

Nr 7/8  
Lipiec –  
sierpień 2022

# CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Rozgrywajcie desynchronizację cyklu

INSTYTUT AMUNDI

Wzrost znaczenia juana nie zaszkodzi  
dominacji dolara

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## Nr 7/8 – lipiec/sierpień 2022

## Spis treści

## Globalne perspektywy inwestycyjne

## Poglądy CIO

**Rozgrywajcie desynchronizację cyklu** s. 3

Obecna przecena przypomina o zmianie reżimu, w którym obawy dotyczące stagflacji stają się bardziej wyraźne. Inwestorzy powinni zwiększać preferencje dla segmentów wysokiej jakości na rynku obligacji korporacyjnych i akcji, jak również starać się rozgrywać rozbieżności regionalne, które umożliwiają nam preferowanie akcji ze Stanów Zjednoczonych (w stosunku do europejskich), a obecnie nawet chińskich, choć surowa selekcja ma istotne znaczenie. W przypadku instrumentów stałodochodowych sugerujemy przejście do nastawienia neutralnego w zakresie duracji, ale z zachowaniem elastyczności, a w przypadku obligacji korporacyjnych preferujemy dług wysokiej jakości, ponieważ zyski mogą znaleźć się pod presją. Ogólnie rzecz biorąc, preferujemy dobrze zdywersyfikowane pozycjonowanie, oparte m.in. na obszarach „niekonwencjonalnych”, takich jak surowce czy strategie o niskiej korelacji z akcjami i obligacjami.

## Instytut Amundi

**Banki centralne w poszukiwaniu wiarygodności** s. 4

Im większy rozdźwięk między tym, co komunikują banki centralne, a tym, w co wierzą ludzie, tym wyższy może być koszt opanowania inflacji.

## Portfele zróżnicowane

**Zachowajcie ostrożność, preferując Chiny i Stany Zjednoczone** s. 5

Chociaż akcje i rentowności dotknęła już korekta, nie sądzimy, by się zakończyła. Zamiast zwiększać ryzyko, inwestorzy powinni spróbować skorzystać z rozbieżnych perspektyw gospodarczych na świecie

## Instrumenty stałodochodowe

**Obligacje skarbowe i obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej w centrum uwagi** s. 6

Chociaż podwyższona zmienność może się utrzymać w związku z niepewnymi perspektywami wzrostu gospodarczego i inflacji, obecny poziom rentowności sprawia, że obligacje skarbowe stały się bardziej atrakcyjne.

## Akcje

**Chwila prawdy dla zysków** s. 7

Pozycja przetargowa w zakresie ustalania cen ma kluczowe znaczenie, a ponadto nie jest to pora na kompromisy w kwestii kondycji bilansów, ponieważ znalezienie się zysków pod presją jest tylko kwestią czasu.

## Tematyczne poglądy globalne

**Wzrost znaczenia juana nie zaszkodzi dominacji dolara** s. 8

Wydaje się, że zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych zbliża się poważne spowolnienie gospodarcze, które zwiększyłoby atrakcyjność rynków obligacji – zwłaszcza amerykańskich. Gospodarka Chin ma z kolei ponownie przyspieszyć. W miarę wzrostu znaczenia czynników geopolitycznych międzynarodowy system walutowy będzie stawać się coraz bardziej wielobiegunowy.

## Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

> Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne	s. 9
> Najważniejsze czynniki ryzyka	s. 10
> Portfele wieloaktywowe - stan obecny: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych	s. 11
> Wnioski z analiz globalnych	s. 12
> Klasy aktywów – poglądy Amundi	s. 14

## Perspektywa makroekonomiczna

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

## POGLĄDY CIO

## Rozgrywajcie desynchronizację cyklu



Vincent MORTIER,  
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO,  
Zastępca szefa grupy  
ds. inwestycji

W ostatnich tygodniach akcje i obligacje ulegały gwałtownym wahaniom z powodu danych o wysokiej inflacji, działań i zapowiedzi banków centralnych oraz rosnących obaw o wzrost gospodarczy. **Wydarzenia te przypominają o trwającej zmianie reżimu, charakteryzującej się powracaniem ryzyka stagflacji towarzyszącemu podejmowanemu przez banki centralne staraniom zmierzającym do potwierdzenia swojej wiarygodności.** W przyszłości wzrost gospodarczy, inflacja i polityka banków centralnych pozostaną głównymi siłami napędowymi rynków:

**(1) Wzrost gospodarczy:** Choć już na początku roku spodziewaliśmy się spowolnienia wzrostu gospodarczego, obecnie staje się ono coraz wyraźniejsze — zwłaszcza w strefie euro, z ryzykiem technicznej recesji. W Europie (będącej regionem najbardziej dotkniętym przez inflację) wynika to głównie ze słabej konsumpcji gospodarstw domowych i niskiego poziomu inwestycji. Z kolei w Stanach Zjednoczonych konsumpcja i inwestycje są znacznie silniejsze i powinny nadal wspierać wzrost PKB. W 2023 r. spodziewamy się jednak wyraźnego spowolnienia i wzrostu ryzyka recesji. Rynek będzie koncentrował się na trajektorii wzrostu gospodarczego, a w szczególności na wszelkich sygnałach pogorszenia perspektyw w Stanach Zjednoczonych.

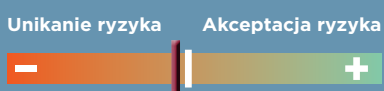
**(2) Inflacja — szczyt nie został jeszcze osiągnięty, a czynniki napędowe w Stanach Zjednoczonych i Europie różnią się:** oczekuje się, że szczyt inflacji przypadnie później i będzie wyższy niż się wcześniej spodziewano. Czynniki wpływające na inflację są różne w Stanach Zjednoczonych i w Europie — w Stanach inflacja jest w większym stopniu napędzana przez popyt, natomiast w Europie jej główną przyczyną są ograniczenia podaży, a szok energetyczny związany z wojną dodatkowo pogarsza perspektywę. W środowisku spowalnającego wzrostu gospodarczego inflacja również powinna zwolnić.

**(3) Banki centralne mają przed sobą trudne zadanie odzyskania wiarygodności:** ogólnie rzecz biorąc, zacieśnianie polityki pieniężnej jest bardziej skuteczne, gdy głównym czynnikiem napędzającym inflację jest silny popyt wewnętrzny. Gdy jednak inflacja spowodowana jest czynnikami zewnętrznymi (ograniczeniami podaży), zacieśnianie polityki monetarnej przez banki centralne nie jest zbyt efektywne w zakresie jej ujarzmiania. Stany Zjednoczone mają zatem większe pole manewru, podczas gdy EBC znajduje się w mniej korzystnej sytuacji, ponieważ musi również radzić sobie z ryzykiem fragmentacji UE, na co wskazuje niedawna zapowiedź EBC dotycząca specjalnego narzędzia antyfragmentacyjnego. Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że gdy inflacja osiągnie szczyt, a w centrum uwagi znajdzie się wolniejszy wzrost gospodarczy, banki centralne mogą zwolnić tempo zacieśniania polityki monetarnej i ograniczyć jego skalę w porównaniu z początkowymi zapowiedziami.

**W tym wciąż bardzo zmiennym otoczeniu inwestorzy powinni zachować dywersyfikację** i unikać podejmowania większego ryzyka, gdyż korekta rynku, choć zaawansowana, nie jest jeszcze zakończona. Obecnie należy skupić się na obszarach wysokiej jakości i odpornych modelach biznesowych, które mogą pozwolić na ochronę marż. W szczególności:

- **Ostatnia wyprzedaż obligacji sprawia, że ta klasa aktywów staje się bardziej atrakcyjna** pod warunkiem przyjęcia podejścia selektywnego, ponieważ zacieśnianie polityki monetarnej jest obecnie dyskontowane, a w pewnym momencie banki centralne mogą zostać zmuszone do ograniczenia działań w celu zapobieżenia recesji lub dalszej fragmentacji. Obecne poziomy stają się również bardziej atrakcyjne dla inwestorów takich jak firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, co może ograniczyć potencjalny dalszy wzrost rentowności. **Mamy nastawienie bardziej pozytywne niż wcześniej i jesteśmy bliżej neutralności w kwestii duracji w Stanach Zjednoczonych i rdzeniu strefy euro**, ale zasadniczo utrzymujemy podejście elastyczne. Pozostajemy neutralni wobec długu z peryferii strefy euro i uważnie monitorujemy ryzyko fragmentacji.
- **Obligacje korporacyjne** — zalecamy preferowanie obligacji o ratingu inwestycyjnym i przyjęcie podejścia bardziej selektywnego w całym spektrum (zarówno klasa inwestycyjna, jak i instrumenty wysokodochodowe), biorąc pod uwagę obawy o zyski. Utrzymujemy jednak naszą regionalną preferencję dla amerykańskiej klasy inwestycyjnej, biorąc pod uwagę dobrą kondycję rynku konsumenckiego i rynku pracy. Powinna ona pomóc w osiągnięciu lepszego wzrostu gospodarczego.
- **Akcje** – zachowujemy ogólną czujność, a ze względu na to, że w Europie dalsze obniżki prognoz wyników finansowych nie są w pełni dyskontowane, jesteśmy ostrożni, biorąc pod uwagę czynniki zewnętrzne związane z wysoką inflacją, która może osłabić popyt konsumencki. Z kolei Stany Zjednoczone powinny radzić sobie stosunkowo dobrze, i dlatego podtrzymujemy nasze preferencje dla tego kraju. Jeśli chodzi o styl, inwestorzy powinni wybierać mniej cykliczne obszary w obrębie segmentu „wartości”, spółek wysokiej jakości oraz spółek dywidendowych. Dobrze powinny sobie radzić spółki o silnych bilansach i dobrej pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen, a także firmy zdolne do przenoszenia rosnących kosztów na konsumentów oraz utrzymania marż.
- **Przyjmujemy podejście nieco bardziej pozytywne w stosunku do chińskich akcji typu A**, ponieważ wydają się one bardziej izolowane od świata rozwiniętego, gdzie ryzyko stagflacji wzrasta. Oczekujemy również, że ta klasa aktywów skorzysta na ponownym otwarciu chińskiej gospodarki oraz polityce stymulacyjnej.
- **W celu dywersyfikacji inwestorzy powinni rozważyć surowce oraz strategie o niskiej korelacji z akcjami i obligacjami.** Jeśli chodzi o waluty, utrzymujemy preferencje dla USD w stosunku do euro i w mniejszym stopniu do jena.

## Ogólne nastroje związane z ryzykiem



W otoczeniu stagflacyjnym nie należy zwiększać ryzyka — zamiast tego warto zachować dywersyfikację i przesunąć alokację na rynkach akcji i obligacji w kierunku spółek mniej cyklicznych i charakteryzujących się wyższą jakością.

## Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Ryzyko recesji w Europie sprawia, że podchodzimy ostrożnie do ujęcia krótkoterminowym.
- ▶ Podchodzimy pozytywnie do Chin w związku z ponownym otwarciem gospodarki i wsparciem ze strony polityki.
- ▶ Mniej optymistycznie traktujemy jena — ma to związek z tym, że bank centralny nie rezygnuje z luzowania ilościowego.

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



INSTYTUT AMUNDI

**Krótko o szerszej perspektywie**



**Pascal BLANQUÉ,**  
Przewodniczący, Instytut Amundi

*Im większy rozdźwięk między tym, co komunikują banki centralne, a tym, w co wierzą ludzie, tym wyższy może być koszt opanowania inflacji.*

**Banki centralne w poszukiwaniu wiarygodności**

Zachodnia polityka monetarna w ciągu kilku tygodni wykonała imponujący zwrot o 180 stopni. Rezerwa Federalna ogłosiła największą podwyżkę stóp procentowych od 1994 roku, a Europejski Bank Centralny również jest skłonny wkrótce podnieść stopy. Doszło do zawirowań na rynkach, inwestorzy zakwestionowali wiarygodność banków centralnych, a prawdopodobieństwo recesji zaczęło rosnąć. Im większy rozdźwięk między tym, co komunikują banki centralne, a tym, w co wierzą obywatele, tym wyższy może być koszt opanowania inflacji, ponieważ konieczne będzie znaczne zacieśnianie polityki pieniężnej w celu ograniczenia oczekiwań co do tempa wzrostu cen.

Większość żyjących obecnie ludzi nigdy nie doświadczyła dłuższych okresów wysokiej inflacji. Jest wręcz przeciwnie: w pamięci zbiorowej zapisało się otoczenie, w którym banki centralne były zaniepokojone tym, że inflacja nie osiąga nawet wyznaczonych poziomów docelowych, a jednocześnie miały swobodę działania w celu wspierania wzrostu gospodarczego. Ale te dekady niskiej inflacji to zasługa nie tyle polityki monetarnej, co innych czynników (lub zbiegów okoliczności), takich jak wejście Chin do globalnej gospodarki, które obniżyło międzynarodowe koszty pracy. Teraz, gdy oczekiwania inflacyjne przestają być zakotwiczone, potrzebne jest nowe podejście. Widzę trzy główne scenariusze:

- 1. „Wiarygodna dezinflacja”:** dominuje niedawna zbiorowa pamięć o niskiej inflacji, a wiarygodność banków centralnych zostaje przywrócona. W tym scenariuszu możliwe byłoby zaaranżowanie „miękkiego lądowania” dla gospodarki. Rynki finansowe powróciłyby do sytuacji sprzed kryzysu, czyli stosunkowo niskich stóp procentowych i niskich premii za ryzyko. Taki mniej więcej scenariusz uwzględniają dziś rynki, pomimo pogorszenia koniunktury w niektórych przewartościowanych klasach aktywów i segmentach rynku. Scenariusz ten nie wydaje się zbyt prawdopodobny, chyba że inflacja ustąpi samoczynnie, co stanowiłoby „lut szczęścia” porównywalny z serią zbiegów okoliczności, które umożliwiły niską inflację w ostatnich dekadach.
- 2. „Niewiarygodna dezinflacja”:** banki centralne, które pozwoliły inflacji zająć zbyt daleko, próbują zapobiec powrotowi i utrwaleniu dawno uśpionych wspomnień o inflacji. Działania podejmowane w ramach polityki pieniężnej byłyby bolesne dla rynków i aktywności gospodarczej, ale konieczne do ograniczenia inflacji. W tym scenariuszu inwestorzy powinni znaleźć „schronienie” i przeczekać burzę. Nastąpiłaby recesja i pęknięcie baniek cenowych na poszczególnych rynkach aktywów, a następnie powrót do normalności. Jest to realna opcja, ale decydom prawdopodobnie brakuje determinacji, by stoczyć tak długą i trudną walkę.
- 3. „Niewiarygodna inflacja”:** banki centralne pozwalają, by inflacja wymknęła się spod kontroli, nie przez przypadek czy pomyłkę, ale dlatego, że godzą się na istotną zmianę. Będą tolerować wyższą inflację, aby wspierać nominalny wzrost gospodarczy. Oznacza to również powszechną, strukturalną zmianę o charakterze psychologicznym – wyższe oczekiwania inflacyjne stałyby się normą. W takim przypadku akcje poradziłyby sobie lepiej niż się obawiano, a realne stopy procentowe pozostałyby przez jakiś czas na niskim poziomie, odsuwając w czasie ryzyko recesji, ale nie eliminując go. W tym scenariuszu inwestorzy powinni szukać sposobów na walkę z inflacją poprzez aktywa realne. Jest to wiarygodna alternatywa dla obecnego konsensusu poglądów.

**Poznaj naszą nową Globalną Prognozę Inwestycyjną na drugą połowę 2022 roku „Życie powyżej zera: podróż inwestorów w czasach rosnących stóp”**



	Najbardziej prawdopodobny		
Scenariusz	Wiarygodna dezinflacja	Niewiarygodna dezinflacja	Niewiarygodna inflacja
Prawdopodobieństwo			
Rezultaty	Samoczynny spadek inflacji w połączeniu z możliwością wypracowania „miękkiego lądowania” dla gospodarki.	Twarde działania w ramach polityki pieniężnej pozwalają na opanowanie inflacji, ale też powodują recesję.	Banki centralne tolerują wyższą inflację, aby wspierać wzrost gospodarczy. Powoduje to trwałą zmianę oczekiwań inflacyjnych.
Implikacje	<b>POZYTYWNE</b> Rynki wracają do poziomu sprzed kryzysu, z niskimi stopami i niewielkimi premiami za ryzyko.	<b>BARDZO NEGATYWNE</b> Pęknięcie bańki cen aktywów i okres ostrej korekty na rynkach finansowych.	<b>POZYTYWNE DLA AKCJI</b> Realne stopy procentowe pozostają przez jakiś czas niskie, a rynki akcji radzą sobie lepiej niż oczekiwano.

Źródło: Instytut Amundi, stan na 27 czerwca 2022.



PORTFELE  
ZRÓZNICOWANE

## Zachowajcie ostrożność, preferując Chiny i Stany Zjednoczone



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



**John O'TOOLE,**  
Szef ds. wieloaktywowych rozwiązań inwestycyjnych

Reperkusje wojny na Ukrainie, dynamika popytu na energię i jej podaży oraz podwyżki stóp procentowych przez banki centralne sprawiają, że rynki znajdują się „między młotem a kowadłem”. Choć czynniki ograniczające tempo wzrostu gospodarczego są już widoczne, presja na wzrost inflacji narasta już od pewnego czasu (represja finansowa), a połączenie tych dwóch tendencji wpływa na zyski przedsiębiorstw – zwłaszcza w Europie. Manewry polityczne dodają kolejną warstwę złożoności, która spowoduje zaostrzenie warunków finansowych. **Uważamy, że inwestorzy powinni skupić się na strategiach wartości względnej i rozgrywać rozbieżności: zachować ostrożność w przypadku europejskich akcji i wykorzystać odporność Stanów Zjednoczonych oraz ponowne otwarcie Chin, przyjmując podejście selektywne.** Jeśli chodzi o durację, należy preferować neutralność i elastyczność. Ponadto dodatnia korelacja między akcjami i obligacjami podkreśla potrzebę dywersyfikacji w oparciu o aktywa „niekonwencjonalne”, takie jak surowce (np. ropa naftowa czy złoto).

### Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Choć jesteśmy nieco ostrożni w kwestii akcji, głównie ze względu na nasze stanowisko wobec Europy, trzymamy się naszej regionalnej preferencji dla Stanów Zjednoczonych. Europa jest bardziej dotknięta kryzysem na Ukrainie i wynikającym z niego wpływem na inflację i popyt, a także słabością zysków przedsiębiorstw. Jeśli chodzi o blok rynków wschodzących, ze względu na poszukiwanie możliwości uzyskania względnej wartości pozytywnie oceniamy Chiny (w porównaniu z Indiami, z powodu inflacyjnego wpływu cen surowców) ze względu na desynchronizację w stosunku do globalnej gospodarki oraz dostosowawczą politykę.

**Na rynku instrumentów stałochodowych w związku z tym, że rentowności głównych obligacji amerykańskich i europejskich znacznie wzrosły i pojawiły się obawy o wzrost gospodarczy, ograniczaliśmy ostrożne nastawienie do duracji (Stany i rdzeń strefy euro), zmierzając w kierunku neutralności.** W obliczu niepewności co do ścieżki inflacji i końcowych stóp procentowych banków centralnych zachowujemy jednak elastyczność. W przypadku Wielkiej Brytanii nie wierzymy już we wzrost nachylenia krzywej na odcinku 2-10 lat. Spłaszczenie globalnych krzywych dochodowości, po znacznym wzroście krótkoterminowych rentowności spowodowanym jastrzębim nastawieniem banków centralnych, może wywierać presję wzrostową na brytyjskie stopy krótkoterminowe. Zalecamy, aby inwestorzy pozostali aktywni na wszyst-

kich krzywych i we wszystkich regionach, aby wykorzystać wszelkie przyszłe możliwości.

**Jeśli chodzi o dług z peryferii strefy euro, mniej konstruktywnie niż dotychczas podchodzimy do 10-letnich obligacji włoskich (BTP).** Jastrzębie nastawienie EBC oraz ogólny ruch w kierunku wyższych rentowności głównych instrumentów spowodowały pewną zmienność. Uważnie monitorujemy komunikację EBC i jego wysiłki zmierzające do zapobieżenia fragmentacji strefy euro. **Poza tym uważamy, że determinacja Fedu w zacieśnianiu polityki może wpłynąć na obligacje z rynków wschodzących, do których podchodzimy obecnie neutralnie, ale sytuacja jest dynamiczna i pozostajemy czujni.** Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, nadal uważamy, że amerykańska klasa inwestycyjna oferuje możliwości w związku z odpornością zysków, silną konsumpcją oraz dobrymi danymi fundamentalnymi krajowych przedsiębiorstw. Podchodzimy jednak ostrożnie do wdrażania strategii kierunkowej w segmencie instrumentów wysokodochodowych ze względu na ryzyko wzrostu spreadów oraz dalszego wzrostu liczby niewypłacalności. Rosnąca zmienność może oferować możliwości, ale utrzymujemy podejście selektywne.

**Nie jest zaskoczeniem, że decyzje banków centralnych w sprawie polityki monetarnej wpływają na rynki walutowe.** Po tym, jak japoński bank centralny postanowił trzymać się luzowania ilościowego, co powinno zaszkodzić jenowi, zaczęliśmy podchodzić mniej konstruktywnie do pary JPY/EUR. Utrzymujemy jednak nasz pozytywny pogląd na parę CHF/EUR oraz ostrożne stanowisko wobec EUR/USD w obliczu dużej różnicy stóp procentowych na korzyść Stanów Zjednoczonych. Dolar amerykański powinien nadal dobrze sobie radzić w stosunku do swojego kanadyjskiego odpowiednika (CAD). Jeśli chodzi o rynki wschodzące, to mimo iż pozostajemy ostrożni w kwestii walut w ogóle, utrzymujemy pozytywne nastawienie do BRL w stosunku do PLN i HUF. Real brazylijski powinien korzystać z wyższych cen surowców, natomiast Polska i Węgry są ich importerami, a ponadto znajdują się fizycznie blisko kryzysu ukraińskiego.

### Czynniki ryzyka i hedging

**Koszty zabezpieczeń rosną z powodu znacznego wzrostu zmienności.** Zalecamy inwestorom ocenę opłacalności zabezpieczeń oraz utrzymywanie ochrony na obligacjach korporacyjnych, walutach i akcjach. Inwestorzy powinni zabezpieczać się, pamiętając o potencjalnych czynnikach ryzyka związanych z nadchodzącymi sezonami publikacji zysków i recesją (mających na razie ograniczone znaczenie).

Chociaż akcje i rentowności dotknęła już korekta, nie sądzimy, by się zakończyła. Zamiast zwiększać ryzyko, inwestorzy powinni spróbować skorzystać z rozbieżnych perspektyw gospodarczych na świecie.

### Amundi Cross Asset – przekonania

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

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

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

INSTRUMENTY  
STAŁODOCHODOWE

**Amaury D'ORSAY,**  
Szef ds. instrumentów  
stałodochodowych



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Globalny szef ds. rynków  
wschodzących



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

Chociaż podwyższona zmienność może się utrzymać w związku z niepewnymi perspektywami wzrostu gospodarczego i inflacji, obecny poziom rentowności sprawia, że obligacje skarbowe stały się bardziej atrakcyjne.

## Obligacje skarbowe i obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej w centrum uwagi

Presja inflacyjna, utrzymujące się wąskie gardła i zaostrenie warunków finansowych mogą doprowadzić niektóre kraje rozwinięte do recesji. Banki centralne energicznie interweniują, aby kontrolować inflację, więc stopy krótkoterminowe prawdopodobnie wzrosną powyżej poziomu neutralnego. Główne pytania dla rynków brzmią: jak bardzo niezbędne jest zacieśnienie polityki pieniężnej i jaki będzie miało ono wpływ na popyt konsumencki oraz zyski przedsiębiorstw? **Jeśli chodzi o rentowności, należy spodziewać się dalszej zmienności, ale ich obecne poziomy stają się atrakcyjne, biorąc pod uwagę, że wzrost gospodarczy jest w fazie spadku, a inflacja osiąga szczyt. W przypadku obligacji korporacyjnych należy rozważyć większą ilość aktywów wysokiej jakości w portfelu oraz trzymać się z dala od obszarów o wysokim ryzyku i dźwigni.**

### Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

Pozostajemy bliscy neutralności w kwestii duracji w ujęciu ogólnym, ale utrzymujemy elastyczne pozycjonowanie w różnych regionach i na różnych krzywych dochodowości, biorąc pod uwagę brak widoczności co do ostatecznych stóp oraz obawy dotyczące inflacji i wzrostu gospodarczego. Na przykład przyjmujemy podejście ostrożne do neutralnego w stosunku do **Europy (w tym Wielkiej Brytanii), ale w odniesieniu do Stanów Zjednoczonych pozostajemy defensywni.** Jeśli chodzi o obligacje indeksowane inflacją na progę rentowności, sądymy, że agresywne stanowisko Fedu może spowodować ruchy realnych stóp w górę, stąd nie jesteśmy już do nich nastawieni tak pozytywnie, jak wcześniej. Z drugiej strony, pozostajemy neutralni w kwestii długu z peryferii strefy euro i obserwujemy rozwój polityki EBC oraz to, jak ma on zamiar zapobiegać fragmentacji unii walutowej poprzez swoje jeszcze niezdefiniowane narzędzie antyfragmentacyjne. **Chińskie obligacje nadal oferują możliwości dywersyfikacji.** Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, nadal istnieją możliwości zarobku na premiach za nowe emisje – trzeba jedynie zachować podejście selektywne. Ogólnie rzecz biorąc, **preferujemy amerykańską klasę inwestycyjną w stosunku do UE,** a ponadto uważamy, że fundamenty są solidne, choć można zaobserwować pewne osłabienie związane z tym, że obawy o wzrost gospodarczy i płynność zaczynają negatywnie wpływać na bardziej ryzykowne segmenty. W rezultacie inwestorzy powinni utrzymywać odpowiednie bufony i odchodzić od bardziej ryzykownych emitentów w kierunku bardziej płynnych i charakteryzujących się większą jakością papierów wartościowych o ratingu A.

### Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Uważamy, że nawet w przypadku gdy Fed nadal będzie dążył do „miękkiego ładowania”, spowolnienie wzrostu gospodarczego może być czynnikiem, na który zwróci uwagę, starając się zrównoważyć powstrzymywanie inflacji bez hamowania wzrostu PKB. Uważamy również, że zatrudnienie i popyt konsumencki pozostają silne, co powinno zapobiec recesji w najbliższym czasie. W rezultacie mimo iż rynki już wyceniają wysoki stopień zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed, w dalszym ciągu występuje dwójakiego rodzaju ryzyko dla rentowności. Stąd **jestemy bliscy neutralności, ale pozostajemy bardzo aktywni.** Jeśli chodzi o aktywa konsumenci, wygląda na to, że agencyjne papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką (MBS) przestają być dotknięte obawami przed zacieśnianiem ilościowym – uważamy, że oferują one dobrą wartość pod warunkiem przyjęcia podejścia selektywnego. **W przypadku obligacji korporacyjnych kładziemy nacisk na jakość,** ograniczając przy tym durację spreadów. Jest to ważne, ponieważ wyceny obligacji korporacyjnych (klasy inwestycyjnej i instrumentów wysokodochodowych) znajdują się blisko swoich długoterminowych średnich, ale z pewnością nie są niskie (w ujęciu zbiorczym) i mogą ucierpieć w przypadku „wyschnięcia” płynności. Priorytetami są więc płynność i czynniki charakterystyczne dla poszczególnych spółek.

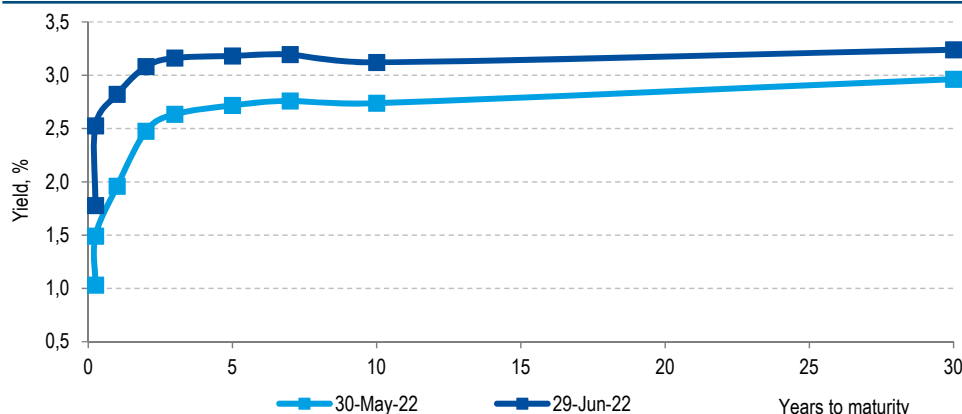
### Obligacje z rynków wschodzących

Zachowując ogólną ostrożność, uważamy, że wzrost gospodarczy na rynkach gospodarczych w 2022 r. będzie umiarkowany, a w 2023 r. nastąpi odbicie. Ze względu na ruchy zaobserwowane w tym roku, jesteśmy nieco mniej ostrożni w kwestii duracji. W przypadku instrumentów denominowanych w twardej walucie wyceny instrumentów wysokodochodowych są bardziej atrakcyjne w porównaniu z klasą inwestycyjną. Jeśli chodzi o instrumenty denominowane w walutach lokalnych, w obliczu niepewności dotyczącej inflacji kluczowa pozostaje selektywność – ostrożnie podchodzimy też do walut z rynków wschodzących. Na poziomie regionalnym preferujemy kraje z ekspozycją na cykl surowcowy (Ameryka Łacińska i RPA).

### Waluty

**Jesteśmy pozytywnie nastawieni do dolara ze względu na oczekiwania** dotyczące wyższych stóp, choć uważnie obserwujemy ruchy. Pozostajemy ostrożni wobec EUR, JPY i CNY. W przypadku rynków wschodzących waluty eksporterów surowców (MXN, CLP) korzystają z wyższych cen, ale wschodnioeuropejskie waluty są osłabione.

### Amerykańska krzywa dochodowości w czerwcu uległa dalszemu przeszacowaniu



Source: Amundi Institute, Bloomberg, data as on 29 June 2022.

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





## AKCJE

## Chwila prawdy dla zysków



Kasper ELMGREEN,  
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,  
Globalny szef ds. rynków  
wschodzących



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

Pozycja przetargowa w zakresie ustalania cen ma kluczowe znaczenie, a ponadto nie jest to pora na kompromisy w kwestii kondycji bilansów, ponieważ znalezienie się zysków pod presją jest tylko kwestią czasu.

**Ocena ogólna**

Już od jakiegoś czasu podkreślamy, że wyceny nie są w pełni uzasadnione, biorąc pod uwagę pojawiające się na horyzoncie czynniki ryzyka związane ze wzrostem gospodarczym, ale dopiero niedawno dotarło to do rynków. **Obawy o wzrost gospodarczy, agresywne zacieśnianie polityki pieniężnej przez banki centralne oraz wysoka inflacja doprowadziły do niedawnej wyprzedzaży.** Uważamy, że w przyszłości na wzrost zysków mogą negatywnie wpłynąć spadek dochodów rozporządzalnych, wzrost kosztów finansowania oraz wzrost kosztów produkcji (prognozy zysków mogą zostać zrewidowane w dół). Efekt ten nie będzie jednak odczuwalny w równym stopniu we wszystkich sektorach, regionach i spółkach. Firmy dysponujące dobrą pozycją przetargową w zakresie ustalania cen i posiadające zróżnicowane produkty powinny radzić sobie lepiej. **Selekcja instrumentów pozostaje kluczowym czynnikiem wpływającym na długoterminowe zwroty, ale wykorzystujemy również rozbieżności na poziomie regionalnym (krótkoterminowa preferencja dla Stanów Zjednoczonych i Chin).**

**Akcje europejskie**

Uważamy, że w trudnym dla Europy otoczeniu rosnące ceny surowców i stopy procentowe będą miały wpływ na zyski przedsiębiorstw i ich wyceny. Dostrzegamy również, że wyceny istotnie różnią się w poszczególnych sektorach, a ponadto uważamy, że inwestorzy powinni utrzymywać ekspozycję dwutorową, opartą na akcjach defensywnych (opieka zdrowotna, dobra podstawowe) oraz cyklicznych spółkach z segmentu „wartości” (materiały, przemysł). **Ważne jest jednak, aby zachować równowagę, utrzymać jakość portfela i skupić się na pozycji przetargowej w zakresie ustalania cen oraz kondycji bilansu.** Ma to związek z tym, że przedsiębiorstwa, które są w stanie przenieść rosnące koszty produkcji na konsumentów, prawdopodobnie zachowają marże. Dlatego właśnie utrzymujemy selekcję jako główną metodę zarządzania ryzykiem. Pozostajemy ostrożni w stosunku do sektora IT i przedsiębiorstw użyteczności publicznej, zwłaszcza w obszarach o wysokich wycenach oraz obszarach, które naszym zdaniem nie

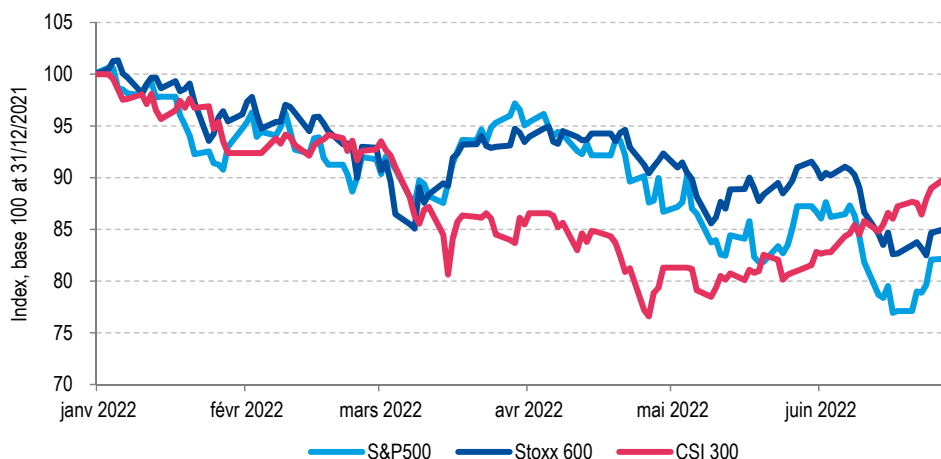
oferują atrakcyjnego kompromisu między ryzykiem a zwrotem z inwestycji.

**Akcje ze Stanów Zjednoczonych**

„Efekt bogactwa” (utrata wartości aktywów, która zniechęca do ponoszenia wydatków uznaniowych), w połączeniu z wysoką inflacją, może spowodować spowolnienie wzrostu gospodarczego, ale recesja nie jest naszym podstawowym scenariuszem. Ostatnia korekta obniżyła wyceny, ale mnożniki nie są tanie, a spółki nadal są narażone na ryzyko korekty zysków, gdyż marże są obecnie wysokie. Z drugiej strony, wysoka inflacja i wolniejszy wzrost gospodarczy są obecnie konsensusem, choć nie są do końca rozumiane przez rynki. **Trzymamy się naszego przekonania dotyczącego spółek, które wynagradzają akcjonariuszy poprzez skupy akcji własnych/dywidendy i utrzymują efektywność operacyjną w środowisku wyższych cen czynników produkcji.** Takie spółki dostrzegamy w rozsądnie wycenianych segmentach „jakości” i „wartości”. Ponadto badamy zyskowe spółki w niektórych obszarach „wzrostowych”, ponieważ po korekcie zyskały one na atrakcyjności, choć selekcja pozostaje kluczowa. Jesteśmy jednak ostrożni wobec nierentownych spółek „wzrostowych”, a ponadto poszukujemy stabilnych zwrotów z kapitału. Charakterystykę tę wykazują spółki z segmentu „wartości” oraz amerykańskie banki, a także wybrane spółki z sektorów energii, materiałów i ochrony zdrowia. Skupiamy się jednak na mniej cyklicznych i bardziej zorientowanych na jakość obszarach rynku.

**Akcje z rynków wschodzących**

Utrzymujemy ostrożne stanowisko w związku z utrzymującą się globalną niepewnością. **Atrakcyjne wyceny, w połączeniu z silnymi rozbieżnościami, utrzymują się na poziomie krajowym, co pozwala nam utrzymać wysoką selektywność** i preferować eksporterów surowców (Brazylia, ZEA). W Chinach nastroje zmieniły się na korzystne, zwłaszcza po stronie dóbr innych niż podstawowe (ze względu na oczekiwane odbicie popytu). Zasadniczo nadal staramy się też zwiększać preferencje dla segmentu „wartości” w stosunku do segmentu „wzrostu”.

**Regionalne rozbieżności w wynikach rynków akcji będą się utrzymywać**

Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 27 June 2022.

TEMATYCZNE  
POGLĄDY GLOBALNE

Didier BOROWSKI,  
Szef ds. poglądów globalnych

*Zamrożenie aktywów rosyjskiego banku centralnego po inwazji na Ukrainę było przypomnieniem dla wszystkich inwestorów państwowych, że ich decyzje dotyczące alokacji mają wymiar strategiczny.*

## Wzrost znaczenia juana nie zaszkodzi dominacji dolara

Wydaje się, że zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych zbliża się poważne spowolnienie gospodarcze, które zwiększyłoby atrakcyjność rynków obligacji — zwłaszcza amerykańskich. Gospodarka Chin ma z kolei ponownie przyspieszyć. W miarę wzrostu znaczenia czynników geopolitycznych międzynarodowy system walutowy będzie stawać się coraz bardziej wielobiegunowy.

Powrót inflacji będzie miał wpływ na strategiczną alokację wszystkich inwestorów długoterminowych, a zwłaszcza banków centralnych i funduszy państwowych. Rezerwa Federalna szybko normalizuje politykę pieniężną, co spowodowało szybki wzrost długoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz, w mniejszym stopniu, w Europie. Przyczyniło się to do umocnienia dolara. Jednocześnie **wydaje się, że zarówno w Europie, jak i (prawdopodobnie) w Stanach Zjednoczonych szykuje się ostre spowolnienie gospodarcze lub nawet recesja**. Dałoby to wielu inwestorom możliwość zmiany pozycji na amerykańskich obligacjach skarbowych. Na obecnych poziomach rentowność obligacji amerykańskich staje się bardziej atrakcyjna w porównaniu z chińskimi rynkami obligacji. **Gdy inflacja spowolni, czego spodziewamy się w 2023 roku, rentowności amerykańskich obligacji staną się jeszcze bardziej atrakcyjne.**

**Czy to oznacza, że dolar nadal będzie dominował w międzynarodowym systemie walutowym?** To stare pytanie od czasu do czasu powraca. Pomimo poważnych zmian strukturalnych w systemie monetarnym w ciągu ostatnich 60 lat dolar pozostaje dominującą międzynarodową walutą rezerwową. Udział dolara w światowych rezerwach spadł jednak do 59% z 71% w 1999 r., kiedy to wprowadzono euro. Pokazuje to, że przed inwazją Rosji na Ukrainę banki centralne stopniowo odchodziły od dolara. Niektórzy oczekują, że trend ten będzie się utrzymywał, a nawet przyspieszy, ponieważ banki centralne z rynków wschodzących starają się w dalszym ciągu dywersyfikować skład swoich rezerw.

**Zamrożenie aktywów rosyjskiego banku centralnego po inwazji na Ukrainę było przypomnieniem dla wszystkich inwestorów państwowych, że ich decyzje dotyczące alokacji mają wymiar strategiczny.** Administracja amerykańska — za pośrednictwem sekretarza skarbu Janet Yellen — promuje obecnie koncepcję „friend-shoringu”, w ramach której każdy kraj zobowiązuje się do współpracy z państwami, które przestrzegają „zestawu norm i wartości związanych ze sposobami działania w gospodarce światowej oraz zarządzania globalnym systemem gospodarczym”. Państwa zachodnie, dążące do zwiększenia swojej odporności i niezależności strategicznej, naturalnie wezmą ten argument pod uwagę. Przypomnijmy, że **w ujęciu historycznym siła militarna i dominacja monetarna pozostawały ze sobą splecione**. Kraje z otoczenia Chin z tego właśnie powodu będą dążyły do zwiększenia ekspozycji na juana, kosztem dolara. Wprowadzenie cyfrowego juana z pewnością im w tym pomoże.

**Długoterminowy wpływ, jaki wojna na Ukrainie będzie miała na międzynarodowy system walutowy, jest niepewny.** Będzie to zależeć od reakcji poszczególnych krajów, ponieważ czynniki geopolityczne będą coraz częściej brane pod uwagę. W podzielonym i wielobiegunowym świecie nie będzie już miejsca na jedną, dominującą walutę. Nie ma wątpliwości, że **juan stanie się bardziej międzynarodowy, choć jego wpływ może ograniczać się do kilku krajów**. Mimo iż juan będzie odgrywać coraz większą rolę, nie wyprze dolara.

Sfinalizowano dn. 24 czerwca 2022.



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

### Aktualizacja miesięczna









Utrzymujemy narracje i prawdopodobieństwa naszych scenariuszy centralnego i alternatywnego bez zmian w porównaniu z ubiegłym miesiącem. Nowa fala Covid-19 w Chinach i stagnacja w strefie euro są kolejnymi źródłami niepewności w krótkim okresie.

#### SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY

30%

**Ponowne załamanie w kierunku stagflacji**

##### Analiza

-  **Długotrwała wojna na Ukrainie** szkodzi zaufaniu i aktywności, a także sprawia, że ceny surowców i energii dłużej utrzymują się na wyższym poziomie, zakłócając dostawy.
-  Rosja odcina dostawy gazu do Niemiec, które w 2023 roku wchodzi w recesję.
-  Powrót **Covid-19** prowadzi do powrotu globalnych ograniczeń mobilności i wąskich gardeł zakłócających łańcuchy dostaw.
-  Oba te czynniki prowadzą do **spowolnienia gospodarczego**, podczas gdy **inflacja** pozostaje wysoka oraz niekontrolowana.
-  **Niewypłacalność kilku rynków wschodzących** oraz obawy o stabilność długu publicznego na rynkach rozwiniętych.
-  **Wznowienie dostosowawczej polityki monetarnej i fiskalnej** w celu wspierania gospodarki, ewentualnie dalszy etap represji finansowej.
-  Inflacja w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego zmusza niektóre **banki centralne**, a w szczególności EBC, do **odejścia** od swoich wytycznych i potencjalnej utraty wiarygodności.
-  Polityki i inwestycje mające na celu walkę ze **zmianami klimatycznymi** są odkładane na później i/lub polityki krajowe są wdrażane w sposób chaotyczny.

##### Implikacje rynkowe

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

#### SCENARIUSZ GŁÓWNY

60%

**Wielka rozbieżność**

##### Analiza

-  **Wojna na Ukrainie** uderza w zaufanie i przekłada się na utrzymanie wysokich cen surowców i energii.
-  **Covid-19 jest chorobą endemiczną**, powracającą w losowych falach (Chiny); globalna aktywność gospodarcza utrzymuje się, ale nadal występują wąskie gardła w łańcuchach dostaw.
-  **Rosnące rozbieżności wzrostu:**
  - W 2022 r. globalny wzrost gospodarczy stopniowo powraca do trendu, co oznacza, że w 2023 r. może dojść do pogorszenia koniunktury.
  - Oczekiwane odbicie w Chinach w drugim półroczu, po spadku PKB w II kwartale.
  - Stagnacja lub techniczna/ krótkotrwała recesja w Europie, w tym w Wielkiej Brytanii.
  - Gospodarka amerykańska jest prężna, ale oczekuje się jej spowolnienia: w 2023 r. wzrost gospodarczy może być niższy od przeciętnego (rosnące ryzyko recesji).
-  **Inflacja zasadniczo osiąga szczyt**, ale pozostanie na wysokim poziomie. Wysokie ceny surowców, ograniczenia po stronie podaży oraz rosnąca presja płacowa spowodują wzrost inflacji bazowej w niektórych regionach (np. w strefie euro).
-  **Banki centralne podążają różnymi ścieżkami:**
  - Fed będzie kontynuował agresywne podwyżki stóp (w krótkim okresie), ale w drugim półroczu przyjmie bardziej łagodne stanowisko.
  - Bank Anglii w cyklu łagodnych podwyżek stóp procentowych.
  - EBC podniesie stopy trzykrotnie w drugim półroczu, ale nie ma miejsca na prawdziwy cykl zacieśniania (ryzyko recesji)
  - ChBL nadal nastawiony na łagodzenie polityki pieniężnej.
  - Rentowności obligacji wzrosną, ale pozostaną niskie przez dłuższy czas.
-  **Polityka fiskalna:** złagodzenie krótkoterminowego negatywnego wpływu cen energii (poprzez ukierunkowane środki, zwłaszcza w Europie).
-  **Zmiany klimatyczne** zakłócają cykl surowcowy i nasilają tendencje stagflacyjne.

##### Implikacje rynkowe

- Niższe oczekiwane zwroty realne skorygowane o ryzyko
- Ograniczony wzrost nachylenia krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych oddziałuje na strefę euro i rynki wschodzące.
- Zabezpieczać się przed inflacją poprzez złoto, obligacje indeksowane inflacją oraz akcje.
- RW: utrzymujemy narrację dotyczącą krótkoterminowej ostrożności, długoterminowego dochodu realnego oraz wzrostu.

#### SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY

10%





**Zrównoważony wzrost gospodarczy sprzyjający włączeniu społecznemu**


##### Analiza



-  **Koniec wojny na Ukrainie** i stopniowe wycofywanie sankcji. Niższe ceny energii i surowców powodują szybki spadek inflacji.
-  **Pandemia w fazie endemicznej ustępuje** szybciej niż przewidywano, pomimo nowych wariantów.
-  Dodatkowe oszczędności i wzrost płac napędzają **konsumpcję**, nie powodując erozji marż przedsiębiorstw.
-  **Wzrost produktywności** dzięki transformacji cyfrowej i energetycznej oraz reformom strukturalnym.
-  **Inflacja** pozostaje pod kontrolą, a banki centralne stopniowo normalizują swoje działania.
-  **Wyższe nominalne i realne stopy procentowe** z powodu większych inwestycji i mniejszych oszczędności.
-  **Zadłużenie jest zrównoważone** dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu i stopniowemu wdrażaniu dyscypliny budżetowej.
-  **Wzrost sprzyjający włączeniu społecznemu** i skuteczne zwalczanie nierówności.
-  **Zmiany klimatyczne** i transformacja energetyczna stają się priorytetem dla decydentów.

##### Implikacje rynkowe

- Nachylenie krzywej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych rośnie.
- Preferować aktywa ryzykowne z ekspozycją na spółki cykliczne i segment „wartości”.
- Preferować obligacje indeksowane inflacją i akcje jako zabezpieczenie przed inflacją.

 Geopolityka  Tematy związane z Covid-19  
 Oczekiwania dotyczące wzrostu gosp. i inflacji  
 Polityka monetarna i fiskalna

 Plany żywienia lub warunki finansowe  
 Wypłacalność emitentów prywatnych i publicznych

 System gospodarczy lub finansowy  
 Tematy społeczne lub związane z klimatem

## NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

### Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka gospodarczego, finansowego i (geo)politycznego na poziomie 30%. Czynniki ryzyka związane z Covid-19 (w tym lockdowny w Chinach) zaliczamy do ekonomicznych. Czynniki ryzyka zostały podzielone na klastry w celu ułatwienia wykrywania strategii hedgingowych, ale są one oczywiście powiązane.

#### RYZIKO EKONOMICZNE

30%

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

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

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

#### RYZIKO FINANSOWE

30%

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

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

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

#### RYZIKO (GEO)POLITYCZNE

30%

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

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

**-** Obligacje korporacyjne i akcje, EMBI

PORTFELE WIELOAKTYWOWE – STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

● Punkt zwrotny mamy za sobą

● Zbliżamy się do punktu zwrotnego

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

**KONTEKST EKONOMICZNY**

- Mimo że dostępne dane dotyczące PKB nie pozwalają na odczytanie fundamentalnych trendów, dynamika gospodarcza stopniowo zwalnia w obliczu silnej i trwałej presji inflacyjnej oraz słabnącego popytu wewnętrznego: inflacja żywności i energii wpływa na siłę nabywczą gospodarstw domowych i działa jak podatek regresywny, podczas gdy ciągła presja na koszty dostaw szkodzi marżom.
- Kierunki zmian w prognozach inflacji i wzrostu gospodarczego są rozbieżne, ponieważ coraz wyższe prognozy inflacyjne pozostają kluczowym czynnikiem obniżającym zaufanie i ograniczającym wzrost gospodarczy. Czynniki presji stagflacyjnej są widoczne zwłaszcza w strefie euro.
- Przedłużająca się presja na ceny surowców i energii, prowadząca do bardziej trwałej inflacji i zacieśnienia polityki pieniężnej, zwiększa niepewność co do stanu gospodarki, co sprawia, że perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji nie wyglądają już tak korzystnie.

**FUNDAMENTY I WYCENA**

- Pomimo „nieśmiałych” odbić w ostatnim czasie wyceny rynkowe są obecnie nadmierne, choć nie dyskontują ryzyka recesji i nie sugerują znaczących punktów wejścia.
- Celem zacieśnienia ilościowego będzie rozwiązanie problemów związanych z inflacją i powstrzymanie wzrostu mnożników, podczas gdy oczekiwania są nadal bardzo optymistyczne – przynajmniej w Europie, biorąc pod uwagę potencjalne niedobory surowców.



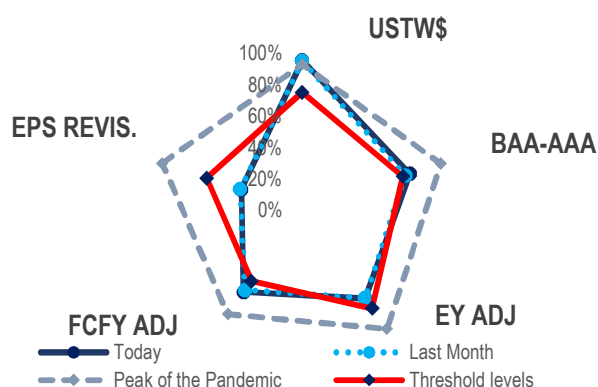
**ASPEKTY TECHNICZNE**

- W pierwszej połowie czerwca większość aktywów ryzykownych osiągnęła poziomy oznaczające skrajne wyprzedzenie, a wskaźniki RSI i wskaźniki kontrariańskie (Bull/Bear, Fear&Greed) zaczęły sugerować powrót do średniej.
- Koniec miesiąca upłynął pod znakiem odreagowania prowadzącego do osłabienia sygnałów ze wskaźników kontrariańskich. Brak widoczności i słaba dynamika (trendy aktywów ryzykownych pozostają wysoce rozbieżne) z perspektywy technicznej nadal przemawiają za zasadniczo neutralną ekspozycją.

**NASTROJE**

- W pierwszej połowie czerwca większość aktywów ryzykownych uległa korekcie w dół, ponieważ jastrzębia reakcja banków centralnych zwiększyła prawdopodobieństwo globalnego spowolnienia w ciągu najbliższych kilku lat.
- Koncentracja ryzyka na rynku pozostaje wysoka, a ogólne prawdopodobieństwo odejścia od ryzyka nadal sugeruje defensywną alokację w krótkim okresie.
- Spread Baa-Aaa agencji Moody’s naruszył w czerwcu poziomy alarmowy, ujawniając wpływ słabszej gospodarki i mocniejszego dolara. Warunki finansowe uległy dalszemu zaostrzeniu na całym świecie w odpowiedzi na bardziej trwałą inflację.

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



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

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

Source: Amundi Institute, Data as of 24 June 2022



## WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

**1 Banki centralne zdeterminowane do walki z inflacją**

- Podniesienie stóp procentowych przez EBC będzie zależało od jego zdolności do ograniczenia fragmentacji finansowej.
- - Fragmentacja strefy euro jest największym zagrożeniem, przed którym stoi EBC na etapie podnoszenia stóp.
  - Powtórka z roku 2011 jest mało prawdopodobna, ponieważ koszt długu jest niższy, perspektywy wzrostu nominalnego są wyższe, a narzędzia zapobiegające fragmentacji już istnieją
- - Przyspieszając finalizację projektu swojego nowego instrumentu zapobiegającego fragmentacji, EBC pokazał, że jest zdeterminowany, by zapobiec negatywnemu wpływowi na transmisję polityki pieniężnej. W związku z tym uniknięcie powtórki z roku 2011 powinno się udać.
- **Rezerwa Federalna** planuje podnieść stopy powyżej poziomu neutralnego do końca roku. FOMC zamierza przyspieszyć podwyżki stóp, zwiększając tym samym prawdopodobieństwo recesji w Stanach Zjednoczonych.
- **Bank Anglii** może mieć ograniczone pole manewru w zakresie zacieśniania polityki pieniężnej w związku z pogarszającą się koniunkturą gospodarczą. W porównaniu z rynkiem sądzimy, że Bank Anglii przyjmie znacznie bardziej gołębią postawę.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- Końcowe stopy procentowe banków centralnych: Stany Zjednoczone — 3,75% (nieco poniżej rynków), EBC — 1,25%, zaś Bank Anglii — 1,75% (w obydwu przypadkach spodziewamy się postawy bardziej gołębiej niż oczekują rynki).
- Podchodzimy neutralnie do obligacji z peryferii strefy euro, z bardziej płaskimi krzywymi.

**2 Słabszy wzrost gospodarczy i wyższa inflacja to nadal hasła przewodnie**

- Rynki rozwinięte: szybsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych poniżej trendu oraz stagnacja wzrostu w strefie euro, z rosnącym ryzykiem recesji.
- RW: Prognoza wzrostu PKB Chin w 2022 r. została skorygowana w dół, w przeciwieństwie do prognoz dla eksporterów surowców, takich jak Brazylia i RPA, które skorygowaliśmy w górę.
- Wojna na Ukrainie ma zróżnicowany wpływ na rynki wschodzące, przy czym niektóre z nich wyraźnie korzystają na wyższych cenach surowców i energii. Ogólny wzrost w bloku rynków wschodzących pozostaje niezmienny mimo rewizji w dół prognozy dla Chin.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- Potwierdzamy pozycjonowanie uwzględniające otoczenie staglacyjne: niedoważanie akcji, przeważanie aktywów powiązanych z inflacją, niedoważanie obligacji korporacyjnych i przeważanie obligacji skarbowych oraz indeksowanych z inflacją.

**3 Chińskie akcje: złe wiadomości są już dyskontowane**

- Bardziej wspierające sygnały polityczne i stopniowe znoszenie ograniczeń prowadzą do bardziej pozytywnych perspektyw dla wzrostu gospodarczego
- Za spadkiem chińskich akcji od początku 2021 r. stoi kilka czynników:
  - nowe reformy regulacyjne, wpływające głównie na akcje z branży technologicznej i nieruchomości;
  - napięcia geopolityczne zaostrzone przez konflikt na Ukrainie, a następnie wzrost inflacji i zacieśnianie polityki pieniężnej przez większość banków centralnych na świecie;
  - ryzyko wycofania z giełdy związane z amerykańską ustawą Foreign Accountability Act (która wymaga od spółek notowanych na giełdzie w Stanach Zjednoczonych deklaracji, że nie są one własnością rządu lub nie są przez niego kontrolowane);
  - zero tolerancji dla Covid.
- bardziej korzystny rozwój sytuacji politycznej i stopniowe znoszenie istniejących ograniczeń (pozytywne dla wzrostu gospodarczego) powinny pozwolić na stabilizację rynków akcji w najbliższej przyszłości.
- Teraz, gdy inwestorzy szukają pozycji w środowisku wysokiej inflacji, Chiny mogą być dobrą okazją jako źródło wartości względnej.
- Fundamenty MSCI China sugerują odbicie indeksu po korekcie, która trwa od 2021 r.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- Pozycja długa na akcjach typu H, stopach procentowych oraz surowcach.

**4 Japońskie akcje oddzieliły się od jena**

- W 2021 r. siły strukturalne i cykliczne wspierały deprecjację JPY: Fundamenty Japonii osłabiły się najbardziej w całym bloku państw rozwiniętych, a ultrałuzna polityka monetarna uczyniła JPY bardzo atrakcyjnym dla strategii finansowania.
- Spodziewamy się zmiany reżimu począwszy od roku 2022: fundamenty nadal uzasadniają słabość waluty, a my nie widzimy bezpośredniego ryzyka, że Bank Japonii zmieni swoje gołębie stanowisko. Siły cykliczne i wyzwania konkurencyjne sugerują jednak, że większość negatywnej presji powinna być już za nami.
- Scenariusze zbliżone do recesji faworyzują JPY i szkodzą japońskim akcjom:
  - JPY osłabił w rezultacie oddziaływania sił strukturalnych i cyklicznych, ale jeśli dojdzie do recesji, waluta ta będzie jednym z głównych beneficjentów;
  - recesja byłaby natomiast niekorzystna dla japońskich akcji, ponieważ jest to rynek cykliczny.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- Dostrzegamy możliwość ograniczonej deprecjacji w stosunku do obecnych poziomów i oczekujemy odwrócenia części ostatnich strat w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
- Cele USD/JPY: 129 za 6M (konsensus: 130), 122 za 12M (konsensus: 126).

## WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

**5 Ryzyko koncentracji jest podwyższone w stosunku do standardów historycznych**

- Zmienność stóp procentowych przewyższa zmienność akcji i walut.
- W ujęciu historycznym wzrost korelacji między aktywami wrażliwymi na ryzyko oznacza, że ryzyko systemowe staje się znacznie bardziej dotkliwe.
- Trwająca wyprzedaż aktywów ryzykownych rozpoczęła się od niskiej koncentracji ryzyka, ponieważ większość ruchu przekładała się na wyższą zmienność akcji. Im bardziej dojrzał rynek niedźwiedzia, tym lepiej radziły sobie złoto i CHF, zwiększając koncentrację ryzyka.
- Obecny odczyt przekracza nasz wewnętrzny poziom alarmowy, ale uważamy, że może być zbyt wcześnie na powrót do średniej. JPY pozostał w tyle za zwyczajowym wzorcem dywersyfikacji, a jego aprecjacja może nadal wspierać wyższą koncentrację.
- Chociaż wskaźnik koncentracji ryzyka Amundi znajduje się obecnie powyżej poziomu alarmowego, uważamy, że może być zbyt wcześnie na powrót do średniej.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- Taktycznie defensywna krzyżowa alokacja aktywów: beta portfela <1 i przeważenie gotówki.

**6 Rynki nie dyskontują jeszcze recesji**

- Korekta zakończyła etap przewartościowania. Obecnie należy uważać na czekające nas trudne otoczenie.
- Co jest dyskontowane: trwające przesunięcie w kierunku zacieśniania polityki pieniężnej ze względu na reżim podwyższonej inflacji.
- Co NIE jest dyskontowane: możliwość recesji zysków lub recesji gospodarczej. Obecna narracja rynkowa nie dyskontuje w pełni pogarszających się marż ani „trującego” połączenia drenażu płynności, pogorszenia warunków finansowych i zakłóceń produktywności, które zaczynają się materializować.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- W scenariuszu spowolnienia gospodarczego ceny musiałyby zatem ulec istotnej korekcie, co pociągnęłoby za sobą pogorszenie sytuacji w zakresie zatrudnienia oraz korektę prognoz zysków w dół.
- Podtrzymujemy argumenty za ostrożną alokacją aktywów ryzykownych w kolejnych miesiącach, w oczekiwaniu na większą widoczność zysków.

**Najnowsze informacje o Covid-19**

**Pierre BLANCHET**, Szef ds. analiz inwestycyjnych

Wygląda na to, że miarę opadania fali Covid, która doprowadziła do częściowego zamknięcia chińskiej gospodarki, w Europie i Ameryce Północnej narasta kolejna. Według danych WHO liczba przypadków zarejestrowanych w Europie wzrosła z około 900 tysięcy pod koniec maja do ponad 2,5 mln w chwili pisania artykułu. Na tym etapie najbardziej dotknięta jest Francja, a następnie Niemcy, Hiszpania i Włochy. Chociaż odsetek poważnych przypadków pozostaje ograniczony w stosunku do całkowitej liczby chorych, wciąż rośnie liczba zgonów. W Stanach Zjednoczonych wzrost liczby udowodnionych przypadków jest mniej drastyczny, ale pozostaje równie realny. W związku z tym Zachód może doświadczyć trudnego lata, ponieważ urlopowicze zaczynają się przemieszczać.

Dotykająca Europę nowa fala jest napędzana przez nowy i bardziej zaraźliwy wariant wirusa omikron o symbolu BA5. Część ekspertów jest zaniepokojona brakiem reakcji władz krajowych i wzywa do powrotu zasad społecznego dystansu i maseczek. Te bardzo niepopularne środki trudno będzie jednak ponownie wprowadzić w życie w miesiącach letnich. Statystyki prawdopodobnie ulegną zatem dalszemu pogorszeniu, zanim środki ochrony zdrowia zostaną (być może) przywrócone we wrześniu. W Chinach polityka „zero Covid” może szybko doprowadzić do nowych lockdownów, ponieważ w regionie Szanghaju pojawiły się nowe przypadki. Dlatego właśnie Covid-19 będzie nadal wpływać na nasze codzienne życie i ograniczać aktywność gospodarczą.



## KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=/+		Recesja nie jest naszym podstawowym scenariuszem, ale dalsze zacieśnianie polityki przez Fed przy wysokiej inflacji może mieć wpływ na wzrost gospodarczy, a co za tym idzie na zyski firm. Rynki konsumpcji i pracy pozostają silne, a my jesteśmy selektywni i stawiamy przede wszystkim na akcje z segmentu „wartości”, spółki wysokiej jakości oraz spółki wypłacające dywidendy. Unikamy jednak drogich spółek „wzrostowych” i oraz spółek o największej kapitalizacji.
	Segment „wartości”, USA	+		Wyprzedaże z ostatniego miesiąca nie zdołały ograniczyć przewagi segmentu „wartości”, ale uważamy, że inwestorzy powinni przyjmować postawę selektywną, analizować spółki z mniej cyklicznych segmentów oraz utrzymywać nastawienie na jakość. Warto preferować firmy, które w czasach wysokiej inflacji mogą zwrócić akcjonariuszom nadwyżkę gotówki w postaci dywidendy itp. – w tym kontekście bardzo przydatna okazuje się analiza oddolna.
	Segment „wzrostu”, USA	-		Uważamy, że w miarę korekty wycen akcji i stóp procentowych spółki wzrostowe, których wyceny zależą od przepływów pieniężnych sięgających daleko w przyszłość, mogą tanieć jeszcze bardziej. Choć wyceny spadły w takich obszarach jak technologie, nadal nie są one wystarczająco niskie, i dlatego zachowujemy ogólną ostrożność w stosunku do segmentu „wzrostu”.
	Europa	-	▼	Wojna rosyjsko-ukraińska nasila presję na inflację i może zaważyć na popycie w regionie, wpływając tym samym na zyski spółek (a więc i na wyceny). W tym środowisku zachowujemy krótkoterminową czujność i uważamy, że firmy z silnymi bilansami oraz zdolnością do przenoszenia rosnących kosztów na konsumentów powinny być w stanie ochronić zyski.
	Japonia	=		Spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego może zaważyć na napędzonym eksporcie rynku japońskim, ale słaby jen może okazać wsparciem dla akcji z tego kraju. Przyjmujemy podejście neutralne w świetle cykliczności rynku krajowego.
	Chiny	=/+	▲	W miarę zmierzania przez ten kraj w kierunku zdrowego modelu wzrostu opartego na konsumpcji krajowej, desynchronizacja Chin w stosunku do globalnej gospodarki, wspierająca polityka oraz ponowne otwarcie gospodarcze przekładają się na coraz lepszy obraz lokalnej koniunktury. Przyjmujemy podejście konstruktywne do akcji z Chin kontynentalnych, choć utrzymujemy selektywność.
	Rynki wschodzące	=		Pozostajemy ostrożni, mimo że po ostatniej przecenie dostrzegamy atrakcyjne wyceny. Argument za selekcją i fragmentacją jest wysoce uzasadniony – szukamy eksporterów surowców (Brazylia, ZEA) oraz krajów z silnym popytem wewnętrznym. Ogólnie rzecz biorąc, zwracamy uwagę na wyceny i nadal preferujemy segment „wartości” w stosunku do segmentu „wzrostu”.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	=		Fed kontynuuje swoją agresywną trajektorię zacieśniania, a presja na rentowności głównych obligacji jest podwójna – ze strony wzrostu gospodarczego i wyższych stóp banku centralnego. Na razie pozostajemy blisko neutralności, przyjmując nastawienie minimalnie negatywne, a ponadto jesteśmy gotowi korygować to stanowisko w zależności od zmian stóp końcowych i inflacji. Ograniczamy preferencje dla obligacji skarbowych indeksowanych inflacją (TIPS).
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+		Podtrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do obligacji klasy inwestycyjnej ze Stanów Zjednoczonych, a w szczególności do papierów o wyższym ratingu, ponieważ oferują one atrakcyjne okazje do carry trade, a sam kraj cechuje się silną konsumpcją i odpornymi rynkami pracy. Dane fundamentalne przedsiębiorstw są również silne ze względu na zdolność firm do przenoszenia wyższych kosztów produkcji na konsumentów. Wyceny nie są jednak tanie.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Z uwagi na płynność i czynniki specyficzne dla poszczególnych spółek pozostajemy neutralni wobec instrumentów wysokodochodowych. Uważnie obserwujemy ewentualny wzrost spreadów spowodowany agresywną polityką monetarną Fedu oraz ewentualnym zacieśnieniem warunków finansowych.
	Skarbowe Europa	=		Niepewność gospodarcza i ryzyko fragmentacji, w połączeniu z wysoką inflacją i zacieśnianiem EBC, uzasadniają stanowisko zbliżone do neutralnego w odniesieniu do duracji w Europie Centralnej. Utrzymujemy jednak elastyczność i podejście taktyczne w stosunku do wszystkich krzywych europejskich oraz ściśle monitorujemy ścieżkę polityki. Przyjmujemy podejście neutralne do długu z peryferii strefy euro. Oczekujemy większej jasności co do nowych ram zapobiegania fragmentacji EBC, jako że dąży on do zacieśnienia polityki bez szkody dla wzrostu gospodarczego.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=		Utrzymujemy się niepewność co do wzrostu gospodarczego, jastrzębie komunikaty EBC oraz obawy o zyski (związane z wysokimi kosztami produkcji) nieco zaciemniają perspektywę, nawet jeśli dane fundamentalne przedsiębiorstw pozostają na razie solidne. Inwestorzy powinni rozważyć preferowanie wysokiej jakości płynnych instrumentów w stosunku do walorów wysoce zadłużonych spółek.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=		Choć na razie wskaźniki niewypłacalności są niskie, w przypadku pogorszenia się sytuacji gospodarczej możemy być świadkami pojawienia się problemów z płynnością. Dlatego w celu poszukiwania odpornych bilansów rozróżniamy emitentów instrumentów wysokodochodowych na podstawie ryzyka płynności oraz jakości. Ogólnie rzecz biorąc, wolimy nie przyjmować ekspozycji kierunkowej w tej klasie aktywów.
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+		Chińskie obligacje nadal oferują możliwości dywersyfikacji portfeli globalnych. W połączeniu z łagodnym nastawieniem ChBL do luzowania powinno to wywrzeć pozytywny wpływ na obligacje skarbowe.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+	▼	Przyjmujemy podejście umiarkowanie pozytywne do obligacji denominowanych w twardej walucie, preferując instrumenty wysokodochodowe, których wyceny są naszym zdaniem atrakcyjne w porównaniu z klasą inwestycyjną. Utrzymujemy jednak silną tendencję do selekcji oddolnej.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Dostrzegamy rozbieżności w obrębie instrumentów dłużnych denominowanych w walutach lokalnych, preferując kraje Ameryki Łacińskiej (eksporterzy surowców), a jednocześnie zachowując pewną ostrożność w stosunku do Azji. Jesteśmy szczególnie ostrożni wobec walut rynków wschodzących ze względu na rosnące stopy w Stanach Zjednoczonych oraz ryzyko ucieczki do „bezpiecznych przystani”.
INNE	Surowce			W czasach inflacji surowce oferują solidny potencjał dywersyfikacji. Jesteśmy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do ropy naftowej ze względu na oczekiwania dotyczące niedoboru podaży, który w średnim terminie powinien zrekomensować osłabienie popytu, nawet jeśli ceny pozostaną zmienne w krótkim okresie. Nasz poziom docelowy WTI to 105 USD za baryłkę za 3 miesiące.
	Waluty			Nie widzimy bezpośrednich powodów do zakończenia rajdu USD i uważamy, że EUR/USD może zbliżyć się do parytetu (6-miesięczny cel utrzymany na 1,02) dzięki stanowczemu Fedowi, wzrostowi wydajności w Stanach Zjednoczonych oraz spowolnieniu wzrostu gospodarczego w Europie.

### LEGENDA

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

Źródło: Amundi, na dzień 28 czerwca 2022 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi. IG = obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej, HY = wysokodochodowe obligacje korporacyjne, EM Bonds HC / LC = obligacje z rynków wschodzących denominowane w twardej walucie / walucie lokalnej, WTI = West Texas Intermediate, QE = luzowanie ilościowe.



## KRAJE ROZWINIĘTE

### Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-07-04

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

Źródło: Instytut Amundi

- **Stany Zjednoczone:** oznaki spowolnienia wzrostu nasilają się wraz z wysoką inflacją, która powoduje erozję dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych i marż przedsiębiorstw. Choć nie dostrzegamy spadku aktywności w II kwartale, wpływ czynników ryzyka dla naszych prognoz pozostaje ponaprzeciętnie wysoki. Oczekujemy, że wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych do końca roku spadnie poniżej poziomu potencjalnego i pozostanie na tym poziomie w pierwszych miesiącach 2023 r. ze względu na negatywny wpływ zacieśnienia monetarnego na najbardziej wrażliwe na stopy procentowe sektory gospodarki. Do końca roku inflacja powinna zacząć słabnąć, ale pozostanie znacznie powyżej celu, ponieważ presja inflacyjna nadal narasta.
- **Strefa euro:** Rewizja w górę danych o PKB za I kwartał (z 0,3% do 0,6%) maskuje słabość popytu wewnętrznego, zwłaszcza po stronie konsumpcji, i nie wróży dobrze na resztę roku. Rosnąca inflacja rzeczywista i prognozowana będzie skutkować osłabieniem dynamiki popytu wewnętrznego, i dlatego oczekujemy, że w tym roku wzrost gospodarczy będzie zasadniczo stabilny, a ryzyko jego osłabienia skoncentruje się w II i IV kwartale. Prognozy wzrostu na rok 2023 również zostały znacznie obniżone w związku z dużo słabszą dynamiką na początku nowego roku. Prognozy inflacji są korygowane w górę ze względu na wzrostową dynamikę cen ropy naftowej, utrzymywanie się trudności z zaopatrzeniem oraz uogólnienie i przyspieszenie presji inflacyjnej.
- **Wielka Brytania:** Utrzymująca się wysoka inflacja doprowadzi do ograniczenia realnego dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych i marż przedsiębiorstw, przez co możliwość wystąpienia technicznej recesji stanie się bardzo realna (potwierdzają to ostatnie miesięczne dane o PKB). Chociaż na razie oczekujemy, że gospodarka uniknie dwóch kolejnych kwartałów ujemnego wzrostu, wpływ czynników ryzyka pozostaje ponadprzeciętnie wysoki, ponieważ presja inflacyjna pozostaje silna, a jej negatywny wpływ na zaufanie konsumentów i przedsiębiorstw może nie być jeszcze w pełni widoczny. Sądzymy, że w ujęciu sekwencyjnym PKB pozostaje na krawędzi pomiędzy kurczeniem się a słabą ekspansją, podczas gdy dynamika inflacji pozostaje wysoka, co pozwala na utrzymanie się presji inflacyjnej na wyższym poziomie przez dłuższy czas.
- **Japonia:** Wskaźniki krajowej inflacji wykazują tendencję wzrostową, ale pozostają też na komfortowo niskim poziomie. Optymizm co do ożywienia gospodarczego triumfuje na razie nad obawami o inflację, co sprawiło, że wskaźnik PMI dla usług osiągnął w maju wieloletnie maksimum. Z kolei wskaźnik PMI dla sektora produkcyjnego spadł drugi miesiąc z rzędu, odzwierciedlając spowolnienie globalnej ekspansji i słabnący popyt zewnętrzny. Podsumowując, oczekujemy, że ożywienie gospodarcze w Japonii nabierze tempa, napędzane przez odbicie konsumpcji prywatnej. Krajowy cykl koniunkturalny jest daleki od dojrzałości i pozostaje w fazie nadrabiania zaległości po pandemii.

### Prognoza kluczowych stóp procentowych

	15.06. 2022	Amundi + 6 m.	Konsensus + 6 m.	Amundi + 12m.	Konsensus + 12 m.
<b>USA</b>	1,63	3,4/3,6	4,38	3,7/3,9	4,83
<b>Strefa euro</b>	-0,5	1,00	1,14	1,25	2,2
<b>Japonia</b>	0,00	0,05	-0,02	-0,1	0,18
<b>Wlk. Brytania</b>	1,00	1,50	1,78	1,75	2,30

Źródło: Instytut Amundi

- **Fed:** FOMC zdecydował się na podwyżkę stóp o 75 p.b. — największą od 1994 r. — z docelowym przedziałem 1,5–1,75%. Oczekujemy, że w lipcu Fed ponownie podniesie stopy o 75 p.b. Następnie oczekujemy podwyżki o 50 p.b. we wrześniu i powrotu do podwyżek o 25 p.b. w listopadzie, przed osiągnięciem szczytu na poziomie 3,75% na początku 2023 r. Ogólnie rzecz biorąc, FOMC zapowiedział ostrzejsze zacieśnienie głównej stopy procentowej polityki pieniężnej do 2023 r. oraz prawdopodobną potrzebę bardziej wdrożenia restrykcyjnej polityki w przyszłym roku w celu walki z inflacją. Biorąc pod uwagę ostatnie zmiany inflacji, FOMC zamierza prowadzić bardziej agresywną politykę przyspieszania podwyżek stóp. Ścieżka prowadząca do „miękkiego lądowania” jest coraz węższa.
- **EBC:** Na swoim ostatnim planowym posiedzeniu EBC utrzymał jastrzębie nastawienie — ma zamiar rozpocząć podwyżki stóp od ruchu o 25 p.b. w lipcu, a następnie prawdopodobnie o 50 p.b. we wrześniu, jeśli inflacja nie osłabnie. W kolejnej fazie należy się spodziewać „mającej charakter stopniowy, ale trwałej ścieżki dalszych podwyżek”. Na 15. posiedzeniu ad hoc, które odbyło się po posiedzeniu zwyczajnym, EBC zobowiązał się do opracowania specjalnego narzędzia przeciwdziałającego fragmentacji oraz do stosowania elastycznych reinwestycji PEPP: dalsze szczegóły dotyczące kalibracji i funkcjonowania nowego narzędzia spodziewane są na posiedzeniu w lipcu.
- **Bank Japonii:** W czerwcu Bank Japonii był zdecydowanie gołębi, opierając się presji ze strony rynków obligacji i walutowych na zmianę polityki. Gubernator Kuroda przekazał dwa jasne komunikaty, zgodnie z którymi: 1) Bank Japonii będzie kontynuował strategię kontroli krzywej dochodowości (YCC), a rozszerzenie pasma YCC będzie równoznaczne z zacieśnieniem, jak również 2) gwałtowna deprecjacja jena zaszkodzi gospodarce, a zwłaszcza inwestycjom przedsiębiorstw. Wypowiedź gubernatora zyskała poparcie premiera Kishidy, który uważa, że waluta jest tylko jednym z kilku czynników, które należy brać pod uwagę przy prowadzeniu polityki monetarnej. Nie spodziewamy się żadnych zmian YCC za kadencji Kurody.
- **Bank Anglii:** Zgodnie z oczekiwaniami, w czerwcu Bank Anglii podniósł stopy procentowe o 25 p.b. większością głosów 6-3 (taką samą, jak na poprzednich posiedzeniach), co oznacza że podwyżka o 50 p.b. przepadła w głosowaniu. Pomimo słabszego niż oczekiwano wzrostu PKB napięcia na rynku pracy oraz utrzymująca się inflacja otworzyły drzwi do bardziej zdecydowanej reakcji na przyszłych posiedzeniach i skłoniły decydentów do przedstawienia bardziej jastrzębiego komunikatu, w przeciwieństwie do bardziej gołębiego tonu z majowego posiedzenia. Spodziewamy się, że po ostatnim ruchu nastąpi podwyżka o 25 p.b. w sierpniu oraz o kolejne 25 p.b. w IV kwartale, choć wzrasta ryzyko mocniejszego ruchu w sierpniu (będzie on zależeć głównie od odczytów inflacji).

### Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
<b>EBC (Rada Prezesów)</b>	<b>21 lipca</b>
<b>Bank Japonii (MPM)</b>	<b>21 lipca</b>
<b>Rezerwa Federalna (FOMC)</b>	<b>27 lipca</b>
<b>Bank Anglii (MPC)</b>	<b>4 sierpnia</b>

Źródło: Instytut Amundi

## KRAJE WSCHODZĄCE

### Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-07-04

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Świat	6,2	3,2	3,1	3,8	7,6	4,6
<b>Kraje wschodzące</b>	6,9	3,7	4,3	4,3	8,3	5,5
Chiny	8,1	3,5	5,4	0,9	2,1	2,2
Brazylia	4,6	1,7	1,2	8,3	10,1	5,7
Meksyk	4,8	1,9	1,3	5,7	7,7	5,2
Rosja	4,7	-10,0	1,3	6,7	14,8	7,9
Indie	9,1	7,7	5,6	5,1	7,2	6,3
Indonezja	3,7	5,2	4,8	1,6	3,9	3,8
RPA	5,5	2,4	1,8	4,6	6,7	5,6
Turcja	11,4	4,7	3,4	19,4	72,7	30,3

Źródło: Instytut Amundi

- **Chiny:** Od czasu ponownego otwarcia Szanghaju głównym przedmiotem sporu była siła ożywienia gospodarczego. Obserwujemy umiarkowane, ale stałe ożywienie w przepływach samochodów ciężarowych w całym kraju, z jedną cechą wyróżniającą: podróże międzyregionalne pozostają bardzo ograniczone ze względu na ostrożność władz lokalnych co do ryzyka napływu nowych przypadków – mobilność w obrębie każdego z miast szybko się jednak poprawiła. Nie jest to odbicie w kształcie litery V, a skurczenie się gospodarki w II kwartale jest wysoce prawdopodobne. Pomimo działań łagodzących ożywienie w drugim półroczu będzie najprawdopodobniej przebiegać poniżej trendu ze względu na spowolnienie w budownictwie mieszkaniowym oraz nawis związany z polityką „zero Covid”.
- **Azja Południowa:** W czerwcu regionalne banki centralne nie zaskoczyły – RBI (Indie) i BSP (Filipiny) ponownie podniosły stopy o odpowiednio 50 i 25 p.b., podczas gdy BI (Indonezja) i BoT (Tajlandia) utrzymały swoje na niezmiennym poziomie. Ze względu na zwiększone perspektywy inflacyjne BSP będzie podążać za nimi, stopniowo podnosząc stopy polityki monetarnej. Indonezyjski bank centralny postanowił na razie zignorować zmienność kursów walutowych wywołaną jastrzębią postawą Fedu oraz oczekiwaniem na wyraźniejsze sygnały o krzepnącej inflacji, które powinny pojawić się dość szybko. Wreszcie, rada polityki pieniężnej banku centralnego Tajlandii zaczęła zmieniać swoje nastawienie na mniej gołębie, co prawdopodobnie przyspieszy pierwszą podwyżkę stóp (III kwartał).
- **Kolumbia:** Gustavo Petro został pierwszą w historii Kolumbii lewicową głową państwa i trzecim w regionie andyjskim lewicowym prezydentem w tym cyklu wyborczym. Petro startował z ambitną platformą, która obejmowała reformę podatkową, emerytalną, gruntową i zdrowotną, a także zakaz poszukiwania nowych złóż ropy naftowej – co jest wysoce problematyczne dla gospodarki z podwójnym deficytem. W swojej mowie inauguracyjnej sformułował przesłanie jedności i dialogu. Pomimo oznak umiarkowania zmiana reżimu jest prawdopodobnie w drodze, nawet jeśli będzie miała charakter uporządkowany. Jednocześnie gospodarka po mocnym starcie wyhamowuje, inflacja zbliża się do prognozy 10%, a bank centralny kontynuuje stopniowe, ale zdecydowane podnoszenie stóp.
- **Brazylia:** W pierwszym półroczu aktywność gospodarcza ponownie przyspieszyła dzięki dobrej kondycji eksportu i zróżnicowanym środkom stymulacyjnym – oczekuje się jednak, że w drugiej połowie roku spowolni z powodu wolniejszej, ale wciąż wysokiej inflacji, SELIC powyżej 13% i niepokoju politycznych, chyba że wpływ tych czynników zostanie skompensowany przez dalsze działania fiskalne. Roczna inflacja prawdopodobnie osiągnęła w kwietniu szczytowy poziom 12,1% dzięki korzystnym efektom bazy i obniżce podatków – w rezultacie można się spodziewać, że inflacja zakończy rok w okolicach 8%, choć w ujęciu sekwencyjnym jej spadek będzie wolniejszy. BCB wstępnie zapowiedział kolejną podwyżkę „kalibrującą” w sierpniu, a ponadto zasugerował, że w horyzoncie prognozy stopa SELIC może pozostać wysoka przez dłuższy czas.

### Prognoza kluczowych stóp procentowych

	15.06. 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Amundi +12 m.
Chiny	3,7	3,6	3,7	3,6	3,7
Indie	4,9	6	5,5	6,25	5,85
Brazylia	13,25	13,75	13,4	12,25	11,9
Rosja	9,5	8,5	9,1	7,5	8,15

Źródło: Instytut Amundi

- **ChBL (Chiny):** W czerwcu oprocentowanie kredytów hipotecznych ponownie spadło do najniższego poziomu od 2014 r., a stopy na rynku międzybankowym utrzymały się na ultraniskim poziomie. W rezultacie jest mało prawdopodobne, że ChBL ponownie obniży główną stopę procentową, ponieważ warunki płynności i finansowania już uległy znaczącemu złagodzeniu. Obniżka stopy LPR o 10 p.b. jest jeszcze możliwa, ale mamy w to mało wiary. Takie ograniczenie mogłoby zostać wykorzystane do wsparcia nastrojów na rynku w razie potrzeby, zwłaszcza w przypadku kolejnego znaczącego wybuchu epidemii. W każdym razie nawet bez dalszych obniżek stóp ChBL prawdopodobnie utrzyma swoje akomodacyjne nastawienie przez resztę 2022 r., aby wspierać ożywienie gospodarcze i bodźce fiskalne.
- **RBI (Indie):** W czerwcu zgodnie z oczekiwaniami rada RBI jednogłośnie przegłosowała kontynuację normalizacji polityki pieniężnej, podnosząc stopy procentowe o 50 p.b., z 4,40% do 4,90%. Z protokołu jasno wynika, że walka z inflacją stała się priorytetem, po raz drugi z rzędu komitet podniósł bowiem prognozę głównej stopy inflacji na rok 2023 z 5,7% do 6,7% r/r. Nasze wewnętrzne prognozy pozostają wyższe i wynoszą 7,4% r/r na rok finansowy 2023. Oczekujemy, że zacieśnianie polityki będzie kontynuowane aż do osiągnięcia neutralnej stopy realnej, co implikuje kolejne podwyżki o łącznie 100-150 p.b.
- **BCB (Brazylia):** Wyższe na dłużej. COPOM podniósł w czerwcu stopę procentową o mniej niż w maju (i mniej niż Fed), o 50 p.b. do 13,25%, i zasugerował kolejną podwyżkę o tej samej lub mniejszej skali w sierpniu. W nieco jastrzębim tonie komitet podkreślił również, że warunkiem przywrócenia inflacji do celu będzie utrzymanie restrykcyjnych stóp procentowych przez okres dłuższy niż wcześniej oczekiwano. Oczekujemy, że cykl podwyżek zakończy się w sierpniu na poziomie 13,75%, kiedy to na poważnie rozpocznie się cykl związany z polityką fiskalną, podczas gdy zwrotu w zakresie polityki monetarnej należy spodziewać się dopiero w II kwartale 2023 r.
- **CBR (Rosja):** W czerwcu Centralny Bank Rosji ponownie podniósł stopę procentową o 150 punktów bazowych, tym razem do 9,5%. W maju inflacja wzrosła tymczasem do 17,1% r/r w stosunku do 17,8% w kwietniu. Głównymi czynnikami tego spadku były umocnienie rubla oraz wyhamowanie popytu wewnętrznego. Spadek CPI wynikał głównie z pozycji nieżywnościowych, ale żywność i usługi również wyhamowały. Spadają też oczekiwania inflacyjne zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Oczekujemy od CBR kolejnego cięcia o 100 p.b. CBR w ciągu najbliższych sześciu miesięcy i dodatkowych 100 p.b. po tym okresie, co sprowadzi stopę procentową do okolic 7,5% w horyzoncie 12 miesięcy.

### Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
ChBL	20 lipca
CBR	22 lipca
BRI	2 sierpnia
BCB, Brazylia	3 sierpnia

Źródło: Instytut Amundi

**PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE**

**Prognozy makroekonomiczne**

(04 lipca 2022)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>USA</b>	5,8	2,2	1,5	4,7	7,8	3,6
<b>Japonia</b>	1,7	1,8	1,5	-0,2	1,9	0,3
<b>Strefa euro</b>	5,3	2,4	1,3	2,6	7,5	4,1
Niemcy	2,9	1,6	1,2	3,2	8,2	4,0
Francja	6,8	2,3	1,3	2,1	6,0	4,1
Włochy	6,6	2,6	1,0	2,0	7,3	3,9
Hiszpania	5,1	4,2	1,4	3,1	8,0	3,3
<b>Wlk. Brytania</b>	7,4	3,4	0,7	2,6	8,9	4,8
<b>Chiny</b>	8,1	3,5	5,4	0,9	2,1	2,2
<b>Brazylia</b>	4,6	1,7	1,2	8,3	10,1	5,7
<b>Meksyk</b>	4,8	1,9	1,3	5,7	7,7	5,2
<b>Rosja</b>	4,7	-10,0	1,3	6,7	14,8	7,9
<b>Indie</b>	9,1	7,7	5,6	5,1	7,2	6,3
<b>Indonezja</b>	3,7	5,2	4,8	1,6	3,9	3,8
<b>RPA</b>	5,5	2,4	1,8	4,6	6,7	5,6
<b>Turcja</b>	11,4	4,7	3,4	19,4	72,7	30,3
<b>Kraje rozwinięte</b>	5,2	2,4	1,5	3,0	6,5	3,3
<b>Kraje wschodzące</b>	6,9	3,7	4,3	4,3	8,3	5,5
<b>Świat</b>	6,2	3,2	3,1	3,8	7,6	4,6

**Prognoza kluczowych stóp procentowych**

Kraje rozwinięte

	15 czerwca 2022	Amundi + 6 m.	Konsensus + 6 m.	Amundi +12 m.	Amundi +12 m.
<b>USA</b>	1,63	3,4/3,6	4,38	3,7/3,9	4,83
<b>Strefa euro</b>	-0,5	1,00	1,14	1,25	2,2
<b>Japonia</b>	0,00	0,05	-0,02	-0,1	0,18
<b>Wlk. Brytania</b>	1,00	1,50	1,78	1,75	2,30

Kraje wschodzące

	15 czerwca 2022	Amundi + 6 m.	Konsensus + 6 m.	Amundi +12 m.	Amundi +12 m.
<b>Chiny</b>	3,7	3,6	3,7	3,6	3,7
<b>Indie</b>	4,9	6	5,5	6,25	5,85
<b>Brazylia</b>	13,25	13,75	13,4	12,25	11,9
<b>Rosja</b>	9,5	8,5	9,1	7,5	8,15

**Prognoza stóp długoterminowych**

Rentowność obl. 2-letnich

	15 czerwca 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
<b>USA</b>	3,37	3,4/3,6	3,73	3,2/3,4	3,73
<b>Niemcy</b>	1,18	1,2/1,4	1,63	1,2/1,4	1,78
<b>Japonia</b>	-0,02	-0,10/0	-0,02	-0,10/0	0,01
<b>Wlk. Brytania</b>	2,03	1,5/1,7	2,18	1,5/1,7	2,13

Rentowność obl. 10-letnich

	15 czerwca 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
<b>USA</b>	3,41	3,2/3,4	3,52	3,1/3,3	3,52
<b>Niemcy</b>	1,75	1,2/1,4	1,85	1,2/1,4	1,90
<b>Japonia</b>	0,26	0,1/0,3	0,36	0,1/0,3	0,44
<b>Wlk. Brytania</b>	2,53	2,1/2,3	2,64	2,1/2,3	2,69

**Prognoza dla walut**

	17 czerwca 2022	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.	Amundi II kw. 2023 r.	Konsensus II kw. 2023 r.
<b>EUR/USD</b>	1,05	1,02	1,09	1,10	1,11
<b>USD/JPY</b>	135	130	128	123	127
<b>EUR/GBP</b>	0,86	0,86	0,86	0,85	0,86
<b>EUR/CHF</b>	1,02	1,00	1,05	1,06	1,07
<b>EUR/NOK</b>	10,50	10,41	9,75	9,89	9,60
	17 czerwca 2022	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.	Amundi II kw. 2023 r.	Konsensus II kw. 2023 r.
<b>EUR/SEK</b>	10,68	10,64	10,29	10,43	10,09
<b>USD/CAD</b>	1,30	1,35	1,26	1,23	1,25
<b>AUD/USD</b>	0,69	0,67	0,73	0,76	0,75
<b>NZD/USD</b>	0,63	0,61	0,67	0,69	0,68
<b>USD/CNY</b>	6,72	6,95	6,70	6,50	6,55

Źródło: Instytut Amundi



## ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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

## METODOLOGIA

### — Scenariusze

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

### — Ryzyko

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

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT OUTLOOK



#### **H2 2022 Investment Outlook - Life above zero: investors' journey at a time of rising rates (01-07-2022)**

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

### ASSET CLASS VIEWS



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

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

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

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

### SHIFTS & NARRATIVES



#### **Shifts & Narratives #20 - Stagflation and its roots in capital misallocation (9-06-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

#### **Shifts & Narratives #19 - The fiscal illusion: no free lunch for investors (02-06-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

#### **Shifts & Narratives #18 - The power of narratives for investors (02-06-2022)**

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, LE GUENEDAL Theo, SEKINE Takaya, STAGNOL Lauren, Quantitative Research, Amundi Institute

### INSIGHTS PAPERS



#### **Insurers' buy and maintain portfolios and sustainable investment (05-07-2022)**

DAUPHINE Gilles, Head of Credit and Insurance Business - Fixed Income - MUNERA Romain, Head of Buy & Maintain - MULLER Raphael, Head of Buy and Maintain third party client

#### **ESG journey is set to accelerate in credit markets (20-06-2022)**

D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - de FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - Vannier Hubert, CFA, Head of Secured Assets

### WORKING PAPERS



#### **Credit Factor Investing with Machine Learning techniques (01-07-2022)**

Amina CHERIEF - Mohamed BEN SLIMANE, Quantitative Research, Amundi Institute - DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - FREDJ Hamza, Fixed Income Solutions Portfolio Manager

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

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

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

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

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

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



**Focus on Spain: macroeconomic projections and fixed income view (28-06-2022)**

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist Cross Asset Research

**Macroeconomic projections for the Italian economy and fixed income implications (28-06-2022)**

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist Cross Asset Research

**French elections results open a phase of political gridlock (21-06-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence, Amundi Institute

**14-15 June FOMC meeting: Fed becoming worried about inflation expectations (17-06-2022)**

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

**A (stag?)flationary tantrum: assessing the current market sell-off (16-06-2022)**

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

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

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

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

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

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

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

### THEMATIC PAPERS



**ESG Thema #10 - There is no place like Earth: How investors can address biodiversity loss (6-07-2022)**

MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products - FOLL Julien, ESG Analyst

**Emerging Market Green Bonds - Report 2021 (09-06-2022)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LUND Susan, Vice President, Economics and Private Sector Development, IFC

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

Maury Chloé, ESG Analyst

### INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



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

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

### DISCUSSION PAPERS



**The embarrassing legacy of financial capitalism: implications for investors (09-06-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**The myth of the fiscal free lunch: beware of the trap. An investor's viewpoint (02-06-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute









**Dowiedz się więcej  
o publikacjach Amundi**[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

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

**WAŻNE INFORMACJE**

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

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

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

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

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 4 lipca 2022 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 8 lipca 2022

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

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - d3sign

**Redaktor naczelny**

BLANQUÉ Pascal, Przewodniczący Instytutu Amundi

**Redaktor**

DEFEND Monica, Szef Instytutu Amundi

**Autorzy z Instytutu Amundi**

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

**Z udziałem Amundi Investment Insights**

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights  
CARULLA Pol, Specjalista ds. analiz inwestycyjnych  
FIOROT Laura, Zastępca szefa jednostki Amundi Investment Insights

**Koncepcja i produkcja**

BERGER Pia, Specjalista ds. komunikacji

**Zastępcy redaktora**

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

DROZDZIK Patryk, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących  
GEORGES Delphine, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałodochodowych  
HUANG Claire, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących  
PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych  
USARDI Annalisa, starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych  
VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

DHINGRA Ujjwal, Specjalista ds. analiz inwestycyjnych  
PANELLI Francesca, Specjalista ds. analiz inwestycyjnych

PONCET Benoit, Specjalista ds. komunikacji