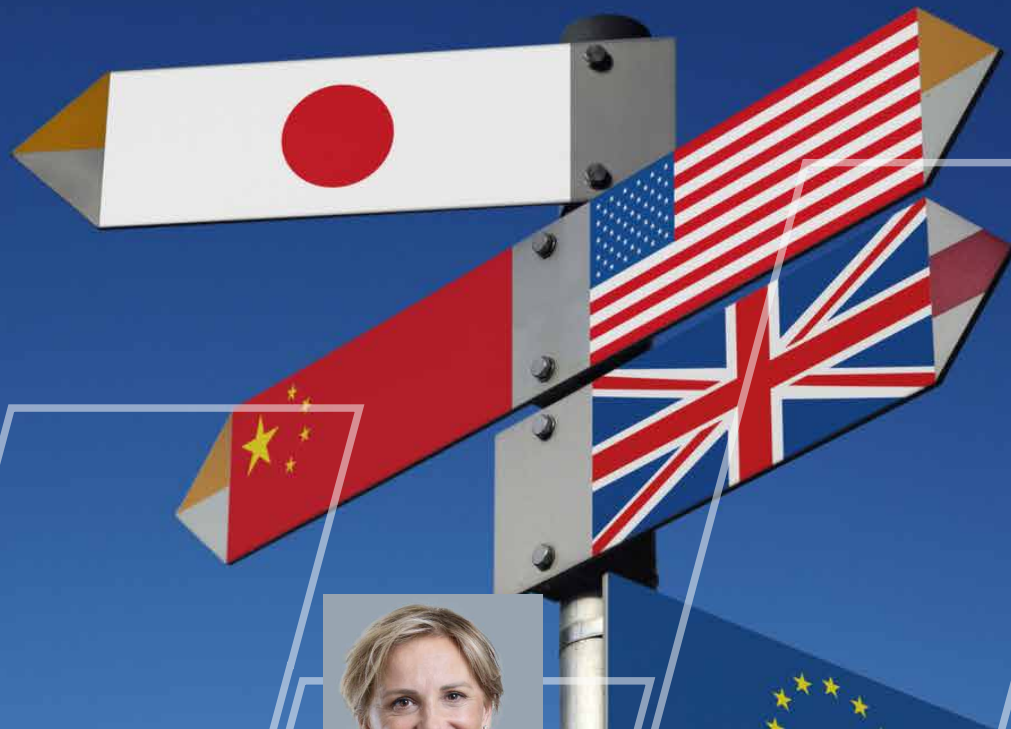
Gospodarka strefy euro trafia pod lupę,
a wsparcie ze strony policy mix zanika

GLOBALNE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

Rozbieżności utrzymują się: odporność
Stanów Zjednoczonych wobec słabości Chin

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND
Szef Amundi Investment Institute

„Obniżenie prognoz chińskiego wzrostu gospodarczego, ryzyko związane z recesją w Stanach Zjednoczonych i powolny wzrost w Europie będą ponadto oznaczać, że EBC i Fed uzależnią swoje działania na rzecz wyeliminowania pozostałości inflacji od napływających danych.”



Vincent MORTIER
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

„Obecny asymetryczny profil ryzyko/zysk nie sugeruje zasadności zwiększania ryzyka. Zamiast tego inwestorzy powinni zachować równowagę i szukać sygnałów potwierdzających kierunek, w którym będą zmierzać gospodarki.”

„Wśród rynków wschodzących preferowane są te, które są mniej narażone na skutki spowolnienia w Stanach Zjednoczonych i Chinach, takie jak Indie. Ta fragmentacja może stwarzać okazje dla inwestorów.”



wrzesień 2023

Spis treści



TEMAT MIESIĄCA

4

Gospodarka strefy euro trafia pod lupę, a wsparcie ze strony policy mix zanika

GLOBALNE POGLĄDY INWESTYCYJNE

6

Poglądy CIO

6

Rozbieżności utrzymują się: odporność Stanów Zjednoczonych wobec słabości Chin

Trzy „gorące” pytania

8

Klasy aktywów - poglądy

9

MAKROEKONOMICZNE I FINANSOWE PROGNOZY RYNKOWE

13



Gospodarka strefy euro trafia pod lupę, a wsparcie ze strony polityki mix zanika

NAJWAŻNIEJSZE KONKLUZJE: Znacznie mniejsze wsparcie ze strony polityki fiskalnej prawdopodobnie przełoży się na ograniczenie popytu wewnętrznego, a wyższe stopy procentowe sprawią, że polityka pieniężna stanie się jeszcze bardziej restrykcyjna.



Mahmood PRADHAN

Szef ds. makroekonomii globalnej - Amundi Investment Institute

W ostatnich trzech kwartałach gospodarka strefy euro znajdowała się w stagnacji, chociaż wzrost w II kwartale okazał się nieznacznie dodatni ze względu na dobre wyniki jednego lub dwóch mniejszych krajów, wynikające ze specyficznych czynników lokalnych. Kraje bardziej zależne od usług, takie jak Francja i Hiszpania, radziły sobie lepiej, w porównaniu na przykład z Niemcami i Włochami, które są bardziej zależne od produkcji i eksportu. Niemniej dane miękkie i wskaźniki wyprzedzające sugerują, że sektor usług raczej nie pozostanie odporny. Wstępne wyniki ankiet PMI świadczą o tym, że słabość popytu rozprzestrzeniła się na usługi, chociaż na obecnym etapie mamy do czynienia raczej ze spowolnieniem aktywności gospodarczej niż z jej kurczeniem się. Wyprzedzające wskaźniki zatrudnienia — oferty płacowe dla nowo zatrudnionych — również sugerują pewne osłabienie rynku pracy. Zatrudnienie pozostaje jednak wysokie, co powinno wspierać popyt w najbliższym czasie.



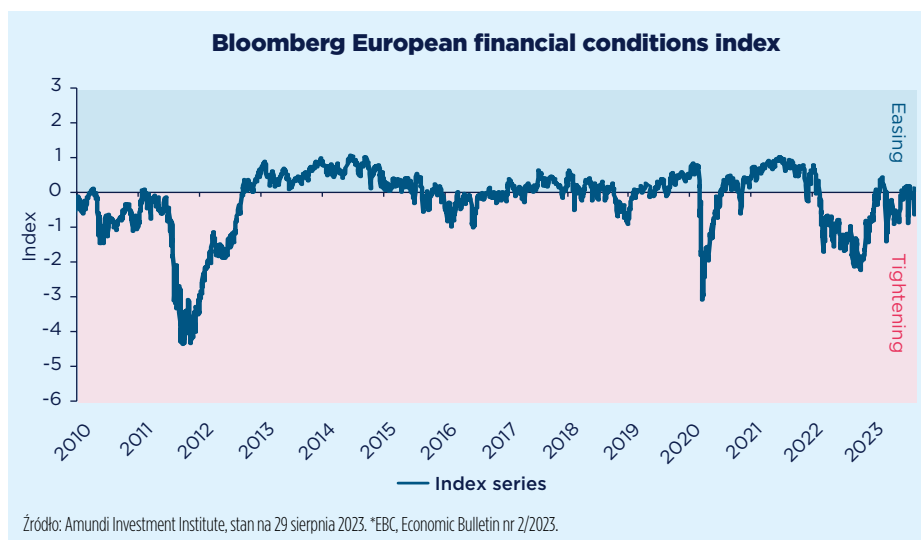
Annalisa USARDI, CFA

Starszy ekonomista - Amundi Investment Institute

1. Zmniejszone wsparcie fiskalne pogorszy i tak już słaby popyt wewnętrzny.

W latach 2022 i 2023 środki wsparcia fiskalnego związane z energią osiągnęły poziom około 2% PKB (szacunki EBC*), ale spodziewamy się, że w przyszłym roku wsparcie to zostanie zmniejszone, a wraz z powrotem reguły fiskalnych łączne wsparcie fiskalne powinno spaść do średnio poniżej 1% w całej strefie euro (szacunki EBC*).

Co więcej, ponieważ oczekuje się, że EBC nie osiągnie swojego celu inflacyjnego przed 2025 r., polityka pieniężna prawdopodobnie pozostanie restrykcyjna przez większą część 2024 r. Konsumpcja była wspierana przez silny rynek pracy, ale niedawny wzrost płac nominalnych nie był wystarczający, aby zrekomensować spadek wynagrodzeń realnych od 2021 roku. Oczekuje się, że przy umiarkowanym wzroście płac nadwyżka oszczędności zmaleje, a w kontekście zaostżenia warunków kredytowych konsumpcja pozostanie ograniczona i nie będzie źródłem wzrostu popytu prywatnego.





„Żaden z czynników, które przyczyniły się do wzrostu popytu w tym roku, nie będzie tak pomocny w przyszłym”.

Ponadto przewiduje się również spadek inwestycji ze względu na osłabienie popytu, wyższy koszt kapitału oraz zaostrzenie warunków kredytowych. Większe wsparcie UE dla zielonej transformacji i fundusze NGEU zapewnią pewien bodziec, ale w najbliższym czasie nie będzie on mieć istotnego znaczenia. Popyt zewnętrzny pogłębi słabość wewnętrzną spowodowaną wolniejszym wzrostem globalnym. Globalny handel prawdopodobnie ulegnie dalszemu osłabieniu, do poziomu poniżej 1,4% IV kw./IV kw. po zasadniczo płaskim 2022 r., nieznacznie przyspieszając do 2,6% IV kw./IV kw. w przyszłym roku, co nadal nie będzie przekraczać długoterminowej średniej na poziomie 3,5% od początków XXI wieku. Główny wskaźnik inflacji spadł z powodu korzystnych efektów bazy, ale ze względu na niedawny wzrost cen ropy w pozostałej części roku spowolnienie powinno być bardziej umiarkowane. Inflacja bazowa pozostanie lepka, zwłaszcza że inflacja usług utrzymuje się znacznie powyżej poziomów zgodnych z celem banku centralnego. Oczekujemy, że w IV kw. stopa inflacji bazowej pozostanie bliska obecnym poziomom wynoszącym około 4,5%.

2. Rozbieżności w zakresie tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro będą maleć w kontekście zmniejszania się wsparcia ze strony policy mix

Podczas obecnego ożywienia pomiędzy czterema największymi krajami wystąpiły wyraźne różnice w popycie wewnętrznym, ale ze względu na oczekiwania dotyczące spadku znaczenia specyficznych czynników lokalnych oraz ujednolicenia kursu na zaostrzenie polityki spodziewamy się, że wspomniane różnice zmaleją, a sam wzrost gospodarczy stanie się stonowany, osiągając w ujęciu kwartalnym poziomy poniżej średniej, co spowoduje, że jego stopy średnioroczne w 2024 r. nie przekroczą 1%, przy czym w części krajów ryzyko spadku stanie się bardziej wyraźne. Na poziomie krajowym spodziewamy się, że Niemcy osiągną najslabsze wyniki spośród czterech głównych państw. Niemcy – i ogólnie Europa – będą musiały przystosować się do niższych oczekiwań dotyczących wzrostu w Chinach (drugi najważniejszy kierunek niemieckiego eksportu i kluczowy dostawca dla niemieckiego sektora produkcyjnego). Niemcy muszą też jednak stawić czoła wyzwaniu związanemu ze swoją zależnością energetyczną. Wśród innych głównych krajów warto wymienić Włochy, które skorzystały na rządowych zachętach do inwestycji, ożywieniu eksportu oraz odporności konsumpcji związanej z najniższą od dziesięciu lat stopą bezrobocia. Bardziej restrykcyjny policy mix i niższy popyt zewnętrzny – zarówno ze strony ważnych partnerów handlowych w strefie euro, jak i spoza niej – doprowadzą jednak do znacznego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Francja również osiągnie wzrost poniżej trendu ze względu na słabszy popyt zewnętrzny, choć spodziewamy się, że inflacja pozostanie pod kontrolą, a recesji w 2024 r. prawdopodobnie uda się uniknąć. Hiszpania pozostaje w tyle w stosunku do pozostałych trzech głównych krajów strefy euro, jeśli chodzi o nadrabianie zaległości sprzed pandemii – w porównaniu z pozostałymi państwami spodziewamy się bardziej dynamicznego wzrostu kwartalnego w pozostałej części tego roku, ale też trudniejszego otoczenia w przyszłym roku ze względu na bardziej rygorystyczne warunki finansowania i wycofanie środków wsparcia cen energii.



Valentine AINOUZ
Szef ds. globalnej strategii instrumentów stałochodowych - Amundi Investment Institute

EBC ma utrzymać jastrzębie nastawienie

Oczekujemy, że EBC utrzyma jastrzębie nastawienie. EBC stoi przed dylematem: inflacja czy wzrost gospodarczy. Pytania dla banku centralnego brzmią: (1) czy inflacja jest nadal zbyt wysoka, aby ryzykować zatrzymanie zacieśniania polityki pieniężnej, a także (2) czy gospodarka jest już na tyle słaba, by ograniczenie wzrostu cen nastąpiło samoczynnie.

W istocie, perspektywy w strefie euro szybko się pogarszają, warunki kredytowe zaostrzają się, a wysoka inflacja nadal negatywnie wpływa na popyt. Praca nad inflacją nie została jednak jeszcze zakończona. Inflacja zmalała w stosunku do szczytu, ale pozostaje zbyt wysoka, mimo że wpływające na nią czynniki ewoluują. Zewnętrzne źródła inflacji słabną, a czynniki wewnętrzne mają obecnie kluczowe znaczenie, jeśli chodzi o napędzanie inflacji w strefie euro.

EBC uważnie monitoruje wzrost płac i kondycję marż zysku. Bank centralny wskazał, że głównym powodem podniesienia jego prognoz inflacyjnych był wzrost kosztów pracy.



Rozbieżności utrzymują się: odporność Stanów Zjednoczonych wobec słabości Chin



Vincent MORTIER

Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO

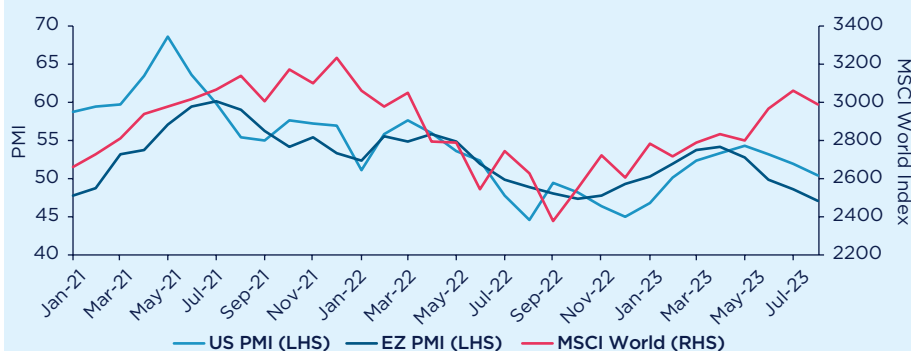
Zastępca szefa grupy
ds. inwestycji

Sierpień był miesiącem, w którym aktywa ryzykowne po początkowych spadkach powróciły do poziomów zbliżonych do zerowego zwrotu, podczas gdy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych osiągnęły 15-letnie maksima. Z jednej strony Stany Zjednoczone wykazywały odporność gospodarczą dzięki zachętom fiskalnym i inwestycjom biznesowym. Na nastroje wpłynęło jednak spowolnienie dynamiki w Chinach, w związku z którym obniżyliśmy nasze prognozy wzrostu na rok 2023 z 5,1% do 4,9%.

Co ważne, wskaźniki wyprzedzające w Stanach Zjednoczonych i Europie wskazują na nieuchronne spowolnienie. Wszystko to powoduje, że u progu jesieni tworzenie prognoz staje się utrudnione — dostrzegamy jednak następujące czynniki kształtujące globalną gospodarkę:

- **Chociaż zrewidowaliśmy nasze prognozy wzrostu PKB na 2023 rok** z 1,6% do 2,1%, nadal uważamy, że (łagodna) recesja w stosunku do I kw. jest możliwa ze względu na opóźniony wpływ zaostrzenia warunków finansowych oraz malejącej nadwyżki oszczędności. Inwestycje przedsiębiorstw mogą jednak sprawić, że nasz oparty na spowolnieniu konsumpcji scenariusz stanie się nie do końca trafny.
- **Stopy końcowe i dynamika inflacji.** Sądzymy, że nasze prognozy dotyczące końcowych stóp Fedu na poziomie 5,5% mogą okazać się niedoszacowane. Do potwierdzenia ścieżki spadkowej potrzebna jest większa jasność co do kierunku cen usług oraz inflacji bazowej.
- **Słaby wzrost gospodarczy w Europie.** W tym roku być może uda się uniknąć recesji na poziomie regionalnym, ale rozbieżności między krajami są prawdopodobne ze względu na restrykcyjną politykę monetarną, malejące wsparcie fiskalne oraz spadający popyt.
- **Chiny przechodzą na wolniejszy, zrównoważony model wzrostu** — świadczy o tym gotowość rządu do zaakceptowania krótkoterminowych dolegliwości w zamian za lepszą jakość wzrostu w dłuższej perspektywie. Miałoby to wpływ na Europę oraz pozostałe rynki wschodzące.

Divergences between markets and forward-looking indicators



Źródło: Amundi Investment Institute, Bloomberg, 30 sierpnia 2023. Powyżej przedstawiono złożone wskaźniki PMI S&P.



„Obecny asymetryczny profil ryzyko/zysk nie sugeruje zasadności zwiększania ryzyka. Zamiast tego inwestorzy powinni zachować równowagę i szukać sygnałów potwierdzających kierunek, w którym będą zmierzać gospodarki.”

Inwestorzy mogą analizować następujące klasy aktywów, zachowując ostrożność:

- **Portfele wieloaktywowe.** Niepewność co do zysków i kontekstu gospodarczego nadal wymaga ostrożnego podejścia do akcji amerykańskich i europejskich, ale jesteśmy pozytywnie nastawieni do rynków wschodzących. Jeśli chodzi o instrumenty stałodochodowe, wzrost rentowności sprawia, że jesteśmy pozytywnie nastawieni do duracji w Stanach Zjednoczonych – z pewną ochroną – choć w obliczu napiętych wycen przyjmujemy też podejście defensywne do amerykańskich instrumentów wysokodochodowych. Podobają nam się jednak wybrane lokalne instrumenty dłużne z rynków wschodzących, a ponadto po niedawnej obniżce stóp jesteśmy nieco bardziej pozytywnie nastawieni do brazylijskich stóp procentowych. W związku z naszym konstruktywnym podejściem do pary BRL/USD, w stosunku do której jesteśmy obecnie nastawieni bardziej pozytywnie, uważamy też, że brazylijskie obligacje można wykorzystać jako źródło dywersyfikacji. Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że istnieje potrzeba utrzymania zabezpieczeń pozycji na akcjach oraz pozytywnego nastawienia do złota, przy jednoczesnym zaakceptowaniu ograniczonego potencjału wzrostu wartości tego metalu.
- **Instrumenty stałodochodowe.** Mamy do czynienia ze zmieniającą się dynamiką płynności, przy ograniczonym wsparciu ze strony Fedu, który przechodzi od QE do powolnego QT w czasie, gdy emisje obligacji skarbowych są wysokie. To niedopasowanie podaży i popytu wpływa na rynki, ponieważ rentowności oscylują w kontekście pojawiających się doniesień na temat aktywności gospodarczej, polityki banków centralnych oraz długu publicznego. **Pozostajemy aktywni w kwestii duracji**, utrzymując pozytywne podejście do Stanów Zjednoczonych oraz zbliżone do neutralnego/umiarkowane ostrożne stanowisko wobec Europy. W przypadku obligacji korporacyjnych przyjmujemy podejście defensywne w stosunku do instrumentów wysokodochodowych, ale rozróżniamy emitentów wysokiej i niskiej jakości. Zamiast tego preferujemy obligacje klasy inwestycyjnej, od emitentów dysponujących wystarczającymi podszkami kapitałowymi oraz przepływami pieniężnymi.
- **Pomimo niedawnej korekty akcje ze Stanów Zjednoczonych i UE nadal są drogie** Profil ryzyka jest asymetryczny, ponieważ potencjał wzrostu jest obecnie ograniczony, biorąc pod uwagę, że większość dobrych wiadomości (miękkie lądowanie) jest już wyceniona. Jeśli zrealizuje się nasz scenariusz łagodnej recesji, może to mieć negatywny wpływ na akcje, a zwłaszcza amerykańskie spółki o dużej kapitalizacji, wzrostowe i technologiczne. Z drugiej strony, podobają się nam segmenty oraz spółki, w przypadku których wzrost wycen napędzany jest w większym stopniu przez wzrost zysków, a w mniejszym przez wzrost mnożników. Podobają nam się segment wartości oraz spółki wysokiej jakości, choć zachowujemy podejście selektywne.
- **Rynki wschodzące oferują okazje, zwłaszcza w Ameryce Łacińskiej i Azji.** Chociaż istnieją obszary, które ucierpiałyby w następstwie chińskiego spowolnienia, zwracamy uwagę na potrzebę przyjrzenia się krajom takim jak Brazylia, Indie czy Indonezja. Dług denominowany w twardej walce oferuje wysokie carry, a ponadto dostrzegamy możliwość odbicia w segmencie instrumentów wysokodochodowych. Podoba nam się również dług denominowany w walutach lokalnych, a ponadto utrzymujemy pozytywne nastawienie do eksporterów z Ameryki Łacińskiej. Przechodzimy jednak do neutralności w odniesieniu do chińskich akcji, ale patrzymy przychylnym okiem na Indie i jesteśmy bardziej pozytywnie nastawieni do Brazylii. Ogólnie rzecz biorąc, ważne jest skupienie się na analizach oddolnych.

Ogólne nastawienie do ryzyka

Unikanie ryzyka

Akceptacja ryzyka



Wysokie wyceny aktywów ryzykownych (pomimo ostatniej korekty), niska widoczność zysków oraz polityki banków centralnych skłaniają nas do utrzymania podejścia defensywnego.

Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca:

- Portfele wieloaktywowe: bardziej pozytywne nastawienie do brazylijskiego długu denominowanego w lokalnej walucie oraz samego reala. Ponadto utrzymujemy konstruktywne nastawienie do duracji w Stanach Zjednoczonych, z ochroną.
- Instrumenty stałodochodowe: zbliżona do neutralnej duracja w UE.
- Akcje: w przypadku Chin zmieniliśmy nastawienie na neutralne, a w przypadku Brazylii przyjmujemy nastawienie bardziej pozytywne.

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.



1. Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych zaskoczył w tym roku na plus. Czy sądzi Pani, że ten stan się utrzyma – i co z Europą?

Podnieśliśmy prognozy wzrostu gospodarczego Stanów Zjednoczonych na ten rok z 1,6% do 2,1%, ponieważ zachęty fiskalne sprzyjają wzrostowi inwestycji w niektórych kategoriach. Nadal jednak oczekujemy recesji w I kw. przyszłego roku, przy czym w IV kw. 2023 r. spodziewamy się spowolnienia. W strefie euro wzrosło ryzyko recesji, a w drugiej połowie 2023 r. i w 2024 r. spodziewamy się słabego kwartalnego trendu wzrostu gospodarczego. Region powinien uniknąć recesji, ale nie można tego powiedzieć o poszczególnych krajach.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Umiarkowanie pozytywne/bliskie neutralnemu nastawienie do obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych; neutralne nastawienie do stóp procentowych EBC.
- Ostrożność wobec obligacji wysokodochodowych ze Stanów Zjednoczonych.

2. Jak według Pani będzie rozwijać się chińska gospodarka w tym roku i w kolejnych latach?

Chociaż nieznacznie obniżyliśmy nasze prognozy dotyczące tegorocznego chińskiego wzrostu gospodarczego, istotniejsze jest to, że obniżyliśmy nasze prognozy na lata 2024–2025 z 4,7% i 3,9% do odpowiednio 3,7% i 3,4%. Założenia te odzwierciedlają szybszą transformację gospodarczą w kierunku niższego, bardziej zrównoważonego wzrostu. Oprócz pogorszenia tempa wzrostu w budownictwie, niepokojące jest spowolnienie w sektorze usług. Ponadto próg bólu dla decydentów politycznych stał się niejasny i nie wydaje się, aby wzrost PKB w tempie 3–4% rocznie wywołał bardziej znaczące reakcje.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Chińskie akcje: Obniżamy nastawienie do neutralnego.
- Ropa naftowa: Ceny ropy Brent oscylowały wokół celu na poziomie 85–90 USD za baryłkę.

3. Jakie są kluczowe wnioski z ostatniego sezonu publikacji wyników finansowych?

Zmiana wskaźników zysku na akcję (EPS) w II kwartale okazała się ujemna – ale też lepsza niż oczekiwano – zarówno w Stanach Zjednoczonych (na początku lipca spodziewane -3,4% w przeciwieństwie do -5,7% r/r), jak i w UE (-5% w przeciwieństwie do -7,4%). Po raz pierwszy w bieżącym cyklu Stany Zjednoczone poradziły sobie nieco lepiej w porównaniu z Europą, częściowo wspierane przez tło gospodarcze i słabszego dolara, który zwiększa międzynarodowe zyski amerykańskich firm. W rzeczywistości poza sektorem energii wzrost EPS w Stanach Zjednoczonych był dodatni i wyniósł 3%, a największą niespodzianką okazał się segment dóbr luksusowych, którego zyski wzrosły o 53,6%.

Konsekwencje dla inwestorów:

- Preferujemy akcje japońskie w stosunku do notujących szczytowe wyceny akcji ze Stanów Zjednoczonych.
- W przypadku Europy jesteśmy neutralni, a pod względem sektorowym zachowujemy równowagę między spółkami cyklicznymi i defensywnymi.

„Obniżenie prognoz chińskiego wzrostu gospodarczego, ryzyko związane z recesją w Stanach Zjednoczonych i powolny wzrost w Europie będą ponadto oznaczać, że EBC i Fed uzależnią swoje działania na rzecz wyeliminowania pozostałości inflacji od napływających danych”.



Monica DEFEND
Szef Amundi
Investment Institute

Klasy aktywów – poglądy Amundi

	Klasa aktywów	Pogląd bieżący	Zmiana do m-1	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	-		Akcje spadły ostatnio po wcześniejszych wzrostach, ale wyceny są nadal wysokie, a oczekiwania dotyczące zysków zbyt optymistyczne. Presja na konsumpcję oraz napięte warunki finansowe mogą przełożyć się na wyniki finansowe przedsiębiorstw. Pozostajemy ostrożni.
	Segment „wartości”, USA	+		Wyceny w tym segmencie są korzystne, a długoterminowe przesunięcie w kierunku wartości utrzymuje się w kontekście umiarkowanego wzrostu rentowności. Łączymy wartość z koncentracją na wysokiej jakości spółkach, które wykazują wystarczający potencjał zysków. Podobają się nam również banki o dużej kapitalizacji, ponieważ uważamy, że będą one nadal wykazywać trwale mniejszą cykliczność i okażą się bardziej stabilne.
	Segment „wzrostu”, USA	--		Przeszacowanie wzrostu PKB, wraz z naszymi obawami o zmieniającą się płynność, skłania nas do ostrożności wobec segmentu „wzrostu”. Jakiegokolwiek zaostrenie warunków finansowych może jeszcze bardziej pogorszyć nastroje.
	Europa	-/=		W kontekście słabych danych miękkich spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego może wpłynąć na bardziej cykliczne rynki europejskie. Chociaż nie spodziewamy się recesji, pozostajemy umiarkowanie ostrożni, preferując silne banki, a także firmy zdolne do utrzymania marż oraz swojej pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen.
	Japonia	=		Japońskie akcje korzystają na poprawie krajowej aktywności i wychodzeniu kraju z deflacji. Podoba nam się segment „wartości”, ale pozostajemy zasadniczo neutralni w warunkach ograniczonej globalnej koniunktury gospodarczej.
	Chiny	=	▼	Przejęcie Chin na niższy, bardziej zrównoważony model wzrostu gospodarczego wiąże się z pewnymi krótkoterminowymi dostosowaniami. Obserwujemy słabość w sektorach nieruchomości, budownictwa i usług. W związku z tym jesteśmy bliscy neutralności i oceniamy możliwości wprowadzenia środków wsparcia przez rząd.
	Rynki wschodzące bez Chin	=/+		Silna konsumpcja krajowa i eksport w całym bloku rynków wschodzących stwarzają okazje, ale pomiędzy poszczególnymi regionami występują ogromne rozbieżności, co podkreśla potrzebę selekcji. Jesteśmy pozytywnie nastawieni do wybranych krajów w Azji (Indie), Ameryce Łacińskiej (Brazylia) oraz Europie Wschodniej. Wyceny są atrakcyjne w Brazylii, podczas gdy Indie są beneficjentem konsumpcji i zmian w globalnych łańcuchach dostaw.

	Klasa aktywów	Pogląd bieżący	Zmiana do m-1	Teza
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	=/+		Niedawny wzrost rentowności, wraz z naszym scenariuszem łagodnej recesji, skłania nas do utrzymania konstruktywnego podejścia do duracji. Pozostajemy jednak bardzo aktywni w kontekście inflacji wciąż utrzymującej się powyżej celu Fedu, ostatnich komentarzy Fedu oraz obaw związanych z wyższymi emisjami.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+		Preferujemy wysokiej jakości firmy, wykazujące się stabilnymi przepływami pieniężnymi oraz umiejętnością sprawnego poruszania się w obecnym otoczeniu. Podobają się nam np. spółki finansowe (w przeciwieństwie do tych spoza sektora finansów) i sądymy, że na rynku pierwotnym dostępne są korzystne okazje, choć wymagane jest też przyjęcie podejścia selektywnego. Ogólnie rzecz biorąc, utrzymujemy preferencje dla wysokiej jakości.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	-		Wyceny instrumentów wysokodochodowych są wysokie i jako takie nie są spójne z naszymi poglądami na temat perspektyw zysków oraz gospodarki w ogóle. Segment ten może być bardziej narażony na ryzyko kredytowe i ryzyko płynności, w rezultacie czego potencjał wzrostu nie przeważa nad zagrożeniami. Pozostajemy ostrożni.
	Skarbowe Europa	=		Chociaż nie spodziewamy się recesji w Europie, wzrost gospodarczy nadal może być słaby, a obrębie regionu prawdopodobnie wystąpią rozbieżności. Jesteśmy bliscy neutralności, ale uważamy, że inwestorzy powinni taktycznie zarządzać nastawieniem, aby dostosować się do działań EBC i danych inflacyjnych. W kwestii długu peryferyjnego pozostajemy zasadniczo neutralni, z umiarkowanie pozytywnym nastawieniem do Włoch.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=/+		Jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do klasy inwestycyjnej, ze względu na zdolność tych emitentów do generowania stabilnych przepływów pieniężnych. W szczególności podobają nam się firmy z wystarczającymi poduszkami kapitałowymi oraz sektor finansowy.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	-		W obliczu słabego wzrostu gospodarczego utrzymują się obawy związane z instrumentami wysokodochodowymi, ale nadal zwracamy uwagę na potrzebę rozróżnienia między długiem o niskim ratingu a instrumentami o wyższej jakości. Te pierwsze będą bardziej dotknięte zaostreniem warunków finansowych, spowolnieniem gospodarczym oraz potencjalnymi problemami z płynnością.
	Chińskie obligacje skarbowe	=		Dywersyfikacja pozostaje kluczową kwestią w przypadku chińskich obligacji, ale zwracamy uwagę na ewolucję chińskiej gospodarki oraz wpływ fiskalnych i monetarnych środków wsparcia na wzrost PKB.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Przyjmujemy pozytywne nastawienie do długu z rynków wschodzących w perspektywie średnioterminowej. Instrumenty denominowane w twardej walucie oferują atrakcyjne carry, a my preferujemy instrumenty wysokodochodowe ze względu na atrakcyjne poziomy spreadu. Ogólnie rzecz biorąc, utrzymujemy podejście selektywne, preferując państwa charakteryzujące się silnymi finansami oraz odpowiedzialnym zarządzaniem budżetowym.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	+		Solidny wzrost gospodarczy i inflacja pod kontrolą stanowią pozytywne tło dla długu denominowanego w walutach lokalnych. Nasze preferencje dla Ameryki Łacińskiej są dodatkowo wspierane przez łagodzenie polityki pieniężnej, o którym świadczą niedawne obniżki stóp procentowych w Brazylii i Chile. Zachowujemy czujność w odniesieniu do wszelkich potencjalnych zagrożeń geopolitycznych.

	Klasa aktywów	Pogląd bieżący	Zmiana do m-1	Teza
INNE	Surowce			W związku ze spowolnieniem chińskiej aktywności gospodarczej i globalnego handlu dostrzegamy pewną presję na ceny metali nieszlachetnych. Biorąc jednak pod uwagę, że ich wyceny są obecnie zasadniczo godziwe, ich spadki powinny okazać się ograniczone. Obniżyliśmy nasze 12-miesięczne prognozy ceny miedzi do 8700 USD za tonę. Ceny złota zależą od realnych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych – zgodnie z naszymi oczekiwaniami dotyczącymi łagodnej recesji, dostrzegamy jedynie ograniczony potencjał wzrostów.
	Waluty			Od lipca amerykańska gospodarka zaskakuje na plus w stosunku do innych, co wzmacnia dolara. Uważamy jednak, że na kondycję tej waluty w średnim terminie wpłynąć będą cykl podwyżek stóp Fedu oraz poziom inflacji w Stanach Zjednoczonych. Oba te czynniki sugerują słabość USD.



▼ **Pogorszenie w stosunku do poprzedniego miesiąca**

▲ **Poprawa w stosunku do poprzedniego miesiąca**

Źródło: Amundi, stan na sierpień 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.

Szukajcie okazji wśród obligacji z rynków wschodzących, utrzymując dywersyfikację

W ostatnim czasie obserwowaliśmy trzy główne motywy. Po pierwsze, gospodarka Stanów Zjednoczonych wykazywała się odpornością dzięki silnym inwestycjom i konsumpcji. Jednak Chiny, na drodze do wolniejszego wzrostu długoterminowego, w ujęciu krótkoterminowym wykazują oznaki słabości. Po trzecie, po ostatnich obniżkach stóp procentowych w krajach Ameryki Łacińskiej rozbieżności między polityką banków centralnych z rynków wschodzących i rozwiniętych stają się coraz bardziej widoczne. **Ten kontekst wymaga ostrożnego, zdywersyfikowanego podejścia ze wszystkimi zabezpieczeniami portfelowymi.** Inwestorzy powinni jednak dążyć do czerpania korzyści z przewagi wzrostu na rynkach wschodzących i rozbieżności w polityce poprzez akcje i dług z rynków wschodzących.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Wyceny akcji na rynkach rozwiniętych pozostają wysokie, mimo że zyski wykazują tendencję spadkową. Aby jakiegokolwiek odbicie było trwałe, musi iść w parze ze wzrostem zysków, który pozostaje niepewny. Uważamy, że w 2024 r. zyski mogą nadal być zagrożone, co podkreśla **nasze ostrożne nastawienie do rynków rozwiniętych.** Z drugiej strony, utrzymujemy **umiarkowanie pozytywne nastawienie do rynków wschodzących** i zachowujemy czujność wobec chińskiego wzrostu oraz jego potencjalnego wpływu na inne kraje o silnych powiązaniach handlowych z Państwem Środka.

Podchodzimy **konstruktywnie do duracji w Stanach Zjednoczonych,** utrzymując pewne zabezpieczenia przypadku obligacji 10-letnich w kontekście dobrych danych gospodarczych, nadmiernej podaży instrumentów dłużnych Stanów Zjednoczonych oraz obaw o stosunkowo jastrzębie stanowisko Fedu. Sądzymy również, że nastąpi wzrost nachylenia krzywych w Stanach i Kanadzie. W Europie wyceny przemawiają za umiarkowanie pozytywnym nastawieniem do duracji, ponieważ dane makro są słabe i mniej wspierają obóz jastrzębi w EBC. Podobnie, szwedzkie obligacje powinny zyskać dzięki słabej gospodarce

krajowej, a spready między włoskimi obligacjami BTP i niemieckimi Bundami dzięki korzystnym parametrom technicznym. Z drugiej strony, jesteśmy aktywni na globalnych krzywych rentowności i uważamy, że brytyjskie 10-latki prawdopodobnie osiągną lepsze wyniki niż ich australijskie odpowiedniki. Podchodzimy jednak ostrożnie do japońskich obligacji skarbowych.

Jeśli chodzi o rynki **wschodzące, jesteśmy konstruktywnie nastawieni do obligacji i nieznacznie bardziej pozytywnie oceniamy Brazylię** w związku z naszymi oczekiwaniami dotyczącymi obniżek stóp procentowych banku centralnego. Jesteśmy również optymistycznie nastawieni do czeskich obligacji skarbowych (pod warunkiem zabezpieczenia pozycji).

W krajach rozwiniętych dane fundamentalne są mieszane, a spready instrumentów wysokodochodowych ze Stanów Zjednoczonych są niskie, co nie jest zgodne z restrykcyjnymi warunkami finansowania, które mogą wpłynąć na płynność oraz zdolność firm do pozyskiwania kapitału w przyszłości. W rezultacie utrzymujemy podejście defensywne.

Jeśli chodzi o waluty, **zaczęliśmy patrzeć jeszcze bardziej przychylnym okiem na parę BRL/USD ze względu na malejące ryzyko polityczne Brazylii,** a ponadto pozostajemy pozytywnie nastawieni do par MEX/EUR i INR/CNH. W przypadku rynków rozwiniętych jesteśmy negatywnie nastawieni do GBP, ale pozytywnie do JPY (w porównaniu do EUR i CHF) ze względu na jego renomę „bezpiecznej przystani”. USD powinien słabnąć, ponieważ Fed spowalnia podwyżki stóp procentowych.

Czynniki ryzyka i hedging

Uważamy, że inwestorzy powinni **utrzymać ochronę portfela aktywów ryzykownych** ze względu na niską widoczność zysków i perspektyw gospodarczych. Z drugiej strony złoto nadal oferuje możliwość dywersyfikacji oraz ochronę przed recesją i kryzysem geopolitycznym. Zdajemy sobie jednak sprawę z ograniczonego potencjału wzrostu cen tego metalu w najbliższym czasie ze względu na wyższe wyceny i niedawny wzrost realnych rentowności.



Francesco SANDRINI
Szef ds. strategii portfeli zróżnicowanych



John O'TOOLE
Wieloaktywowe rozwiązania inwestycyjne

„Chociaż nie jest to czas na zwiększanie ryzyka, inwestorzy mogą szukać okazji do zarobku na rynkach obligacji rynków wschodzących”

Amundi Cross Asset – przekonania

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

		---	--	-	=	+	++	+++
Akcje	Kraje rozwinięte			■				
	Rynki wschodzące					■		
Obligacje korporacyjne				■				
Duracja	Kraje rozwinięte						■	
	Rynki wschodzące					■		
Ropa naftowa					■			
Złoto						■		

Źródło: Amundi. Tabela odzwierciedla oszacowanie wieloaktywowe dla horyzontu 3-6 miesięcy oparte na poglądach wyrażonych na ostatnim posiedzeniu globalnego komitetu inwestycyjnego. Prognoza, zmiany prognozy i opinie dotyczące klasy aktywów odzwierciedlają spodziewany kierunek (+/-) oraz siłę przekonania (+/+ /+++). Ocena ta może ulec zmianie i uwzględnia wpływ komponentów stanowiących zabezpieczenia. FX = rynek walutowy, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, CB = banki centralne, BTP = włoskie obligacje skarbowe

Zwracajcie uwagę na jakość zysków i kondycję bilansów



Fabio DI GIANSANTE

Szef ds. akcji spółek o dużej kapitalizacji



Yerlan SYZDYKOV

Globalny szef ds. rynków wschodzących



Kenneth J. TAUBES

Szef (CIO) ds. zarządzania inwestycjami w Stanach Zjednoczonych

„Obecne szacunki zysków wyglądają zbyt optymistycznie, ale może się to zmienić, gdy rynki odczują presję związaną ze spowolnieniem gospodarczym.”

Ocena ogólna

Akcje europejskie. U progu sezonu publikacji wyników za II kwartał wyceny były wysokie, więc zwracaliśmy szczególną uwagę na komunikaty zarządów. **Oczekujemy, że zarządy będą teraz ostrożniejsze w swoich zapowiedziach, dostosowując je do niezbyt dobrych danych miękkich.** Ostatnio opublikowane wyniki banków przekroczyły oczekiwania, ponieważ skorzystały one na wyższych stopach procentowych. Ucierpiały jednak obszary takie jak sektory z ekspozycją na konsumpcję. Niemniej jednak utrzymujemy podejście dwutorowe, koncentrując się na spółkach defensywnych (dobra podstawowe, które są strukturalnymi zwycięzcami) oraz cyklicznych, takich jak spółki z sektora finansowego/banki detaliczne, ze względu na ich solidne bilanse. Co więcej, spółki związane z budownictwem odnotowały dobre wyniki, a inwestorzy powinni rozważyć realizację zysków. Nie dziwi też występowanie sektorów takich jak technologie, które są droższe od pozostałych, w związku z czym podchodzimy do nich ostrożnie.

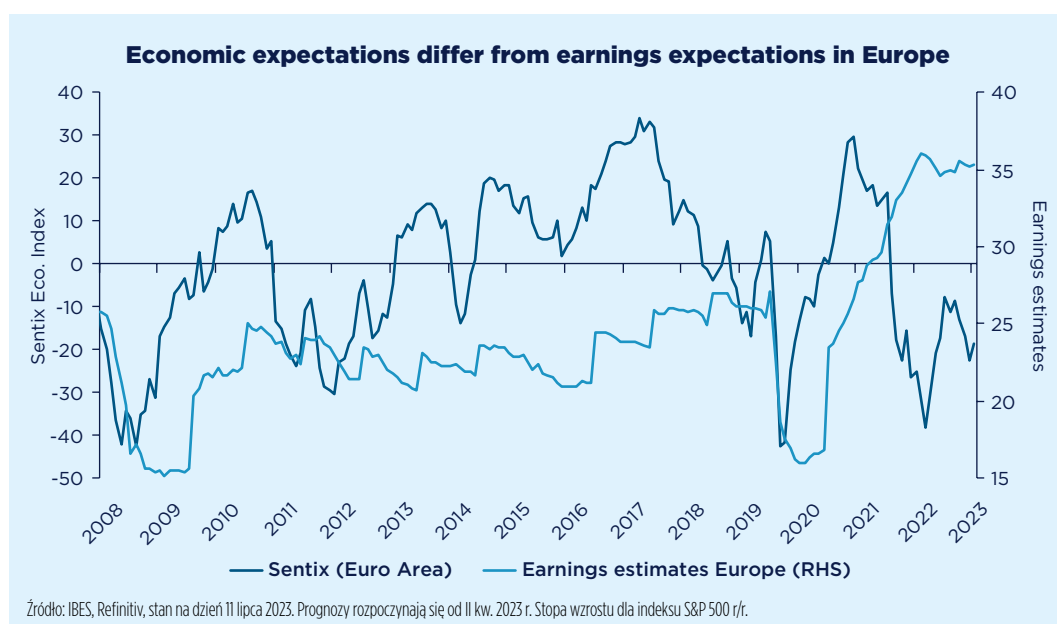
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Impuls fiskalny ze strony rządu pomógł konsumentom, ale uważamy, że nadmiar oszczędności może się rozproszyć. Rynki, które osiągnęły maksymalne wyceny, nie odzwierciedlają tego. Choć pozostajemy ostrożni w stosunku do spółek o dużej kapitalizacji/wzrostowych, preferujemy rozsądnie wycenione spółki defensywne, spółki wysokiej jakości oraz spółki z segmentu „wartości”. **Zauważamy również, że korelacje między akcjami spadły,**

co sprzyja selekcji. Na poziomie sektorowym podobają nam się banki o dużej kapitalizacji, posiadające znaczące poduszki kapitałowe. Jest to tym bardziej istotne po ostatnich obniżkach ratingów. Co ciekawe, omawiane obecnie nowe zasady kapitałowe dla sektora oraz ryzyko recesji/kredytowe sprawiają, że inwestowanie w akcje banków jest mniej oczywiste niż wcześniej, ale koncentrujemy się na tych dysponujących stabilnymi bazami depozytowymi i mogących się pochwalić przywództwem technologicznym. Ponadto preferujemy sektory energii, materiałów i narzędzi dla nauk o życiu. Zwracamy również uwagę, że branże farmaceutyczna, technologii medycznych i detalicznej sprzedaży konsumenckiej stają się coraz bardziej interesujące, choć zachowujemy czujność w kontekście słabnących rynków pracy.

Akcje z rynków wschodzących

Dla rynków wschodzących charakterystyczne są atrakcyjne wyceny i oczekiwania dotyczące poprawy zysków, ale spowolnienie wzrostu w Chinach i Stanach Zjednoczonych wymaga przyjęcia podejścia selektywnego. Mamy pozytywne podejście do Brazylii (bardziej niż wcześniej) oraz Indii. Brazylia rozpoczęła luzowanie polityki pieniężnej, a wzrost gospodarczy stymulowany jest również przez rolnictwo, podczas gdy Indie nadal są beneficjentem zmian w łańcuchach dostaw oraz korzystnego wpływu polityki wewnętrznej. Ze względu na wyzwania strukturalne w Chinach nastroje stały się pesymistyczne, zwłaszcza w przypadku nieruchomości i dóbr luksusowych, co skłoniło nas do taktycznej neutralności.



Obligacje w centrum uwagi: preferujemy klasę inwestycyjną z sektora finansowego

Ocena ogólna

Lepka inflacja bazowa znajduje się powyżej poziomu komfortu banku centralnego, i to w kontekście utrzymujących się zagrożeń dla wzrostu gospodarczego. **Powoduje to niepewność co do kierunków polityki i wymaga przyjęcia elastycznego podejścia do duracji obligacji skarbowych**, a także nastawienia na jakość obligacji korporacyjnych z krajów rozwiniętych i rynków wschodzących, biorąc pod uwagę nasze oczekiwania dotyczące spowolnienia gospodarczego.

Światowe i europejskie instrumenty stałochodowe

EBC nie chce zbyt szybko rezygnować z walki z inflacją i utrzyma zależność swoich decyzji od napływających danych, aby dać sobie pole manewru w zakresie zachowania restrykcyjnych poziomów stóp procentowych. **Takie podejście skłania nas do utrzymania aktywności w zakresie duracji (na poziomie taktycznym), a także umiarkowanie ostrożnego/zbliżonego do neutralności podejścia ogólnego:** nieznacznie ostrożnego w przypadku rdzenia strefy euro oraz istotnie defensywnego w przypadku Japonii. Z drugiej strony, jesteśmy nastawieni pozytywnie do włoskich obligacji BTP, ale zasadniczo neutralnie do europejskiego długu peryferyjnego. Oczekiwania dotyczące miernego wzrostu PKB w strefie euro oraz skutków spowolnienia ożywienia gospodarczego w Chinach skłaniają nas do zachowania ostrożności wobec niskiej jakości wysokodochodowych obligacji korporacyjnych. Podobają nam się jednak instrumenty klasy inwestycyjnej i dług podporządkowany, a w ujęciu sektorowym preferujemy spółki finansowe. Uważamy, że fundamenty spótek finansowych są silne: **podobają nam się banki**, które dobrze zarządzają aktywami i pasywami oraz korzystają z wyższych stóp procentowych.

Instrumenty stałochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Ostatnie zmiany rentowności tworzą pozytywne tło dla zarządzania duracją, a my utrzymujemy umiarkowanie konstruktywne podejście w kontekście naszych obaw dotyczących spowolnienia aktywności gospodarczej. **Obecnie dostrzegamy jednak większą wartość na średnioterminowym odcinku krzywej obligacji skarbowych Stanów Zjedno-**

zonych. Jeśli chodzi o kredyty sekurytyzowane, uważamy, że rynek kredytów hipotecznych znajduje się w dobrej kondycji, ponieważ zbieg czynników (demografia, niska podaż lokali mieszkalnych itp.) sprawia, że wysokie ceny domów utrzymują się. W przypadku pogorszenia sytuacji na rynkach pracy mogą pojawić się pewne pęknięcia związane z popytem konsumpcyjnym. Wznowienie spłat kredytów studenckich i wyczerpanie się nadwyżek oszczędności konsumentów mogą negatywnie wpłynąć na konsumpcję. W związku z tym **pozostajemy aktywni na rynku papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS) i monitorujemy zmienność stóp procentowych**, a także aspekty techniczne, takie jak zacieśnienie ilościowe. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, przyjmujemy podejście selektywne i jesteśmy ostrożni, jeśli chodzi o wyceny, zwłaszcza w przypadku instrumentów wysokodochodowych. Zasadniczo **preferujemy klasę inwestycyjną w stosunku do instrumentów wysokodochodowych oraz sektor finansowy w stosunku do pozostałych.**

Obligacje z rynków wschodzących

Perspektywa dla długu z rynków wschodzących kształtowana jest przez spowolnienie inflacji, solidny wzrost gospodarczy oraz stale rosnące rozbieżności. **Zachowując czujność w odniesieniu do dolara, podtrzymujemy nasze konstruktywne podejście do długu denominowanego w walutach lokalnych, ale przyjmujemy też podejście selektywne i preferujemy kraje Ameryki Łacińskiej, takie jak Brazylia, Meksyk i Chile.** W przypadku Chin jesteśmy ostrożni, zwłaszcza w odniesieniu do sektora nieruchomości, a na obecnym etapie nie oczekujemy znaczącego wsparcia ze strony decydentów. Za względu na solidny mnożnik carry podoba nam się również dług denominowany w walutach lokalnych, choć preferujemy instrumenty wysokodochodowe w stosunku do klasy inwestycyjnej.

Waluty

Mimo że dolar amerykański odrobił część strat, z perspektywy cyklicznej ścieżka średnioterminowa wskazuje na jego osłabienie. Jesteśmy pozytywnie nastawieni do walut rynków wschodzących, a w szczególności INR oraz IDR, jak również wysoko oprocentowanych walut z Ameryki Łacińskiej, takich jak MXN i BRL



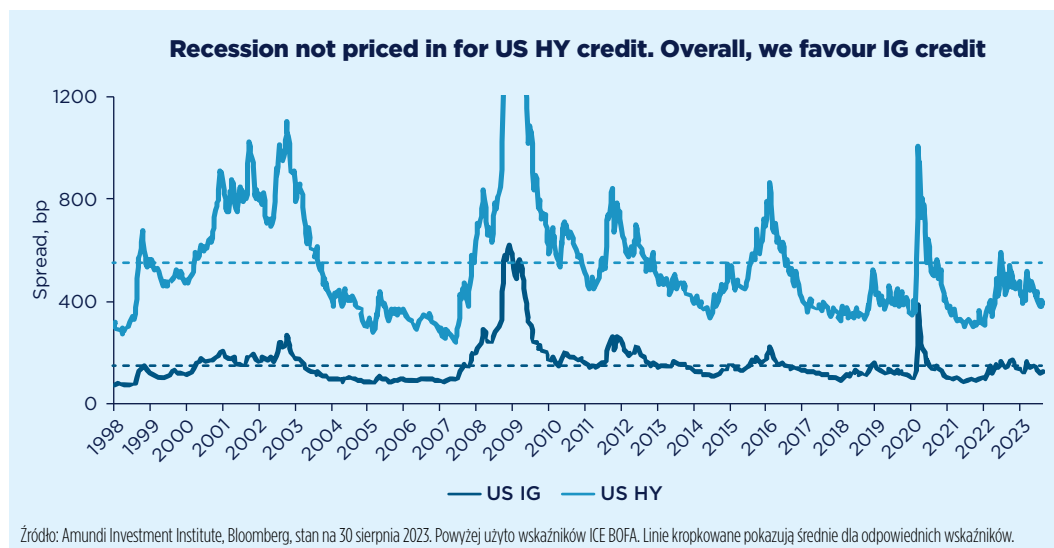
Amaury D'ORSAY
Szef ds. instrumentów stałochodowych



Yerlan SYZDYKOV
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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



“W przypadku obligacji korporacyjnych preferujemy klasę inwestycyjną, ponieważ wyceny instrumentów wysokodochodowych nie w pełni rekompensują inwestorom ryzyko związane ze spowolnieniem gospodarczym i zaostrzeniem warunków.”



Prognozy makroekonomiczne

Prognozy makroekonomiczne na dzień 1 września 2023 r.

Średnie roczne, %	Rzeczywisty wzrost PKB, r/r, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Kraje rozwinięte	2,6	1,4	0,6	7,4	4,7	2,5
Stany Zjednoczone	2,1	2,1	0,3	8,0	4,0	2,5
Strefa euro	3,4	0,6	0,5	8,4	5,6	2,6
<i>Niemcy</i>	<i>1,9</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,4</i>	<i>8,7</i>	<i>6,3</i>	<i>2,7</i>
<i>Francja</i>	<i>2,5</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>5,9</i>	<i>5,6</i>	<i>2,7</i>
<i>Włochy</i>	<i>3,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>8,7</i>	<i>6,3</i>	<i>2,2</i>
<i>Hiszpania</i>	<i>5,5</i>	<i>2,1</i>	<i>0,7</i>	<i>8,3</i>	<i>3,3</i>	<i>2,4</i>
Wielka Brytania	4,1	0,5	0,5	9,0	7,4	2,9
Japonia	1,0	2,0	1,3	2,5	3,3	2,2
Kraje wschodzące	3,9	4,0	3,6	8,7	6,1	5,5
Chiny	3,0	4,9	3,7	2,0	0,5	1,4
Indie	6,9	6,4	5,8	6,7	6,3	6,0
Indonezja	5,3	5,2	4,8	4,2	3,8	3,4
Brazylia	2,9	2,6	1,4	9,3	4,7	3,8
Meksyk	3,0	3,3	1,4	7,9	5,4	4,0
Rosja	-2,1	2,1	1,5	13,8	5,9	5,6
RPA	1,9	0,4	0,6	6,9	5,7	4,8
Turcja	5,5	2,8	3,9	72,0	51,5	50,4
Świat	3,4	2,9	2,4	8,2	5,5	4,3

Prognozy stóp procentowych banków centralnych, %

	15 września 2023	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12m.	Konsensus +12m.
Stany Zjednoczone*	5,50	5,50	5,65	4,25	5,12
Strefa euro**	4,00	4,00	3,92	3,25	3,58
Wielka Brytania	5,25	5,50	5,90	4,75	5,75
Japonia	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,10
Chiny***	3,45	3,45	3,40	3,45	3,40
Indie****	6,50	6,50	6,40	6,25	6,00
Brazylia	13,25	10,75	10,75	9,00	9,40
Rosja	12,00	12,00	11,00	9,00	9,50

Źródło: Amundi Investment Institute. Prognozy sporządzono na dzień 15 września 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

Prognozy rentowności obligacji 2-letnich, %

	15 września 2023	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
Stany Zjednoczone	5,03	4,20–4,40	4,66	3,80–4,00	4,35
Niemcy	3,20	2,60–2,80	2,80	2,40–2,60	2,50
Wielka Brytania	5,01	4,30–4,50	4,62	4,10–4,30	4,50
Japonia	0,03	0,10–0,20	0,12	0,20–0,40	0,18

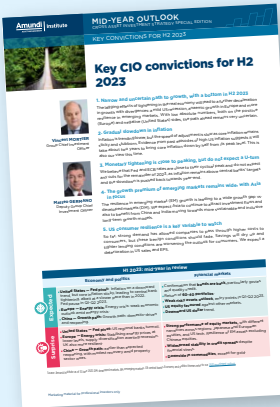
Prognozy rentowności obligacji 10-letnich, %

	15 września 2023	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
Stany Zjednoczone	4,32	3,70–3,90	4,29	3,60–3,80	4,25
Niemcy	2,65	2,40–2,60	2,61	2,30–2,50	2,58
Wielka Brytania	4,34	3,80–4,00	4,31	3,70–3,90	4,31
Japonia	0,72	0,50–0,70	0,82	0,60–0,80	0,91

Kursy walutowe

	7 września 2023	Amundi IV kw. 23 r.	Konsensus IV kw. 23 r.	Amundi II kw. 24 r.	Konsensus II kw. 24 r.
EUR/USD	1,07	1,12	1,09	1,18	1,12
EUR/JPY	158	156	154	155	149
EUR/GBP	0,86	0,87	0,87	0,89	0,88
EUR/CHF	0,95	0,98	0,97	1,04	0,98
EUR/NOK	11,46	11,82	11,25	11,40	10,95
EUR/SEK	11,92	11,99	11,60	11,75	11,35
USD/JPY	147	140	140	132	134
AUD/USD	0,64	0,67	0,66	0,70	0,69
NZD/USD	0,59	0,60	0,60	0,62	0,63
USD/CNY	7,33	7,20	7,20	6,90	7,00

Źródło: Amundi Investment Institute. Prognozy sporządzono na dzień 7 września 2023 r.



Amundi Investment Institute

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

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

Perspektywy w połowie roku: Możliwości leżą poza niepewną ścieżką wzrostu

Odkryj więcej analiz inwestycyjnych Amundi w Centrum Badań Amundi

Capital Market Assumptions
Quarterly update | July 2023

Asset Class Returns Forecasts Q3 2023

• Optimism was confined to the responsible performance registered by risk assets in the last quarter. However, the economic landscape does not look overly positive. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty. On the downside, the market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.

Key CIO convictions for H2 2023

- 1. **Reserve risk** will continue to be a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- 2. **Global growth** will remain a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- 3. **Energy** will continue to be a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- 4. **The global portfolio of emerging markets** remains a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.

Prognozy zwrotów dla klas aktywów – III kwartał 2023 r.

Economy & Markets
Themes at a glance | September 2023

CBDCs: where does the project and debate stand?

- **Central Bank Digital Currencies (CBDCs)** are digital forms of a country's official currency issued by the central bank. Most Central Banks are conducting research and some have started piloting and testing CBDCs. However, the project is still in the early stages. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- **Defectors**, however, have argued that similar user advantages can be brought by other already existing or developing payment technologies. Moreover, they point to the risks associated with CBDCs, such as technical and cybersecurity risks, the possibility of CBDCs being used for money laundering and tax evasion, and the potential for CBDCs to be used for surveillance and control.

RETAIL VS WHOLESALE CBDC

Since we first wrote about this topic in February 2021, a lot has happened on the Central Bank Digital Currency (CBDC) front. Most central banks are still in the early stages of research and testing. However, some have started piloting and testing CBDCs. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.

CBDC: na jakim etapie znajdują się projekt i debata?

Outerblue Convictions
with Monica DEFEND
Amundi ASSET MANAGEMENT

Outerblue Convictions – Globalne perspektywy inwestycyjne: U prognozi jesieni rozbieżności utrzymują się

Global Investment Views
AUGUST 2023

Receding inflation doesn't mean the battle is won yet

• The optimism on risk assets behavior partly stems from the fact that the inflation rate has been falling and a market recovery is expected. However, the market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.

Key CIO convictions for H2 2023

- 1. **Reserve risk** will continue to be a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- 2. **Global growth** will remain a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- 3. **Energy** will continue to be a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- 4. **The global portfolio of emerging markets** remains a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.

Globalne poglądy inwestycyjne – sierpień 2023

US credit rating downgrade: investment implications
1 August 2023

• **Downgrade impact:** Fitch Ratings downgraded the credit rating of the US from AAA to AA+ on August 4th, 2023. This downgrade is a reflection of the US government's increasing debt and the risk of a future default. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.

Key CIO convictions for H2 2023

- 1. **Reserve risk** will continue to be a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- 2. **Global growth** will remain a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- 3. **Energy** will continue to be a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.
- 4. **The global portfolio of emerging markets** remains a key theme in H2 2023. The market is still in a state of uncertainty. On the plus side, the US economy is keeping, although the core inflation remains elevated and the Fed is expected to raise rates in the next few months. In Europe, the recovery is slower and the market is still in a state of uncertainty.

Obniżenie ratingu kredytowego Stanów Zjednoczonych: wpływ na inwestycje

Outerblue Talks Research
Amundi ASSET MANAGEMENT

Outerblue Talks Research - Podobieństwa do lat 70. Nadal podążamy długą i krętą drogą

Odwiedźcie nas na:



WAŻNE INFORMACJE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

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

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie mogą być wykorzystywane wyłącznie do Państwa użytku wewnętrznego, nie mogą być powielane ani ponownie rozpowszechniane w jakiegokolwiek formie, a ponadto nie mogą być wykorzystywane jako podstawa ani składnik jakiegokolwiek 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 15 września 2023 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakiegokolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakiegokolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 15 września 2023.

Dokument wydany przez Amundi Asset Management, spółkę typu société par actions simplifiée — SAS — o kapitale zakładowym 1143 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 - Narvikk.

Autorzy z Amundi Investment Institute

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

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

BERTHON Jean Baptiste,
Starszy specjalista ds. strategii wieloaktywowych

BERTONCINI Sergio,
Starszy specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych

BOROWSKI Didier,
Szef ds. polityki makroekonomicznej

CARULLA Pol,
Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

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

DHINGRA Ujjwal,
Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

DI SILVIO Silvia,
Specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

DROZDZIK Patryk,
Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

GEORGES Delphine,
Starszy specjalista ds. strategii instrumentów stałodochodowych

HERVÉ Karine,
Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

HUANG Claire,
Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

MIJOT Éric,
Szef ds. globalnej strategii rynku akcji

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

PRADHAN Mahmood,
Szef ds. makroekonomii globalnej

ROSENBERG Anna,
Szef ds. geopolityki

USARDI Annalisa,
Starszy ekonomista, CFA

VARTANESYAN Sosi,
Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

Redaktorzy naczelni

DEFEND Monica,
Szef Amundi Investment Institute

MORTIER Vincent,
Szef grupy ds. inwestycji

Redaktorzy

BERTINO Claudia,
Szef jednostki Amundi Investment Insights & Publishing

FIOROT Laura,
Szef Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

Zastępcy redaktorów

PANELLI Francesca,
Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

PERRIER Tristan,
Specjalista ds. makroekonomii i analiz inwestycyjnych

GALLARATE Gianluca,
Analizy inwestycyjne i publikacje