

Nr 9
2022
wrzesień

CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Lądowanie twarde czy miękkie, czyli jesienna zagadka

INSTYTUT AMUNDI

„Racjonalne lekceważenie” u podstaw strategii banków centralnych

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Nr 9 - wrzesień 2022

Spis treści

Globalne perspektywy inwestycyjne

Poglądy CIO

Łądowanie twarde czy miękkie, czyli jesienna zagadka s. 3

Chociaż globalnej recesji być może uda się uniknąć, prawdopodobnie będziemy obserwować spowolnienie wzrostu gospodarczego i wysoką inflację (wyższe koszty życia), a także różnice pomiędzy poszczególnymi regionami. W rezultacie inwestorzy powinni rozważyć przyjęcie bardziej ostrożnego stanowiska wobec akcji, zwłaszcza w Europie, utrzymując jednak preferencje dla Stanów Zjednoczonych oraz, choć w mniejszym stopniu, Chin. Jeśli chodzi o instrumenty stałodochodowe, rośnie atrakcyjność obligacji skarbowych, choć inwestorzy powinni utrzymać podejście aktywne – w przypadku obligacji korporacyjnych powinni z kolei skupić się na wysokiej jakości długu oraz zagrożeniach dla płynności. Ogólnie rzecz biorąc, jest to czas ostrożności, czujności i dywersyfikacji.

Instytut Amundi

Trzy kluczowe pytania dla inwestorów s. 4

Ostatnia aktualizacja prognoz makroekonomicznych potwierdza, że scenariusz stagflacji zyskuje na znaczeniu i dotyczy wszystkich obszarów geograficznych, choć z różną intensywnością.

Portfele zróżnicowane

Ograniczajcie ryzyko w warunkach wysokiej niepewności s. 5

W oczekiwaniu na większą jasność co do stanu cyklu koniunkturalnego widoczność zysków będzie prawdopodobnie ograniczona, w związku z czym zdecydowaliśmy się zachować większą ostrożność w przypadku akcji, zwiększając durację.

Instrumenty stałodochodowe

Obligacje stają się atrakcyjniejsze, choć korporacyjne wymagają selekcji s. 6

Wiara rynku w „wyższe stopy na dłużej” i ich późniejszy wpływ na wzrost gospodarczy tworzą przeciwstawną presję na rentowności, co wymaga elastycznego podejścia.

Akcje

Koncentracja na jakości i odporności zysków s. 7

Ostatni rok upłynął pod znakiem pogorszenia mnożników w oczekiwaniu na spowolnienie, co znajduje odbicie w słabości wskaźników wyprzedzających. Dlatego utrzymujemy podejście selektywne i priorytetowo traktujemy kondycję bilansów.

Tematyczne poglądy globalne

„Racjonalne lekceważenie” u podstaw strategii banków centralnych s. 8

Pochodzenie inflacji nie zawsze jest dobrze rozumiane. Choć niektórzy ekonomiści już w ubiegłym roku ostrzegali przed zbliżającą się inflacją, niewielu przewidziało radykalne przesunięcie wydatków z usług na towary oraz konsekwencje takiej zmiany. Prawdopodobnie fakt, że oczekiwania dotyczące inflacji pozostają umiarkowane, wynika z tzw. „racjonalnego lekceważenia”. Sądzymy, że w przypadku braku zacieśnienia polityki monetarnej długoterminowe oczekiwania inflacyjne nieuchronnie wzrosną.

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

Łądowanie twarde czy miękkie,
czyli jesienna zagadka

Vincent MORTIER,
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO,
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Lato przyniosło inwestorom nieco wytchnienia — do połowy sierpnia na głównych rynkach akcji występowały trendy wzrostowe. Były one wspierane przez szereg założeń dotyczących kluczowych motywów rynkowych: przyjęto, że inflacja osiągnęła szczyt i zaczęła ustępować, wzrost gospodarczy znajduje się na dobrej drodze do „miękkiego lądowania”, a banki centralne podjęły już większość niezbędnych decyzji.

Jeszcze w czerwcu uważaliśmy, że zbliża się odbicie, ponieważ na rynku występowały oznaki wyprzedzenia w kontekście wciąż prężnej gospodarki amerykańskiej, co wspierało nasze preferencje dla amerykańskiego rynku akcji w ramach ogólnej, ostrożnej lub neutralnej alokacji na globalnym rynku akcji. Głównym wsparciem dla rynku w okresie letnim było oczekiwanie na zmianę kursu przez Fed, po jego bardziej jastrzębich niż się spodziewano działaniach. W ramach paradoksalnego założenia, że „zła wiadomość to dobra wiadomość”, negatywne dane o kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych potwierdziły tę narrację. W związku z tym, że publikowane wyniki finansowe przedsiębiorstw za II kwartał nadal sygnalizują pozytywne trendy, prężne otoczenie rynkowe spowodowało złagodzenie warunków finansowych, co dodatkowo komplikuje zadanie dla banków centralnych. Teraz, gdy Fed potwierdził swoje jastrzębie stanowisko, zaczynamy obserwować dalszy ruch w dół, który może być kontynuowany, ponieważ rynki nie uwzględniają jeszcze wzrostu stóp realnych. Obecnie nie widzimy żadnych pozytywnych bodźców do kontynuacji odbicia, natomiast w miarę zbliżania się jesieni ryzyko będzie rosło w kontekście pogarszającej się koniunktury gospodarczej. Uważamy, że inwestorzy muszą dostosować alokację aktywów, aby poradzić sobie z tym otoczeniem. W szczególności:

- Nadszedł czas, aby zmniejszyć ekspozycję na akcje i przyjąć nastawienie bardziej defensywne. Choć uniknięcie globalnej recesji może okazać się możliwe, po ostatnim odbiciu nie ma czynników przemawiających za pozytywnym nastawieniem do rynków akcji w kontekście rosnącego ryzyka. Biorąc pod uwagę czynniki mogące zwiększać zmienność w krótkim terminie (komunikaty banków centralnych, doniesienia związane z kryzysem energetycznym, globalna słabość makroekonomiczna), zaczęliśmy przyjmować bardziej ostrożne stanowisko wobec akcji.
- **W przypadku akcji utrzymujemy preferencje dla Stanów Zjednoczonych w stosunku do Europy i Chin, choć w mniejszym stopniu niż wcześniej, ze względu na zmienność spowodowaną ograniczeniami związanymi z pandemią oraz słabością sektora nieruchomości.** Nawet jeśli gospodarka amerykańska spowalnia, to pozostaje znacznie bardziej odporna niż Europa. Kurcząca się marża, zmagający się z problemami konsumenci i spowolnienie gospodarcze ograniczają pozycję przetargową firm w zakresie ustalania cen oraz potencjał wzrostu obrotów. Chociaż oczekuje się, że zyski przedsiębiorstw w III kwartale będą odporne, w 2023 r. mogą zmienić się w straty. W rezultacie **przyjmujemy obecnie postawę zasadniczo bardziej defensywną, a ponadto wdrażamy podejście szczególnie selektywne.**
- **Obligacje powracają, ale aktywne podejście jest niezbędne ze względu na wciąż wysoką niepewność.** Po znaczącej przecenie w pierwszym półroczu i w kontekście wzrostu ryzyka recesji warto przyjrzeć się obligacjom skarbowym, ponieważ ich rentowności są obecnie bardziej atrakcyjne. Zalecamy tutaj taktyczne podejście do zarządzania duracją, ponieważ rynki są napędzane przez oczekiwania dotyczące zarówno inflacji, jak i wzrostu gospodarczego, co powoduje, że rentowności zmieniają się w różnych kierunkach w zależności od panującej sytuacji. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, pozostajemy ostrożni, zwłaszcza w segmencie instrumentów o wysokiej rentowności. Preferujemy klasę inwestycyjną i Stany Zjednoczone w stosunku do strefy euro, ponieważ prawdopodobieństwo pogorszenia się danych fundamentalnych w Stanach jest mniejsze ze względu na bardziej odporną gospodarkę. Podkreślamy, że aktywne podejście do zarządzania obligacjami jest na obecnym etapie niezbędne ze względu na ryzyko dalszego przyspieszenia inflacji z powodu cen energii i zakłóceń w łańcuchu dostaw, które mogłyby skłonić Fed do zacieśnienia na większą skalę niż ta, która jest obecnie wyceniana przez rynek.
- **Rynki wschodzące oferują pewne możliwości, pod warunkiem zachowania podejścia selektywnego.** Pomimo niekorzystnych czynników makroekonomicznych nie dostrzegamy ryzyka systemowego dla rynków wschodzących, choć uważamy, że wzrosło prawdopodobieństwo kryzysów lokalnych — dlatego w tej przestrzeni konieczne jest wysoce selektywne podejście. Korekty w dół w przypadku rynków wschodzących były bardziej stonowane niż na rynkach rozwiniętych, potwierdzając różnicę w tempie wzrostu gospodarczego na korzyść tych pierwszych, pomimo korekty w dół w Chinach. Jeśli chodzi o okazje inwestycyjne, to zasadniczo akcje z rynków wschodzących wydają się tanie, a oczekiwania dotyczące zysków stabilizują się. Szukamy możliwości w Ameryce Łacińskiej (Brazylia), ale jesteśmy ostrożni w stosunku do niektórych krajów Europy Wschodniej (Węgry i Polska). Jeśli chodzi o instrumenty dłużne z rynków wschodzących, istnieją pewne interesujące okazje inwestycyjne — my preferujemy obligacje denominowane w twardej walucie, zwłaszcza wysokodochodowe.

Prawdopodobieństwo pogorszenia się sytuacji pozostaje tymczasem wysokie w kontekście umacniania się środowiska inflacyjnego. Dalsze pogorszenie fundamentów mogłoby wywołać kolejną korektę, a potencjalnym katalizatorem odejścia od ryzyka byłyby problematyczne w kontekście wpływu polityki pieniężnej na gospodarkę efekty drugiej rundy. **Nadszedł zatem czas, aby przyjąć ostrożną postawę i zachować czujność wobec zmian w otoczeniu gospodarczym.**

Ogólne nastroje
związane z ryzykiem

Pogorszenie scenariuszy stagflacyjnych skłania nas do przyjęcia nieznacznie bardziej ostrożnego podejścia, przy utrzymaniu nastawienia na dywersyfikację oraz selektywność.

Zmiany w stosunku do
poprzedniego miesiąca

- ▶ Nieco bardziej ostrożne podejście do akcji, zwłaszcza europejskich.
- ▶ Pozytywne nastawienie do duracji w USA w przypadku portfeli wieloaktywowych.
- ▶ Mniej pozytywne nastawienie do Chin.
- ▶ Pozytywne nastawienie do pary IDR/CNH.

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



Monica DEFEND,
Szef Instytutu Amundi

Ostatnia aktualizacja prognoz makroekonomicznych potwierdza, że scenariusz stagflacji zyskuje na znaczeniu i dotyczy wszystkich obszarów geograficznych, choć z różną intensywnością

Trzy kluczowe pytania dla inwestorów

Czy czeka nas globalna recesja?

Perspektywy wzrostu gospodarczego z pewnością pogorszyły się w okresie letnim, a w centrum uwagi znalazło się ryzyko racjonowania gazu w Europie, spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Chinach oraz technicznej recesji w Stanach Zjednoczonych. Nasz scenariusz centralny stał się bardziej pesymistyczny, z korektami w dół naszych prognoz PKB dla Stanów Zjednoczonych, strefy euro, Wielkiej Brytanii i Chin. W Europie szok stagflacyjny wydaje się być pewnikiem, a rosnące wyzwania na froncie gazowym sugerują, że będzie się on przedłużał — zarówno ostatni kwartał bieżącego roku, jak i pierwszy kwartał 2023 r. przyniosą spadek PKB. W przypadku Stanów Zjednoczonych „miękkie lądowanie” wciąż wydaje się możliwe, ale wzrosło ryzyko wystąpienia recesji do połowy 2023 r. Pogorszenie aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych nie jest jeszcze wynikiem trwającego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed, a rynek pracy pozostaje silny, nawet jeśli zaczyna słabnąć. Wstępne dane o PKB w II kwartale wskazywały na techniczną recesję, ale najnowsze szacunki tego wskaźnika, a także dochodu krajowego brutto, wciąż świadczą o tym, że gospodarka się rozwija. Tego rodzaju niespójności danych dodatkowo komplikują ocenę sytuacji gospodarczej Stanów Zjednoczonych. W przypadku Chin prognoza wzrostu gospodarczego została ponownie zrewidowana w dół. Obecnie przewiduje się, że ożywienie na rynku mieszkaniowym będzie znacznie słabsze niż wcześniej oczekiwano, choć zasadniczo nadal jest spodziewane. Jeśli chodzi o pozostałą część roku, uważamy, że kontynuacja otwarcia gospodarki po Covid oraz wsparcie ze strony polityki mix będą głównymi czynnikami napędzającymi odbicie gospodarcze, choć ze względu na utrzymujące się krótkoterminowe trudności inwestorzy powinni mieć na uwadze ryzyko recesji w Chinach.

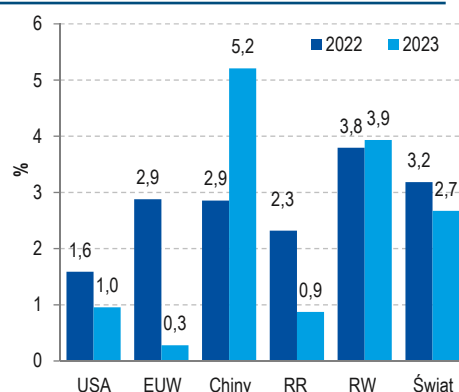
Czy inflacja spowalnia?

Inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie — w Stanach Zjednoczonych wskaźnik CPI w ujęciu rocznym wynosi 8,5% (spadek w stosunku do 9,1% w czerwcu), a w strefie euro 8,9% (wzrost w stosunku do 8,6% w czerwcu). W miarę jak gospodarka światowa zwalnia, wąskie gardła i presja cenowa ulegają złagodzeniu, ale nadal są znaczące. Co prawda powinno to spowodować spadek inflacji cen towarów, ale inflacja cen usług wciąż rośnie, co powoduje, że łączna inflacja pozostaje wysoka, choć spada w różnym tempie na całym świecie, przy czym głównym źródłem rozbieżności jest inflacja cen energii. Strefa euro stoi obecnie przed najpoważniejszymi wyzwaniami. Oczekuje się, że zimą inflacja osiągnie szczyt na poziomie zbliżonym do 10%, a następnie od 2023 roku zacznie spadać. W ślad za wzrostem rachunków za gaz ziemny (jest on ponad siedmiokrotnie droższy niż przed rokiem) mogą pójść kolejne podwyżki. Ogólnie rzecz biorąc, odczyty inflacji prawdopodobnie pozostaną zmienne, co dodatkowo skomplikuje ocenę skuteczności działań banków centralnych.

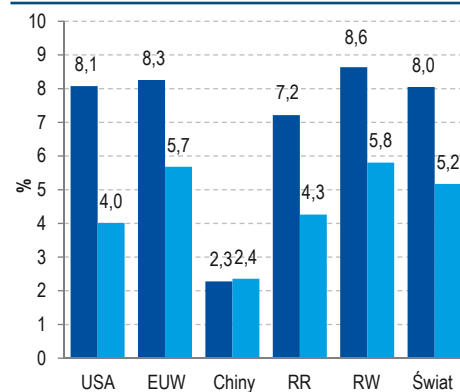
Czego powinniśmy oczekiwać od banków centralnych?

Banki centralne nadal są zaangażowane w walkę z inflacją, co potwierdziły ostatnio na spotkaniu w Jackson Hole, skąd wysłały dla rynku jastrzębi komunikat, zgodnie z którym kontrola inflacji jest najwyższym priorytetem. Jak jednak pokazuje historia, banki centralne nie powinny zbyt szybko ogłaszać zwycięstwa. Przy utrzymującym się wzroście płac, dalekim od pożądanego poziomu, a także wysokiej, choć spowalniającej inflacji, Fed prawdopodobnie podniesie stopy powyżej poziomu neutralnego — obecnie oczekujemy podwyżki o 75 p.b. we wrześniu, a następnie podwyżki o 25 p.b. na każdym z kolejnych trzech posiedzeń FOMC, co pozwoli ostatecznie osiągnąć poziom 4%. EBC również będzie walczył z inflacją i może podnieść stopy zbyt mocno. Lipcowa decyzja o podniesieniu stóp o 50 p.b. zamiast zapowiadanych wcześniej 25 p.b., rezygnacji z ogłaszania zapowiedzi oraz całkowitym uzależnieniu podejmowanych decyzji od danych, poszła w tym kierunku: skupiono wysiłki na przyspieszeniu działań i jak najlepszym wykorzystaniu ograniczonego okna możliwości, zanim pojawi się zagrożenie dla wzrostu gospodarczego. Ogłoszenie Instrumentu Ochrony Transmisji (TPI) pośrednio wspiera tę bardziej aktywną strategię. Nasze oczekiwania wskazują na osiągnięcie na koniec roku stopy końcowej na poziomie około 1,5%. Na horyzoncie jest już wrześniowa podwyżka o 0,75%.

Rzeczywisty wzrost PKB



Wzrost CPI r/r



Źródło: Instytut Amundi, DataStream, Bloomberg. Dane na dzień 31 sierpnia 2022. Powyższy wykres przedstawia prognozy Instytutu Amundi na dzień 31 sierpnia 2022 r. CPI: wskaźnik cen konsumpcyjnych. RR: rynki rozwinięte. RW: rynki wschodzące.

PORTFELE
ZRÓZNICOWANE

Ograniczajcie ryzyko w warunkach wysokiej niepewności



Francesco SANDRINI,
Szef ds. strategii portfeli zróżnicowanych



John O'TOOLE,
Szef ds. wieloaktywowych rozwiązań inwestycyjnych

W oczekiwaniu na większą jasność co do stanu cyklu koniunkturalnego widoczność zysków będzie prawdopodobnie ograniczona, w związku z czym zdecydowaliśmy się zachować większą ostrożność w przypadku akcji, zwiększając durację.

Pomimo lepszych niż oczekiwano wyników finansowych za II kwartał wyceny rynkowe ostatnio spadły, ponieważ spółki opublikowały stonowane prognozy. Oczekiwania rynku dotyczące wyników finansowych przedsiębiorstw są naszym zdaniem zbyt optymistyczne, nawet po ostatnich korektach w dół. W rezultacie podchodzimy **bardziej ostrożnie do aktywów ryzykownych**, ale nie uważamy, że nadszedł już czas na strukturalną redukcję ryzyka. Zamiast tego inwestorzy powinni dostosować ekspozycję poprzez dodanie zabezpieczeń chroniących przed recesyjnym otoczeniem, zwłaszcza w Europie. Nawiasem mówiąc, sprawa to również, że jesteśmy również **bardziej ostrożni w stosunku do akcji europejskich** i podchodzimy nieco mniej pozytywnie do Chin. Z drugiej strony możliwe jest wykorzystanie różnic pomiędzy kontekstami ekonomicznymi na poszczególnych rynkach wschodzących. Ogólnie rzecz biorąc, inwestorzy powinni badać szeroki wachlarz aktywów, aby utrzymać zarówno zróżnicowane pozycjonowanie (surowce, waluty), jak i wystarczające zabezpieczenia.

Koncepcje, których słuszność jest dla nas wysoce prawdopodobna

Jesteśmy ostrożni, jeśli chodzi o akcje — taktycznie obniżamy też ocenę Europy, ponieważ region ten jest bardziej (niż Stany Zjednoczone) narażony na pogłębiające się ryzyko stagnacji. W związku z tym pozostajemy przy względnej preferencji dla Stanów Zjednoczonych w stosunku do Europy. Wynika to z tego, że stabilizacja realnych stóp zwrotu w Stanach Zjednoczonych, atrakcyjne wyceny i lepsze otoczenie dla walorów wysokiej jakości/ akcji wzrostowych powinny sprzyjać Stanom w porównaniu do Europy. W przypadku rynków wschodzących jesteśmy pozytywnie nastawieni do Chin, ale uważamy, że polityka „zero tolerancji” wobec Covid oraz zła sytuacja na rynku mieszkaniowym będą obciążać rynek akcji w krótkim okresie.

Jeśli chodzi o instrumenty stałodochodowe, jesteśmy obecnie umiarkowanie pozytywnie nastawieni do duracji w Stanach Zjednoczonych (po tym jak rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wzrosła powyżej 3,0%), ale podchodzimy neutralnie do Europy. Na obecnym etapie bezkompromisowa polityka Fedu wspiera inwersję krzywej, co powinno skutkować wyższymi rentownościami krótkoterminowymi, a jednocześnie wywierać presję spadkową na krzywą długoterminową. Nie oznacza to jednak, że spodziewamy się recesji w Stanach Zjednoczonych. W krajach rdzenia strefy euro działania EBC są nieco bardziej niejednoznaczne. Oprócz kontroli inflacji EBC stara się unikać fragmentacji w strefie euro — na przykład we Włoszech. Uważamy, że EBC powinien nadal wspierać rynki peryferyjne, takie jak rynek włoskich obligacji skarbowych BTP — dlatego pozostajemy umiarkowanie optymistyczni, jednocześnie uważając na wydarzenia

polityczne. Jeśli chodzi o Wielką Brytanię, mamy pozytywny pogląd na 5-letnie stopy realne. Nadal uważamy, że ze względu na to, jak słaba jest obecnie gospodarka, rynek wycenia obecnie zbyt duże podwyżki stóp Banku Anglii, co zmniejsza presję na potencjalne maksymalne wzrosty stóp realnych. Jesteśmy neutralnie nastawieni do obligacji z rynków wschodzących.

Rynek obligacji korporacyjnych jest bardzo zróżnicowany i choć preferujemy amerykańskie obligacje klasy inwestycyjnej w stosunku do ich odpowiedników z Unii Europejskiej, zdecydowaliśmy się na przyjęcie zasadniczo neutralnego nastawienia. Mimo że w Europie da się odczuć powiew zaufania inwestorów, pozostajemy ostrożni w kwestii obligacji korporacyjnych z Unii Europejskiej, choć aktywnie obserwujemy segmenty o wysokiej jakości. Z drugiej strony, amerykański rynek obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej charakteryzuje się dobrymi danymi fundamentalnymi emitentów, lepszymi perspektywami gospodarczymi (w porównaniu z Europą), atrakcyjnymi wycenami oraz potencjałem utrzymania odporności w przypadku dalszego pogorszenia nastrojów inwestorów. Ważne jest jednak, aby monitorować wpływ inflacji i polityki banków centralnych na rynki.

Globalne rozbieżności oraz napięcia geopolityczne (ucieczka do bezpiecznych przystani) tworzą źródła względnej wartości na rynku walutowym. Jeśli chodzi o rynki wschodzące, jesteśmy obecnie pozytywnie nastawieni do IDR w stosunku do CNH, ponieważ rupia może zyskać na cyklu podwyżek stóp w Indonezji i napływie środków na krajowy rynek obligacji, biorąc pod uwagę poprawiającą się sytuację fiskalną kraju. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do brazylijskiego reala w porównaniu z niektórymi wschodnioeuropejskimi importerami surowców (Polska i Węgry). W przypadku krajów rozwiniętych jesteśmy pozytywnie nastawieni (ale w mniejszym stopniu) do CHF w stosunku do EUR ze względu na utrzymujące się ryzyko geopolityczne, a także do USD w stosunku do CAD i EUR. Jeśli chodzi o koronę norweską (NOK), która skorzystała z zaskakująco jastrzębiej polityki norweskiego banku centralnego, nasz pogląd na nią pozostaje pozytywny w porównaniu z dolarem kanadyjskim (CAD). Śledzimy jednak tę pierwszą walutę, ponieważ ma ona charakter cykliczny, co oznacza, że mogłaby jej zaszkodzić korekta na aktywach ryzykownych.

Czynniki ryzyka i hedging

Ryzyko związane z wynikami za III kwartał i wzrostem gospodarczym rośnie — w związku z tym zalecamy inwestorom utrzymanie wszystkich zabezpieczeń ekspozycji na akcje z Europy i Stanów Zjednoczonych. Dodatkowo w krótkim terminie dolar powinien się umacniać, wspierany przez jastrzębią politykę Fedu. W rezultacie zabezpieczenia inwestorów z rynku amerykańskiego powinny to odzwierciedlać.

Amundi Cross Asset – przekonania

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

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

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

INSTRUMENTY
STAŁODOCHODOWE

Obligacje stają się atrakcyjniejsze, choć korporacyjne wymagają selekcji



Amaury D'ORSAY,
Szef ds. instrumentów
stałodochodowych



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków
wschodzących



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

Wysoka inflacja, jastrzębia postawa Fedu i EBC oraz oczekiwania rynkowe wpływają na rentowności i wyceny aktywów ryzykownych. O ile pogląd, że inflacja może zostać opanowana, wcześniej skłaniał inwestorów do zachowania pewnego umiaru, o tyle ostatnie jastrzębie komentarze ze strony decydentów wywarły presję na wzrost rentowności. Spowolnienie wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w Europie, dodatkowo komplikuje sytuację. Dlatego w tym momencie ważne jest zrozumienie, w jakim stopniu, jeśli w ogóle, banki centralne mogą zrewidować swoje jastrzębie stanowiska, aby pomóc gospodarkom przezwyciężyć obawy przed przyszłą recesją. **Przekłada się to na preferowanie elastycznego podejścia oraz koncentrację na płynności i jakości na rynku aktywów ryzykownych.** Obligacje z rynków wschodzących oferują okazje do zarobku, ale zalecamy podejście selektywne.

Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

Mamy niemal neutralne podejście do duracji, ale zachowujemy elastyczność, aby mieć możliwość zmiany tego stanowiska. W rezultacie nieznacznie ograniczamy ostrożne podejście do Stanów Zjednoczonych i pozostajemy neutralni/umiarkowanie defensywni wobec krajów z rdzenia strefy euro. W krajach spoza ścisłego rdzenia eurostrefy spready są ograniczone, ale wolimy na razie pozostać neutralni/ostrożni w odniesieniu do długu z jej peryferii. Poza tym badamy okazje w Wielkiej Brytanii, w odniesieniu do której przyjmujemy podejście neutralne, a także w Japonii (ostrożne pozycjonowanie), choć dostrzegamy też korzyści płynące z dywersyfikacji w oparciu o chińskie obligacje skarbowe. Jeśli chodzi o obligacje indeksowane inflacją na progę rentowności, przyjmujemy nieznacznie bardziej pozytywne podejście do instrumentów ze Stanów Zjednoczonych i strefy euro.

W przypadku obligacji korporacyjnych pamiętamy o ryzyku dekompresji spreadów i sugerujemy inwestorom zachowanie neutralności. Ponadto preferujemy zwiększanie udziału długu wysokiej jakości (górne ratingi klasy inwestycyjnej) i mniej ryzykownego. Nawet w segmencie instrumentów wysokodochodowych preferujemy dług podporządkowany emitentów klasy inwestycyjnej. Uważamy również, że dostępne są interesujące okazje na rynkach pierwotnych, a mianowicie w europejskim sektorze finansowym, choć inwestorzy muszą stosować podejście selektywne i mieć świadomość ryzyka płynności. Na poziomie sektorowym selektywnie preferujemy finanse.

Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Rynki oscylują pomiędzy narracjami o zwalnającej gospodarce i jastrzębim Fedzie, któremu udało się przywrócić nieco wiarygodności w walce z inflacją. Z drugiej strony, warunki finansowe uległy złagodzeniu pomimo zapowiedzi zacieśnienia przez Fed. W związku z tym, choć utrzymujemy nastawienie neutralne do duracji, bardzo aktywnie i taktycznie dostosowujemy/wzmacniamy naszą pozycję w zależności od wahań rentowności. Monitorujemy również realne stopy zwrotu — po ich ostatnim wzroście — aby wyznaczyć najlepsze punkty wejścia w obligacje skarbowe indeksowane inflacją (TIPS). Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, spready agencji papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS) powracają obecnie do wartości godziwej, i dlatego uważamy, że inwestorzy mogą rozważyć skrócenie duracji takich spreadów. Utrzymujemy selektywne podejście do obligacji korporacyjnych i śledzimy ostatni trend wzrostowy klasy inwestycyjnej i instrumentów wysokodochodowych, gdzie wyceny są obecnie bliskie średnim długoterminowym. O ile jesteśmy optymistami co do klasy inwestycyjnej, o tyle ze względu na obawy o dane fundamentalne i wyniki finansowe podchodzimy ostrożnie do instrumentów wysokodochodowych. Ogólnie rzecz biorąc, utrzymujemy podejście elastyczne w kontekście ograniczonej widoczności.

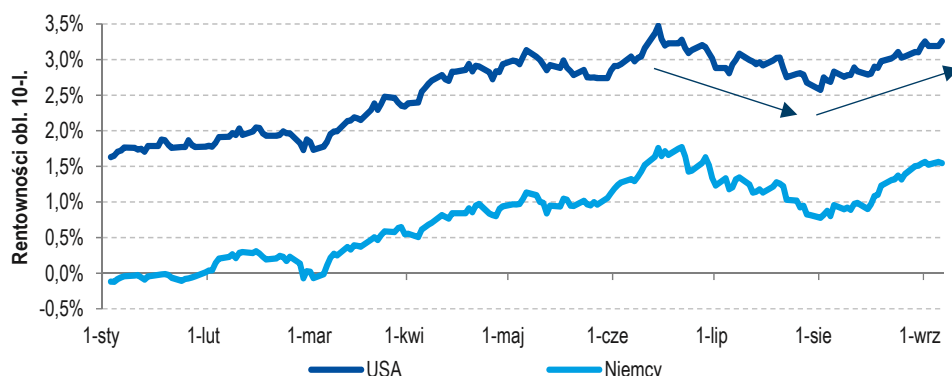
Obligacje z rynków wschodzących

Jesteśmy ostrożni w kwestii duracji na rynkach wschodzących, ale uznajemy, że normalizacja polityki pieniężnej jest tam bardziej zaawansowana niż w krajach rozwiniętych, co stwarza możliwości w segmencie obligacji denominowanych w twardej walucie (preferujemy instrumenty wysokodochodowe w stosunku do klasy inwestycyjnej). W przypadku obligacji denominowanych w walutach lokalnych przyjmujemy podejście wysoce selektywne ze względu na niepewność inflacyjną oraz różnice w tempie zacieśniania między poszczególnymi krajami — podobają nam się jednak te o wysokim poziomie carry, takie jak RPA i Brazylia. W przypadku Chin monitorujemy spowolnienie wzrostu gospodarczego, czynniki ryzyka geopolitycznego oraz politykę rządu.

Waluty

Ewolucja chińskiego wzrostu gospodarczego i napięcia geopolitycznego w Europie tworzą skomplikowane otoczenie dla walut. Podczas gdy USD w najbliższym czasie nadal powinien korzystać z globalnej niepewności, EUR, GBP, CNH i inne waluty cyklicznie prawdopodobnie pozostaną w dołku. W bloku rynków wschodzących pozytywnie podchodzimy do MXN oraz CLP.

Jastrzębie banki centralne i obawy o wzrost gospodarczy, czyli rentowności między młotem a kowadłem



Źródło: Amundi Institute, Bloomberg, stan na 1 września 2022.

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

Wiara rynku w „wyższe stopy na dłużej” i ich późniejszy wpływ na wzrost gospodarczy tworzą przeciwstawną presję na rentowności, co wymaga elastycznego podejścia.

AKCJE

Koncentracja na jakości i odporności zysków



Kasper ELMGREEN,
Szef ds. akcji



Yerlan SYZDYKOV,
Globalny szef ds. rynków wschodzących



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

Ostatni rok upłynął pod znakiem pogorszenia mnożników w oczekiwaniu na spowolnienie, co znajduje odbicie w słabości wskaźników wyprzedzających. Dlatego utrzymujemy podejście selektywne i priorytetowo traktujemy kondycję bilansów.

Ocena ogólna

Wysoka inflacja (spotęgowana przez ceny gazu i innych surowców) oraz złe nastroje konsumentów wpływają na realne dochody, a w konsekwencji na wydatki uznaniowe. Rynki zdają się jednak wierzyć w idealny scenariusz, w którym banki centralne będą w stanie kontrolować inflację bez wywoływania znaczącej recesji. Choć w najbliższym czasie może dojść do pewnej stabilizacji mnożników, jeśli stopy kapitalizacji ustabilizują się, zyski nadal będą wyznaczać kierunek rozwoju rynku w średnim okresie i to właśnie tu mogą pojawić się pewne pęknięcia. **W rezultacie naszym priorytetem jest uzupełnienie doboru akcji o podejście oparte na jakości i wartości w celu identyfikacji spółek, które wynagradzają akcjonariuszy.** Wierzymy we względną odporność Stanów Zjednoczonych i Chin, ale dostrzegamy również przeszkody geopolityczne i gospodarcze, z którymi boryka się ten drugi kraj.

Akcje europejskie

Obecnie przyjmujemy podejście nieco bardziej selektywne, ponieważ zyski w tym i przyszłym roku mogą ucierpieć w związku z ograniczoną widocznością przyszłości. W tym środowisku inwestorzy powinni zachować zrównoważone podejście, skupiając się na takich atrybutach jak pozycja przetargowa firm w zakresie ustalania cen, ich indywidualne mocne strony w porównaniu z konkurentami oraz wyróżniające się produkty. Uważamy również, że jest to czas na priorytetowe potraktowanie kondycji bilansów. Na poziomie sektorowym preferujemy defensywne akcje z sektora dobor podstawowych oraz defensywne akcje przemysłowe. Wspólnym czynnikiem w naszych portfelach jest jednak to, jak wyceny korespondują ze zdolnością firm do generowania zysków i jaka jest jakość tych zysków. Z drugiej strony, zaczęliśmy podchodzić jeszcze bardziej ostrożnie do technologii informacyjnych, a ponadto pozostajemy defensywni w kwestii sektora energetycznego. Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że inwestorzy powinni trzymać się fundamentów i patrzeć poza najbliższy okres.

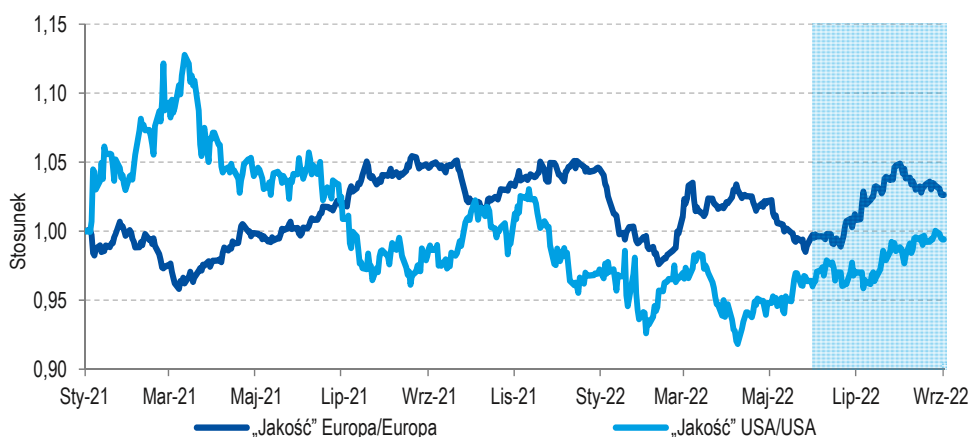
Akcje ze Stanów Zjednoczonych

Fed wyraźnie zaznaczył swoje zdecydowane dążenie do kontrolowania inflacji, nawet jeśli miałyby to oznaczać hamowanie gospodarki. Z drugiej strony, szacunki zysków wciąż wyglądają zbyt optymistycznie i będą korygowane w dół – choć nieprędko, bo zwykle takie korekty nie sprawdzają się najlepiej jako prognozyki spowolnienia. **Uważamy, że w tym otoczeniu inwestorzy powinni utrzymać koncentrację na zyskach i wycenach.** W przypadku tych ostatnich zauważamy, że sektory tradycyjnie uważane za defensywne są drogie i oferują niewielką wartość w odniesieniu do długoterminowych zwrotów. Unikamy takich przewartościowanych akcji, podobnie jak walorów nierentownych spółek z segmentu „wzrostu”. Ogólnie rzecz biorąc, koncentrujemy się na spółkach o odpornym modelu biznesowym i długiej historii nagradzania akcjonariuszy poprzez dywidendy/ odkup akcji nawet w czasie recesji. Akcje cykliczne, które zostają zwykle dotknięte spowolnieniem gospodarczym, zostały jednak poturbowane. Dotyczy to w szczególności bardziej zorientowanych na jakość obszarów rynku, które obecnie wydają się atrakcyjne. Wyceny te są przyczynkiem do poważnej debaty wewnętrznej, ponieważ oceniamy zakres wpływu recesji, zachowując cierpliwość i przyjmując podejście selektywne.

Akcje z rynków wschodzących

Podchodzimy ostrożnie do rynków wschodzących w związku z ryzykiem geopolitycznym (Chiny/Tajwan/ Stany Zjednoczone), obecnym cyklem zacieśniania makroekonomicznego oraz kontynuacją wojny na Ukrainie. Utrzymują się jednak atrakcyjne wyceny i znaczące rozbieżności. Nasze główne przekonania sektorowe to towary luksusowe i nieruchomości, choć preferujemy też sektor energetyczny. Preferujemy kraje takie jak Brazylia i ZEA, a jednocześnie ze względu na krótkookresową niepewność jesteśmy nieco mniej pozytywnie nastawieni do Chin. Nadal staramy się też zwiększać preferencje dla segmentu „wartości” w stosunku do segmentu „wzrostu”.

Wyniki akcji o wysokiej jakości na tle rynków



Źródło: Amundi Institute, Bloomberg, stan na 1 września 2022. Europa = MSCI Europe Quality i MSCI Europe. US = Russell 2000 Quality Factor i S&P 500.

TEMATYCZNE
POGLĄDY GLOBALNE

Didier BOROWSKI,
Szef ds. badań polityki
makroekonomicznej

Utrzymujące się niedopasowanie popytu i podaży doprowadzi do bardziej trwałej i wyższej inflacji niż przewidywano do wiosny

„Racjonalne lekceważenie” u podstaw strategii banków centralnych

Pochodzenie inflacji nie zawsze jest dobrze rozumiane. Choć niektórzy ekonomiści już w ubiegłym roku ostrzegali przed zbliżającą się inflacją, niewielu przewidziało radykalne przesunięcie wydatków z usług na towary oraz konsekwencje takiej zmiany. Prawdopodobnie fakt, że oczekiwania dotyczące inflacji pozostają umiarkowane, wynika z tzw. „racjonalnego lekceważenia”. Sądźmy, że w przypadku braku zacieśnienia polityki monetarnej długoterminowe oczekiwania inflacyjne nieuchronnie wzrosną.

Powrót inflacji stał się głównym problemem ekonomicznym. Od jej poziomu i oczekiwanego trendu zależą polityka publiczna i rynki finansowe.

Jego pochodzenie nie zawsze jest jednak dobrze rozumiane. W tym roku najbardziej uderzający jest błąd prognostyczny popełniany przez zawodowych ekonomistów. W ostatnich miesiącach wielokrotnie rewidowali oni w górę swoje prognozy inflacji, jednocześnie korygując w dół prognozy wzrostu gospodarczego — najpierw na rok 2022, a ostatnio na rok 2023.

Choć niektórzy ekonomiści już w ubiegłym roku ostrzegali przed zbliżającą się inflacją, niewielu przewidziało radykalne przesunięcie wydatków z usług na towary oraz konsekwencje takiej zmiany w gospodarce, w której niedobory siły roboczej w niektórych sektorach doprowadziły do trwałych ograniczeń podaży. Przypomnijmy, że wiosną 2021 roku Fed prognozował szczytową inflację na poziomie 2,4%, a w Europie inflacja nie była przedmiotem obaw nawet jesienią ubiegłego roku.

Połączenie wstrząsów podaźowych i popytowych od czasu kryzysu pandemicznego, a także zastosowane kombinacje polityki mix sprawiły, że modele ekonometryczne przestały działać. Doświadczenie stagflacji w latach 70. doprowadziło już do ponownego rozważenia niektórych założeń stosowanych w ówczesnych modelach. Krytyka Roberta Lucasa (1976) sugeruje, że stosowanie parametrów opartych na doświadczeniach z przeszłości nie pozwala na ocenę skutków zmian w polityce makroekonomicznej. Jeśli polityki te ulegną zmianie, to zmienić się może również sposób kształtowania się oczekiwań — w rezultacie prognoza sporządzona przy użyciu modelu skalibrowanego dla różnych polityk będzie niedokładna.

Względne znaczenie zagregowanych szoków popytowych i podaźowych różni się w poszczególnych krajach. W ostatnim okresie czynniki związane ze zagregowanym popytem odgrywały ważniejszą rolę w wyjaśnianiu inflacji w Stanach Zjednoczonych, natomiast negatywne szoki podaźowe — problemy z zaopatrzeniem i szokowe wzrosty cen energii — odgrywają pierwszoplanową rolę w Europie. W Europie jednym z głównych źródeł błędów prognozowania był trend cen energii, a zwłaszcza gazu ziemnego, który jest dla ekonomistów czynnikiem egzogenicznym (nieprzewidywalnym). Początkowo wzrost cen był więc postrzegany jako tymczasowy szok podaźowy, który zniknie wraz ze stabilizacją cen energii i normalizacją łańcuchów dostaw.

Ponieważ płace nie były indeksowane do inflacji, na początku roku nie było obaw o powstanie samonapędzającego się mechanizmu inflacyjnego.

Ceny energii to jednak tylko jeden z elementów bardziej skomplikowanego otoczenia. Choć zwiększone wydatki konsumentów przełożyły się na przywrócenie poziomu produkcji sprzed pandemii, odbicie to zbiegło się z problemami w łańcuchu dostaw. Skutkuje to utrzymującym się niedopasowaniem popytu do podaży, co ostatecznie prowadzi do bardziej trwałej, powszechnej i wyższej inflacji niż przewidywano do wiosny. W miarę upływu miesięcy stawało się coraz bardziej jasne, że czynniki popytowe dominują w Stanach Zjednoczonych, gdzie inflacja zaczęła się materializować już w ubiegłym roku, przy bardzo napiętym rynku pracy i wzroście płac. Nadwyżka popytu wynikała w dużej mierze z ekspansywnej polityki monetarnej i fiskalnej w czasie kryzysu pandemicznego. Casus Stanów Zjednoczonych już wcześniej powinien być skłonić ekonomistów do aktualizacji prognoz.

Na tym tle uderzająca jest obserwacja, że główne banki centralne poświęcają wiele uwagi koncepcji „racjonalnego lekceważenia”, wyraźnie przedstawionej przez Jerome’a Powella w Jackson Hole. Koncepcja ta pomaga zrozumieć, jak realna inflacja wpływa (lub nie) na oczekiwania.

W dużym uproszczeniu „racjonalne lekceważenie” tłumaczy się tym, że podmioty gospodarcze mają ograniczoną zdolność rozumienia interakcji między zmiennymi ekonomicznymi. Ich oczekiwania zmieniają się tylko stopniowo i w sposób niewystarczający z powodu niepewności co do sygnałów wzrostu. Innymi słowy, oczekiwania co do inflacji są zmienną opóźnioną!

Modele ekonomiczne zostały w ciągu ostatnich 10 lat wzbogacone o uwzględnienie tej inercji oczekiwań. Literatura ta jest brana pod uwagę przez banki centralne. Do trwałego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych potrzebne są mniej dostosowawcze warunki monetarne (stopy realne są nadal wysoce ujemne), nawet jeśli miałyby to oznaczać recesję.

Sfinalizowano dn. 31 sierpnia 2022.

¹ W czerwcu 2021 r. EBC opublikował dokument roboczy poświęcony przeglądowi literatury na ten temat.

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

Aktualizacja miesięczna

Przeprowadziliśmy przegląd treści i prawdopodobieństwa naszych scenariuszy. Po pierwsze, w naszym scenariuszu centralnym uwzględniliśmy niektóre czynniki ryzyka, które właśnie się materializują (np. stagflacja w Europie), a które wcześniej były uwzględnione w scenariuszu pesymistycznym. W rezultacie prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza wzrosło (z 60 do 70%). Scenariusz pesymistyczny również staje się znacznie bardziej ponury (globalna recesja/kryzys zadłużenia). Obecnie jest on równoważony przez nowy scenariusz optymistyczny, czyli szybki spadek inflacji dzięki spadkowi cen gazu.

SCENARIUSZ
PESYMISTYCZNY
15%

Głębokie globalne załamanie

Analiza

- Eskalacja wojny na Ukrainie.
- Kryzys energetyczny i głęboka recesja w Europie.
- Powrót Covid-19.
- Wzrost długoterminowych oczekiwań inflacyjnych**, chaotyczne korekty banków centralnych.
- Recesja w Chinach.**
- Globalne spowolnienie gospodarcze**, z powrotem czynników presji deflacyjnej w drugim etapie.
- Globalny kryzys finansowy/kryzys zadłużenia, bankructwo kilku rynków wschodzących.**
- Rządy nie realizują antycyklicznej polityki fiskalnej.** Zdecydowane działania w sprawie represji finansowej.
- Odroczenie wprowadzenia środków z zakresu transformacji klimatycznej.**

Implikacje rynkowe

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

SCENARIUSZ GŁÓWNY
70%

Epizod stagflacyjny,
z rosnącymi rozbieżnościami

Analiza

- Impas na wojnie na Ukrainie.**
- Szok zaufania w UE** spowodowany wysokimi cenami energii.
- Covid-19** staje się chorobą endemiczną.
- Inflacja nie** powraca do celów banków centralnych do 2024 r.
- Globalne nominalne tempo wzrostu PKB będzie rosnać**, ograniczając negatywny wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw.
- Rozbieżności wzrostu:** recesja w strefie euro i Wielkiej Brytanii, powolne odbicie w Chinach, oczekiwany słaby wzrost w Stanach Zjednoczonych (znacznie poniżej potencjału w 2023 r.).
- Rozbieżności polityki banków centralnych:** Fed będzie kontynuował cykl zacieśniania, ale przyjmie gołębie stanowisko (koniec IV kwartału); Bank Anglii w łagodnym cyklu podwyżek; EBC podniesie stopy i uaktywni TPI; ChBL nastawiony na łagodzenie.
- Rozbieżności polityki fiskalnej:** łagodna ekspansja w UE; restrykcyjna w Stanach Zjednoczonych w latach 2022-23.
- 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.
- Zabezpieczenie przed inflacją poprzez złoto, obligacje indeksowane inflacją, akcje, aktywa realne i surowce.
- Rynki wschodzące: utrzymujemy narrację dotyczącą krótkoterminowej ostrożności, długoterminowego dochodu realnego oraz wzrostu.

SCENARIUSZ
OPTYMISTYCZNY
15%

Inflacja szybko spada,
kończąc epizod stagflacji

Analiza

- Wojna na Ukrainie** kończy się, a **sankcje** są stopniowo wycofywane.
- Rosja utrzymuje dostawy gazu**, rynek surowcowy się normalizuje.
- Covid-19** ustępuje.
- Inflacja szybko spada**, ustępują wąskie gardła podaży.
- Obawy przed recesją ustępują**, a inflacja pozostaje pod kontrolą, co zmniejsza presję na banki centralne.
- Mniejsza niepewność**, dodatkowe oszczędności i odnowiona siła nabywcza mogą napędzać konsumpcję i inwestycje w krajach rozwiniętych bez erozji marż korporacyjnych.
- Stopniowe przywracanie **dyscypliny fiskalnej**.
- Zmiana klimatu** 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.

NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy te same prawdopodobieństwa dla trzech kategorii czynników ryzyka. Widzimy, że ryzyko rośnie na wszystkich frontach, ściśle ze sobą powiązanych. Fundamenty gospodarcze ulegają pogorszeniu w skali globalnej (co znajduje odzwierciedlenie w scenariuszu centralnym). Przebieg wojny na Ukrainie i jej potencjalne implikacje mogą przechylić bieg wydarzeń w każdą stronę. Czynniki ryzyka związane z Covid (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.

RYZYKO EKONOMICZNE **30%**

- Globalna recesja wywołana szokiem naftowym/gazowym, zaostreniem polityki monetarnej i utratą siły nabywczej.
- Jeżeli Rosjanie potraktują dostawy gazu jako broń, w Europie może dojść do poważnego kryzysu energetycznego, prowadzącego do głębokiej recesji (szok zaufania).
- Kryzys gospodarczy w Europie Wschodniej w wyniku załamania się rosyjskiej gospodarki, wzrostu cen energii, niekontrolowanej inflacji oraz kryzysu migracyjnego.
- Nieuporządkowane korekty dokonywane przez banki centralne, które nie doceniają inflacji napędzanej podażą i tracą kontrolę.
- Globalna recesja zysków wywołana światowym spowolnieniem gospodarczym w połączeniu z utrzymującą się presją na koszty produkcji (kompresja marż).
- **Recesja w Chinach.** Polityka „Zero Covid” w połączeniu z wymykającym się spod kontroli kryzysem mieszkaniowym.
- Koniec wielkiej zbieżności: utrzymywanie się presji stagflacyjnej oznacza, że cele Banków Centralnych i rządów przestają być w pełni zbieżne — zmniejsza się pole do prowadzenia antycyklicznej polityki fiskalnej.
- **Pandemia**
 - Ryzyko wystąpienia bardziej niebezpiecznego i odpornego na szczepionki wariantu.
 - Nowe lockdowny lub ograniczenia mobilności.
- Katastrofy naturalne związane ze zmianami klimatycznymi szkodzą widoczności wzrostu gospodarczego i równowadze społecznej.

RYZYKO FINANSOWE **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.

RYZYKO (GEO)POLITYCZNE **30%**

- **Wojna na Ukrainie**
 - Przedłużające się walki zbrojne prowadzące do konfliktu o dużej intensywności i być może konfrontacji militarnej z Zachodem.
 - Wysokie ryzyko wypadku w obiektach jądrowych na Ukrainie.
 - [Możliwe jednak, że w najbliższych miesiącach sytuacja się uspokoi, co utrudni drogę do rozstrzygnięcia/zawieszenia broni.]
- Fragmentacja polityczna UE lub głosy populistów powodują brak porozumienia co do sposobu zarządzania stosunkami z Rosją.
- Stany Zjednoczone zajmują twarde stanowisko wobec Chin, aby zablokować wszelkie próby inwazji na Tajwan. Ryzyko przypadkowych konfrontacji na Morzu Południowochińskim lub w Cieśninie Tajwańskiej.
- Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących spowodowana wzrostem cen żywności i energii, prowadzącym do fali niepokoju.
- Programy nuklearne Iranu i Korei ponownie zaczynają budzić obawy i skutkują sankcjami.
- Stany Zjednoczone i Chiny tracą wiarygodność w kwestii transformacji energetycznej i podważają Porozumienie paryskie.
- Globalne ocieplenie prowadzi do zwiększonego ryzyka konfliktów, których przyczyną są niedobory wody i ruchy migracyjne.
- Atak cybernetyczny lub narażenie bezpieczeństwa danych zakłócające działanie systemów informatycznych (bezpieczeństwo, energetyka i usługi zdrowotne).

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

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

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

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

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

- Obligacje korporacyjne i akcje, EMBI

PORTFELE WIELOAKTYWOWE – STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

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

KONTEKST EKONOMICZNY

- Dynamika gospodarcza stopniowo słabnie w obliczu utrzymującej się wyższej presji inflacyjnej i słabnącego popytu wewnętrznego. Choć nadal oczekujemy „miękkiego lądowania” w Stanach Zjednoczonych, rośnie ryzyko recesji w połowie 2023 r. Na froncie europejskim spodziewamy się recesji napędzanej kosztami utrzymania i inflacją w okresie zimowym.
- Kierunki zmian w prognozach inflacji i wzrostu gospodarczego pozostają rozbieżne w kontekście stagflacyjnej dynamiki.
- Przedłużająca się presja na ceny surowców i energii, prowadząca do bardziej trwałej inflacji i zacieśnienia polityki pieniężnej, zwiększa niepewność co do stanu gospodarki i zmienności odczytów.

FUNDAMENTY I WYCENA

- Trend wzrostowy napędzany płynnością, który obserwowaliśmy latem, wyeliminował niedowartościowanie większości aktywów ryzykownych.
- Biorąc pod uwagę zamiary banków centralnych (które sugerują, że stopy procentowe pozostaną na wysokim poziomie przez dłuższy czas), można uznać, że mnożniki akcji nadal sygnalizują przesadny optymizm inwestorów, a wyższe prawdopodobieństwo recesji ciągle nie zostało zdyskontowane w oczekiwaniach dotyczących wskaźników zysku na akcję (EPS – konsensus oczekiwani jest wciąż zbyt optymistyczny).
- Dane fundamentalne pogarszają się w stosunku do zeszłego miesiąca, a stagflacja powinna być sygnałem alarmowym dla rentowności przedsiębiorstw.



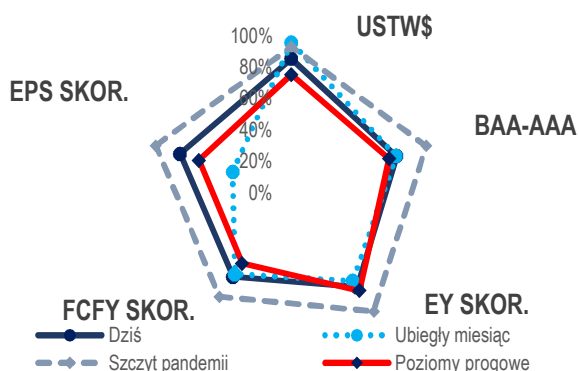
ASPEKTY TECHNICZNE

- Aspekty techniczne pozostają jedynym wymiarem mogącym okresowo skłaniać inwestorów do zwiększenia ryzyka portfela. Choć letni trend wzrostowy wyeliminował większość sygnałów kontrariańskich (wskaźniki strachu/chciwości, wzrostu/spadku i pozycjonowania stały się mniej korzystne w okresie poprzedzającym Jackson Hole), nie obserwujemy fragmentacji trendów, jak w przypadku poprzednich korekt rynkowych. Pozycjonowanie może być jednak mniej wyraźne niż sugerują to badania. Wydaje się, że inwestorzy instytucjonalni utrzymują pozycje na aktywach ryzykownych i w przypadku złych wiadomości (makro, mikro) mogą zostać zmuszeni do zmniejszenia ryzyka w stosunku do obecnych poziomów.

NASTROJE

- Warunki finansowe uległy w lecie złagodzeniu, co tłumaczy większość obserwowanego przez nas odbicia aktywów ryzykownych.
- Koncentracja ryzyka na rynku pozostaje jednak wysoka, a ogólne prawdopodobieństwo odejścia od ryzyka nadal sugeruje defensywną alokację w krótkim okresie.
- Pogorszenie wskaźników atrakcyjności ryzyka zaczęło wpływać na dane fundamentalne. Korekty wskaźników zysku na akcję (EPS) zmieniły się na negatywne, USD pozostaje silny, a spread Baa-Aaa agencji Moody's utrzymuje się powyżej powyżej poziomu alarmowego (pomimo ostatniego zaostreżenia).

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



Źródło: Instytut Amundi, stan na 26 sierpnia 2022.

Wskaźnik percepcji ryzyka CAST nie wykazał strukturalnego wzrostu w I kwartale, ale w II kwartale osiągnął mniej korzystną wartość. Korekty wskaźników zysku na akcję (EPS) zaczęły przyjmować wartości ujemne w odpowiedzi na obawy dotyczące recesji, a dolar amerykański pozostaje czynnikiem jednoznacznie skłaniającym do rezygnacji z ryzyka. Premia za ryzyko kredytowe pozostaje wysoka i przekracza próg ostrzegawczy, co zasadniczo przemawia za defensywnym pozycjonowaniem aktywów ryzykownych.

Metodologia: Rozważamy pięć wskaźników, 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 przepływu pieniężnego/cena. Czujki te wykorzystywane są do zmiany pozycjonowania w zakresie alokacji naszych aktywów taktycznych. Po wykryciu niewątpliwego przekroczenia wartości progowych wspomniane pięć zmiennych jest agregowane jako wskaźnik wyprzedzający warunki skrajne na rynku przy określonym poziomie prawdopodobieństwa. Przedstawiony na ilustracji pięciokąt odzwierciedla pięć czujek, a czerwona linia oznacza próg alarmowy. Im większe jest pole powierzchni obszaru za czerwoną linią, tym większe jest postrzegane ryzyko, a tym samym potrzeba wdrożenia defensywnej alokacji aktywów.

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

1 Korekta prognoz makroekonomicznych w Stanach Zjednoczonych: trwające spowolnienie wzrostu gospodarczego

- Wyhamowanie wzrostu gospodarczego nie wynika jeszcze z zacieśniania polityki przez Fed. „Miękkie lądowanie” jest jednak możliwe, a ryzyko recesji na pełną skalę w połowie 2023 r. nie jest pomijalne.
- Prognozy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych obniżone na skutek osłabienia konsumpcji i inwestycji (wzrost PKB w 2022 r. z 2,2% do 1,6%, a PKB w 2023 r. z 1,5% do 1,0%).
- Rynek pracy pozostaje silny, ale pojawiają się na nim „pęknięcia”.
- Wysoka inflacja utrzyma się pomimo rozluźnienia wąskich gardeł i złagodzenia presji cenowej.
- Fed pozostaje zaangażowany w podwyżki stóp, o 75 p.b. we wrześniu, a następnie trzy kolejne o 25 p.b., co doprowadzi do osiągnięcia stopy końcowej na poziomie 4,0% w lutym 2023 r.

Konsekwencje dla inwestorów

- Utrzymać niedoważanie globalnych akcji ze względu na dalsze pogorszenie się otoczenia gospodarczego w latach 2022–23.
- Przeważenie wysokiej jakości obligacji korporacyjnych i klas aktywów wrażliwych na inflację, takich jak obligacje indeksowane inflacją i surowce.
- Długa na USD do większości walut G10, możliwy ruch EUR/USD w kierunku 0,94 w krótkim terminie.

2 Europa: recesja pod wpływem kryzysu związanego z kosztami utrzymania jest oczekiwana w IV kw. 2022 / I kw. 2023

- Oczekuje się, że w nadchodzącym sezonie zimowym inflacja w Europie osiągnie szczyt na poziomie około 10% (po części z powodu potraktowania przez Rosję gazu jako broni).
- Kraje strefy euro odczują bezpośredni wpływ podaży gazu, inflacji oraz efektów drugiej rundy związanych z recesją w Niemczech.
- Szok stagflacyjny będzie się przedłużał w kontekście ograniczonego pola manewru w zakresie polityki fiskalnej, słabszego globalnego wzrostu gospodarczego i zaostrożonych na całym świecie warunków finansowych, prowadząc do recesji w okresie jesienno-zimowym.
- Obecnie oczekujemy realnego wzrostu PKB strefy euro na poziomie 2,9% w 2022 r. i 0,3% w 2023 r.
- Oczekuje się, że najbardziej ucierpią Niemcy i Włochy, a Francja zostanie dotknięta stosunkowo mniejszym stopniem. Hiszpania jest najmniej narażona, ale wciąż nie jest odporna.

Konsekwencje dla inwestorów

- Stopa końcowa EBC powinna wynieść 1,00–1,25% do końca roku dzięki dwóm kolejnym podwyżkom o 50 p.b. (wrzesień i październik 2022), a następnie jednej podwyżce o 25 p.b. w grudniu 2022.
- Pozostajemy ostrożni w kwestii długu z peryferii strefy euro i europejskich obligacji korporacyjnych, ponieważ obecne wyceny nie uwzględniają długotrwałego pogorszenia sytuacji w sektorze energetycznym strefy euro.

3 Po kolejnych publikacjach wyników finansowych za II kwartał: wysokie wskaźniki zysku na akcję (EPS) za II kwartał wspierają hossę przeciwną trendowi, jednak wyniki są „niskiej jakości”

- Poziom zysków na akcję (EPS) za II kwartał wypadł nawet lepiej od wysokich oczekiwań rynku, ale marże spadają.
- Wyniki w UE są w dużej mierze napędzane przez sektor energetyczny, inflację i słabość walut.
- Oczekuje się, że poza sektorem energetycznym w II kwartale dynamika EPS r/r w Stanach Zjednoczonych zmieni się na ujemną.

Konsekwencje dla inwestorów

- Na obecnym etapie odporne zyski nie są wystarczającym powodem, aby przyjmować bardziej optymistyczne nastawienie do akcji. Utrzymujemy ostrożne nastawienie do akcji.
- Preferujemy akcje amerykańskie w stosunku do strefy euro.

4 Private equity i nieruchomości: premia za ryzyko nie płynności powinna pomóc

- Ceny nieruchomości są wrażliwe na wyższe stopy procentowe. Jest jednak mało prawdopodobne, aby doprowadziło to do krachu w stylu lat 2008–2009.
- Zacieśnienie polityki monetarnej i spowolnienie nominalnego wzrostu PKB spowodują odpływ płynności w 2023 r., torując drogę do obniżenia ryzyka i skupienia się na nie płynnych aktywach defensywnych, takich jak dług prywatny.
- Historia pokazuje, że premia za ryzyko nie płynności w tego rodzaju otoczeniu opłacała się.

Konsekwencje dla inwestorów

- Oczekiwany w 2023 r. spadek płynności powinien sprzyjać aktywom nie płynnym i defensywnym, takim jak dług prywatny, które powinny zastąpić w portfelach wysokodochodowe obligacje korporacyjne.

WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

5 Chiny: należy uwzględnić większe spowolnienie w budownictwie mieszkaniowym

Ożywienie gospodarcze nadal jest głównym scenariuszem, a recesja nie znajduje się w zasięgu wzroku:

- W lipcu i sierpniu gospodarka nadal się ożywiła, choć tempo tych zmian uległo znacznemu spowolnieniu w stosunku do skoku z czerwca.
- Wskaźniki popytu wewnętrznego zasadniczo były zasadniczo niskie, co odzwierciedlało ogólny brak zaufania w sektorze prywatnym.
- Spowolnienie w budownictwie mieszkaniowym, komplikowane przez sporadyczne restrykcje związane z Covid-19, ciąży na ożywieniu gospodarczym Chin, tłumiąc pozytywne efekty luzowania fiskalnego i monetarnego.

Mieszkania: zbyt późno i zbyt powściągliwie

- Sprzedaż mieszkań pozostaje w ostrym trendzie spadkowym, a rząd centralny zwiększył zapewniane wsparcie
- Działania mające na celu pobudzenie popytu nabrały już jednak cech ultraluznej polityki (rządy już kilka miesięcy temu złagodziły ograniczenia dotyczące zakupów, a oprocentowanie kredytów hipotecznych osiąga wieloletnie minima).
- Oczekujemy, że większego spadku sprzedaży mieszkań od sierpnia do grudnia, do poziomu -20% r/r wobec -8% r/r oczekiwanych w lipcu.

Obniżamy nasz roczny cel wzrostu na 2022 r. do 2,9% (z 3,2%), a w 2023 r. spodziewamy się 5,2% zamiast 5,5%.

Konsekwencje dla inwestorów

- Utrzymywać długie pozycje na MSCI China, HSCEI i HIS.
- Nastawienie neutralne w stosunku do obligacji korporacyjnych i długa pozycja na Chinach.

Najnowsze informacje o Covid-19

Francesca PANELLI, Dział Analiz Inwestycyjnych i Klientów

Napędzana przez wariant BA5 z rodziny Omikron fala Covid-19, która uderzyła w Europę i Stany Zjednoczone w czerwcu i pierwszej połowie lipca, pod koniec lipca i w sierpniu zaczęła wygasać mimo szczytu sezonu turystycznego, a liczba ofiar śmiertelnych i hospitalizacji pozostała ograniczona. Według Europejskiego Centrum Kontroli Chorób w tygodniu kończącym się 31 lipca, łączna liczba przypadków zgłoszonych w okresie 14 dni pozostała w UE wysoka (842,5 przypadków na 100 000 osób), ale zakaźność spadła. Sytuacja epidemiologiczna jest nadal niejednorodna w skali UE, przy czym sytuacja wciąż pogarsza się w Europie Wschodniej, gdzie poziom wyszczepienia jest niższy. Nadal utrzymuje się duża niepewność co do nadchodzącego sezonu jesienno-zimowego i ewentualnej nowej fali. Jednocześnie nie jest pewne, czy uaktualnione szczepionki przeciwko wariantom BA4 i BA5 będą dostępne jeszcze w tym roku, ponieważ badania kliniczne okazały się trudne ze względu na dużą ekspozycję populacji na wirusa, wynikającą ze szczepienia lub zachorowania.

W Stanach Zjednoczonych sytuacja jest podobna — Centrum Kontroli Chorób poluzowało swoje zalecenia, które od tej pory będą się skupiać jedynie na ochronie osób najbardziej wrażliwych. W tym samym czasie w Chinach ilość przypadków Covid-19 osiągnęła trzymiesięczne maksimum — głównie na turystycznej wyspie Hainan, która w chwili pisania tego tekstu jest prawie całkowicie zamknięta. Nowe ogniska pojawiają się również w pozostałych regionach, w tym w Szanghaju, co prawdopodobnie doprowadzi do powrotu lockdownów. W rezultacie Covid-19 pozostanie ważnym czynnikiem wpływającym na aktywność gospodarczą w kolejnych miesiącach.



KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=/+		Ogólna konsumpcja jest silna, ale pojawiają się wczesne oznaki osłabienia. W tym otoczeniu wzrost zysków (w bieżącym i w przyszłym roku) powinien napędzać rynki. Dlatego pozostajemy czujni na wszelkie oznaki spadku popytu, a przy okazji badamy spółki o dużym potencjale w zakresie rentowności oraz historii wynagradzania akcjonariuszy.
	Segment „wartości”, USA	+		Choć segment „wartości” osiągnął w tym roku lepsze wyniki, ze względu na pojawiające się obawy dotyczące wzrostu gospodarczego zależność nie miała charakteru liniowego. Uważamy, że inwestorzy powinni uzupełniać akcje z segmentu „wartości” o walory spółek charakteryzujących się wysoką jakością oraz akcje mniej cykliczne, bardziej odporne na presję na zyski i oferujące bardziej atrakcyjne wyceny. Z drugiej strony, nie podobają nam się akcje przeżywających problemy spółek z segmentu „wartości” i w związku z tym przyjmujemy podejście selektywne.
	Segment „wzrostu”, USA	-		Ponieważ wygląda na to, że Fed będzie dążył do podwyższenia stóp w celu okiełznania inflacji, uważamy, że może to wyrzucić dalszą presję na akcje z segmentu „wzrostu” — dotyczy to zwłaszcza spółek drogiej i nierentownych. Niektóre charakteryzujące się wyższą jakością spółki z segmentu „wzrostu” mają rozsądne wyceny, ale my nadal koncentrujemy się na potencjale zysków.
	Europa	--	▼	Recesja w regionie będzie prawdopodobnie spowodowana wysoką inflacją, która zwiększa koszty życia i ostatecznie wpłynie na popyt konsumpcyjny. Dostrzegamy czynniki ryzyka krótkoterminowego dotyczące zysków i zaczynamy przyjmować nieco ostrożniejsze podejście. Nadal jednak koncentrujemy się na selekcji akcji, sile bilansu i spółkach zdolnych do osiągnięcia trwałych zysków.
	Japonia	=		Spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego może stanowić przeszkodę dla napędzanych eksportem rynków japońskich, ale stosunkowo atrakcyjne wyceny i słabnący jen są pozytywnymi czynnikami.
	Chiny	=/+	▼	Wspierająca polityka, ponowne otwarcie gospodarcze i przejście do bardziej zrównoważonego modelu wzrostu to pozytywne zjawiska. Sporadyczne lockdowny i słabość sektora mieszkaniowego prawdopodobnie obciążą jednak wzrost gospodarczy w najbliższym czasie.
	Rynki wschodzące	=		Choć w bloku rynków wschodzących nadal dominują rozbieżności, różnica w zakresie tempa wzrostu gospodarczego między krajami rozwiniętymi i rynkami wschodzącymi zmienia się na korzyść tych ostatnich. Podkreśla to potrzebę zachowania selektywności i świadomości ryzyka geopolitycznego oraz wpływu surowców/inflacji na popyt wewnętrzny. Podchodzimy pozytywnie do Brazylii i Zjednoczonych Emiratów Arabskich (eksporterzy surowców), ale jesteśmy ostrożni wobec Tajlandii.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Skarbowe USA	=		Rentowności oscylują w przeciwnych kierunkach, kierowane przez oczekiwania rynku co do inflacji, wzrostu gospodarczego i reakcji Fedu w zakresie polityki pieniężnej. Choć „miękkie lądowanie” w Stanach Zjednoczonych wydaje się możliwe, inflacja jest wciąż wysoka, a w związku z tym Fed pozostaje jastrzębi. Dlatego pozostajemy neutralni, ale jesteśmy też bardzo aktywni. Po ostatnim wzroście realnych rentowności poddajemy również ocenie rynek obligacji skarbowych indeksowanych inflacją.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+		Ta klasa aktywów zapewnia atrakcyjne okazje do carry trade, korzysta z silnych fundamentów przedsiębiorstw, a ponadto powinna skorzystać z odporności amerykańskiej gospodarki. Widoczność zysków jest jednak ograniczona ze względu na pewną presję na popyt konsumencki. Ponadto wyceny znajdują się blisko swoich długoterminowych średnich, i dlatego utrzymujemy podejście selektywne.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	=		Uważamy, że w warunkach stłumionego wzrostu gospodarczego inwestorzy powinni zwracać uwagę na perspektywy niewykonania zobowiązań, a także na to, jak słabe wyniki mogą wpłynąć na możliwości generowania przepływów pieniężnych oraz na dane fundamentalne, które na razie pozostają solidne. Skupiamy się na płynności w świetle zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed i utrzymującej się inflacji.
	Skarbowe Europa	=		EBC dąży do kontrolowania inflacji i prawdopodobnie podniesie stopy wyżej niż wcześniej oczekiwano. Musi jednak wyważyć takie podejście z potrzebą zapobiegania fragmentacji. Przyjmujemy neutralne nastawienie do Europy, choć krzywe rentowności traktujemy elastycznie. Nawet w przypadku długu z peryferii strefy euro jesteśmy neutralni wobec potencjalnej presji ze strony wydarzeń politycznych, pomimo wsparcia ze strony EBC.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=		Krótkoterminowa perspektywa recesji, wysoka inflacja i jastrzębi EBC oznaczają potencjalną presję na zyski i spready. Dlatego, choć w naszych portfelach stawiamy na jakość, monitorujemy ryzyko dekompresji i to, czy fundamenty nie pogorszą się z powodu presji na popyt konsumencki.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	=		Zachowujemy czujność w odniesieniu do europejskich instrumentów stałodochodowych i monitorujemy perspektywy niewypłacalności, które na razie nie stwarzają zagrożenia. Jeśli jednak warunki finansowe ulegną zaostrzeniu, a rynki znajdą się pod presją, płynność może wyschnąć — zwłaszcza w obszarach nadmiernie zadłużonych, w odniesieniu do których jesteśmy ostrożni.
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+		Chiny nadal oferują korzyści z dywersyfikacji, a obniżenie ceny wzrostu gospodarczego w tym kraju, w połączeniu z dostosowawczym nastawieniem, powinno okazać się pozytywne dla obligacji. Monitorujemy jednak zmiany w sektorze nieruchomości.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Preferując instrumenty wysokodochodowe (pomimo ostatniej hossy napędzanej przez napływy kapitału) w stosunku do klasy inwestycyjnej, uważamy, że instrumenty denominowane w twardej walucie oferują atrakcyjne możliwości, choć pozostajemy selektywni. W najbliższym czasie niektóre emisje z rynku pierwotnego mogą być dostępne z dyskontem.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Ze względu na inflację jesteśmy ostrożni i przyjmujemy wysoce selektywne podejście, preferując wysokie różnice stóp procentowych w ramach carry trade (tj. RPA i Brazylię). W krótkim terminie waluty rynków wschodzących mogą znaleźć się pod presją ze względu na dobrą kondycję dolara, i dlatego preferujemy rozgrywanie wartości względnej.
INNE	Surowce			Spowalniający globalny wzrost gospodarczy i popyt w Chinach mogą przełożyć się na ograniczenie cen ropy i innych surowców cyklicznych. Ze względu na utrzymujące się problemy z podażą i niepewność geopolityczną ryzyko pogorszenia sytuacji wydaje się jednak ograniczone. Nasz poziom docelowy WTI to 100 USD za baryłkę za 3 miesiące. Fundamenty złota są nieco skomplikowane. Zacieśnianie polityki przez Fed i rosnące realne stopy procentowe w najbliższym czasie nie będą mu sprzyjać.
	Waluty			USD prawdopodobnie skorzysta z rosnących stóp w Stanach Zjednoczonych i presji na globalny wzrost gospodarczy. Nasz 6-miesięczny cel dla EUR/USD to 1,0, przy czym wspólna europejska waluta może w najbliższym czasie spaść nawet poniżej parytetu. Jeśli jednak Fed okaże się gołębi (nie jest to nasz główny scenariusz średnioterminowy), „zielony” znajdzie się pod presją.

LEGENDA



Źródło: Amundi, na dzień 2 września 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 2022-08-31

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

Źródło: Instytut Amundi

- **Stany Zjednoczone:** Po spadku w pierwszym półroczu nastąpi przedłużający się okres wzrostu poniżej normy, ale trwające spowolnienie nie jest jak na razie spowodowane zacieśnieniem polityki Fedu — na pozornie silnym rynku pracy pojawiają się „pęknięcia” i w związku z tym oczekujemy, że brak produktywności spowoduje jego korektę. Podnosi to ryzyko recesji w połowie 2023 r., kiedy to spodziewane są większe efekty działań z zakresu polityki pieniężnej. Przed nami łagodniejsza, ale wciąż wysoka inflacja. Wąskie gardła i presja cenowa zmniejszają się, ale pozostają na wysokim poziomie. Powinno to spowodować spadek inflacji cen towarów, ale niższej inflacji czynszów należy spodziewać się dopiero w 2023 r., co oznacza, że inflacja pozostanie znacznie powyżej celu jeszcze przez kilka kwartałów.
- **Strefa euro:** Ekstremalne warunki pogodowe, w połączeniu z kwestią rosyjskiego gazu, nasilają szok stagflacyjny w kontekście ograniczonego pola manewru w zakresie polityki fiskalnej, słabego globalnego wzrostu gospodarczego i zaostzonych warunków finansowych, prowadząc do recesji w okresie jesienno-zimowym. Będzie to kryzys napędzany przez koszty utrzymania, ponieważ konsumenci i przedsiębiorstwa będą musieli zmierzyć się z dalszą presją ze strony kosztów energii. Wsparcie fiskalne może nieco pomóc, ale pole manewru jest ograniczone. Oczekuje się, że w zimie inflacja osiągnie szczyt na poziomie około 10%, pozostanie trwała i będzie oparta na szerokich podstawach, rosnąc do IV kwartału, a następnie stabilizując się, by zacząć spadać począwszy od 2023 r..
- **Wielka Brytania:** Spodziewamy się, że uderzenie ze strony wysokich cen energii spowoduje zimą recesję napędzaną przez konsumentów, jednak mniej poważną niż przewiduje Bank Anglii — oczekujemy mniej agresywnego zacieśniania polityki monetarnej i pewnego wsparcia ze strony polityki fiskalnej. Z powodu wysokich cen energii oczekujemy szczytu inflacji na poziomie dwucyfrowym IV kw. 2022 r. i I kw. 2023 r. — nowa premier prawdopodobnie zapewni w związku z tym pewne wsparcie fiskalne dla gospodarstw domowych.
- **Japonia:** Ożywienie gospodarcze w II kwartale okazało się słabsze niż oczekiwaliśmy, ponieważ konsumpcja prywatna ucierpiała w następstwie wyższych cen żywności i energii. U progu III kwartału konsumenci znajdują się pomiędzy wyższą inflacją i szalejącą epidemią Covid-19, a globalny popyt spowalnia. Perspektywy gospodarcze pogarszają się, ponieważ wspiera nasz bazowy scenariusz opóźnionego otwarcia gospodarki jest osłabiony przez spadający popyt eksportowy, który prawdopodobnie wciągnie całą gospodarkę w recesję w pierwszej połowie 2023 roku. Niemniej jednak wzrost kosztów produkcji nadal przekłada się na wzrost cen, co spowoduje wzrost inflacji przez resztę 2022 r.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	12.09. 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	2,33	4,25	3,95	4,25	4,00
Strefa euro	0,75	2,25	2,25	2,25	2,25
Japonia	0,00	-0,1	0,02	-0,1	0,09
Wlk. Brytania	1,75	3,75	4,06	3,75	4,43

Źródło: Instytut Amundi

- **Fed:** W naszym scenariuszu Fed podniesie stopy o 75 p.b. na wrześniowym posiedzeniu i zmniejszy skalę podwyżek do 25 p.b. na kolejnych posiedzeniach w listopadzie i grudniu. Zakładamy również, że końcowa stopa dla tego cyklu podwyżek wyniesie 4% na koniec roku. Nasz pogląd na ścieżkę stóp w 2023 r. różni się od konsensusu, który dyskontuje obniżki stóp latem 2023 r. W naszym scenariuszu „miękkiego lądowania” nie ma obniżek stóp. Ostatnie komunikaty Fedu podkreślały, że stopy mogą pozostać wyższe przez dłuższy czas, jak również że przywrócenie stabilności cen będzie prawdopodobnie wymagało utrzymania restrykcyjnego nastawienia przez jakiś czas. Naszym zdaniem w scenariuszu „miękkiego lądowania” można spodziewać się stabilnych stóp procentowych (przy umiarkowanym wzroście stopy bezrobocia i niskim wzroście PKB). „Twarde lądowanie” przełożyłoby się oczywiście na obniżkę stóp.
- **EBC:** W lipcu EBC podwyższył stopy o 50 p.b., w przeciwieństwie do zapowiadanych wcześniej 25 p.b., zrezygnował z publikowania zapowiedzi i w większym stopniu uzależnił swoje decyzje od danych. Ogłoszony Instrument Ochrony Transmisji (TPI) uzyskał jednogłośnie poparcie i ma nieograniczoną wielkość, a jego warunkowość jest powiązana z już istniejącymi zobowiązaniami — charakteryzuje się on też elastycznością, jeśli chodzi o uruchamianie. Ogłoszenie TPI pośrednio wspiera nasz bazowy scenariusz dotyczący stóp, wskazując na dwie kolejne podwyżki o 50 p.b. na kolejnych dwóch posiedzeniach oraz podwyżkę o 25 p.b. w grudniu. Zrealizowane w lipcu elastyczne reinwestycje PEPP potwierdziły zaangażowanie EBC w zwalczanie fragmentacji.
- **Bank Japonii:** Inflacja w Japonii po raz kolejny wzrosła, a prawdopodobieństwo osiągnięcia przez inflację bazową (bez świeżej żywności i energii) celu 2% na przełomie lat 2022/ 2023 znacznie wzrosło. Stoi to w sprzeczności z własną łagodną prognozą Banku Japonii, zakładającą skromny wzrost do 1,5% do roku finansowego 2024. Jednakże przedstawiciele Banku Japonii nadal wyrażali preferencje dla ultraluznej polityki podczas sierpniowej przerwy letniej, powołując się na obawy dotyczące wzrostu gospodarczego i popytu. Jest prawdopodobne, że japoński bank centralny nie potraktuje ewentualnego przekroczenia celu inflacyjnego poważnie i utrzyma swoje akomodacyjne nastawienie.
- **Bank Anglii:** Ostatnie posiedzenie przyniosło podwyżkę o 50 p.b. — zasugerowano też, że aktywne zacieśnianie ilościowe prawdopodobnie rozpocznie się w październiku, a jego oczekiwana skala będzie odpowiadać konsensusowi. Najważniejszą informacją był zaktualizowany zestaw prognoz gospodarczych, wskazujący na znacznie gorszy niż poprzednio obraz wzrostu PKB w połączeniu z oczekiwaną w bieżącym i w przyszłym roku wyższą inflacją. W nowej zapowiedzi podkreślono znacznie zwiększoną niepewność co do ścieżki stóp procentowych w średnim okresie — prawdopodobne jest większe zacieśnienie polityki monetarnej w najbliższym czasie oraz znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego i recesja.

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
EBC (Rada Prezesów)	8 września
Bank Anglii (MPC)	15 września
Rezerwa Federalna (FOMC)	21 września
Bank Japonii (MPM)	22 września

Źródło: Instytut Amundi

KRAJE WSCHODZĄCE

Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-08-31

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Świat	6,2	3,2	2,7	3,9	8,0	5,2
Kraje wschodzące	6,9	3,8	4,0	4,4	8,6	5,8
Chiny	8,1	2,9	5,2	0,9	2,3	2,4
Brazylia	4,6	2,3	1,0	8,3	9,8	5,6
Meksyk	4,8	2,3	0,7	5,7	7,9	5,4
Rosja	4,7	-3,3	-1,5	6,7	14,3	7,6
Indie	9,1	7,3	5,7	5,1	6,9	6,2
Indonezja	3,7	5,4	5,0	1,6	4,2	4,3
RPA	5,5	2,4	1,8	4,6	6,9	5,8
Turcja	11,6	4,3	3,1	19,4	71,0	28,9

Źródło: Instytut Amundi

- Chiny:** W lipcu i sierpniu gospodarka nadal się ożywiła, choć tempo tych zmian uległo znacznemu spowolnieniu w stosunku do czerwca. Wskaźniki popytu wewnętrznego zasadniczo były zasadniczo niskie, co odzwierciedlało ogólny brak zaufania w sektorze prywatnym. Spowolnienie w budownictwie mieszkaniowym, komplikowane przez sporadyczne restrykcje związane z Covid-19, nadal ciąży na ożywieniu gospodarczym Chin, tłumiąc pozytywne efekty luzowania fiskalnego i monetarnego. W związku z trudnymi warunkami makroekonomicznymi i obniżonym zaufaniem konsumentów oczekujemy większego spadku sprzedaży mieszkań w okresie sierpień-grudzień, na poziomie -20% r/r, i odpowiednio obniżamy ocenę wzrostu w drugim półroczu.
- Indonezja:** W kontekście krajowych warunków gospodarczych i globalnej niepewności finansowej bank centralny zdecydował się ostatecznie na podwyżkę głównej stopy procentowej o 25 p.b., do 3,75%. Podczas gdy inflacja bazowa pozostaje przytłumiona (choć rośnie), główny wskaźnik inflacji znacznie przekracza cel, co wynika ze zmienności komponentów, które nie są dotowane. Bank centralny dostrzega ryzyko narastania oczekiwań inflacyjnych. Podwyżki powinny być kontynuowane w umiarkowanym tempie – w planach jest około 100-125 p.b. Zgodnie z zapowiedzią z sierpnia, w budżecie na 2023 r. przewidziano deficyt w granicach ustawowego progu 3%, zgodnie z planem ogłoszonym w czasie pandemii.
- Tajlandia:** Zaliczający się pod tym względem do maruderów bank centralny podniósł w sierpniu stopę procentową o 25 p.b., do 0,75%. Z uwagi na wciąż słabe ożywienie gospodarcze podejście do normalizacji polityki pozostanie jednak bardzo umiarkowane. PKB za II kwartał 2022 roku rozczarował ekonomistów. Pomimo umiarkowanego wzrostu bilans ryzyka banku centralnego zdecydowanie przechylił się w stronę inflacji, przy czym jej główny wskaźnik osiąga szczyt już w kwietniu, docierając do 12,1% r/r, a rok zakończy poniżej 7%, także dzięki obniżkom podatków i cen paliw. Bank centralny jest gotowy do zakończenia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej po podniesieniu stóp do 13,75%, choć pozostawił też „lekkotwarte” drzwi dla kolejnej, szczytowej podwyżki we wrześniu. Co najważniejsze, do wyborów prezydenckich pozostało już tylko kilka tygodni – Lula zauważalnie prowadzi obecnie z Bolsonaro, choć jego przewaga kurczy się.
- Brazylia:** Wydaje się, że w ujęciu sekwencyjnym wzrost gospodarczy osiąga obecnie szczyt po solidnym pierwszym półroczu, choć w żadnym wypadku nie doszło jeszcze do spowolnienia – gospodarce sprzyja kolejna runda przedwyborczej polityki deflacyjnej. Sądzymy, że w 2022 r. tempo wzrostu PKB przekroczy 2%. Inflacja osiągnęła szczyt już w kwietniu, docierając do 12,1% r/r, a rok zakończy poniżej 7%, także dzięki obniżkom podatków i cen paliw. Bank centralny jest gotowy do zakończenia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej po podniesieniu stóp do 13,75%, choć pozostawił też „lekkotwarte” drzwi dla kolejnej, szczytowej podwyżki we wrześniu. Co najważniejsze, do wyborów prezydenckich pozostało już tylko kilka tygodni – Lula zauważalnie prowadzi obecnie z Bolsonaro, choć jego przewaga kurczy się.

Prognoza kluczowych stóp procentowych

	5.09. 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Indie	5,40	6,10	5,95	6,10	6,05
Brazylia	13,75	13,75	13,85	11,50	13,30
Rosja	8,00	7,00	7,40	6,00	6,75

Źródło: Instytut Amundi

- ChBL (Chiny):** Po utrzymywaniu stóp na stałym poziomie przez wiele miesięcy ChBL w sierpniu zaskoczył rynek, najpierw obniżając stopy rynku międzybankowego (7-dniowa repo i 1-roczną MLF) o 10 p.b., a następnie obniżając 1-roczną stopę LPR o 5 p.b. i 5-letnią stopę LPR o 15 p.b. W kontekście słabego popytu wewnętrznego i ostrzejszego niż oczekiwano spowolnienia na rynku mieszkaniowym to niezbyt równomierne cięcie jest dodatkowym działaniem na rzecz pobudzenia popytu na mieszkania i zdławienia w zarodku szerszego kryzysu. Utrzymując tendencję do łagodzenia polityki pieniężnej, ChBL przez większość czasu będzie koncentrować się na łagodzeniu strukturalnym, a dalsze, szerokie łagodzenie będzie uzależnione od danych.
- RBI (Indie):** W sierpniu bank centralny podniósł główną stopę procentową o 50 p.b., do 5,40%, co zostało odebrane jako jastrzębie posunięcie, ponieważ duża część ekonomistów spodziewała się bardziej umiarkowanej podwyżki. Zamiast tego bank centralny skupił się na zwiększeniu skali normalizacji na jej początkowych etapach – oczekujemy, że w październiku i grudniu będzie działał wolniej, docierając ostatecznie do poziomu 6,1%. W międzyczasie główny wskaźnik inflacji (podobnie jak inflacja bazowa) spadł w lipcu nieznacznie z 7,0% do 6,7% r/r, co naszym zdaniem nie sugeruje jeszcze rozpoczęcia właściwego trendu spadkowego. Na tym etapie Bank Centralny jest mniej akomodacyjny, ale nie do końca restrykcyjny.
- BCB (Brazylia):** Czy to już koniec? Podczas gdy Fed wydaje się skłaniać do wolniejszego tempa zacieśniania, brazylijski bank centralny, który od początku wyprzedzał Fed, kończy właśnie cykl podwyżek stóp procentowych. Na początku sierpnia władze monetarne ponownie podwyższyły stopę procentową o 50 p.b., do 13,75%, ale też zamknęły drzwi do kolejnej podwyżki o tej samej skali we wrześniu. Bank centralny rozważy kolejną „szczytową” podwyżkę o 25 p.b., ale biorąc pod uwagę ostatnie komunikaty i nieco lepszy od oczekiwań lipcowy odczyt inflacji, obecnie raczej nie należy spodziewać się dalszych korekt. Podobnie jednak jak w przypadku Fedu, BCB będzie chciał zobaczyć sierpniowy wydruk inflacji, zanim zdecyduje się na kolejny ruch.
- CBR (Rosja):** W lipcu Centralny Bank Rosji ponownie obniżył stopę procentową o 150 punktów bazowych, tym razem do 8%. Cięcie okazało się większe niż oczekiwano. Głównymi powodami cięcia były spadająca inflacja i stłumiony popyt konsumpcyjny. CBR pozostawił otwartą furtkę dla dalszych obniżek. Inflacja w lipcu uległa dalszemu spowolnieniu do 15,1% r/r, w stosunku do 15,9% r/r w czerwcu i 17,1% w maju. Oczekujemy dalszego spadku inflacji do ok. 13-14% do końca roku. 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 6% w horyzoncie 12 miesięcy.

Źródło: Instytut Amundi

Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
CBR	16 września
ChBL	20 września
BCB, Brazylia	21 września
BRI	28 września

Źródło: Instytut Amundi

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

Prognozy dotyczące Wielkiej Brytanii sporządzono na dzień 31 sierpnia 2022 r. W świetle ostatnich zapowiedzi brytyjskiego rządu, ale wobec braku szczegółów pozwalających na dokonanie oceny ostatecznego wpływu w momencie zamykania numeru, pozostawiamy nasze prognozy bez zmian, zastrzegając, że mogą ulec zmianie wkrótce po publikacji.

Prognozy makroekonomiczne

(31 sierpnia 2022)

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
USA	5,8	1,6	1,0	4,7	8,1	4,0
Japonia	1,7	1,8	1,5	-0,2	1,9	0,3
Strefa euro	5,3	2,9	0,3	2,6	8,3	5,7
Niemcy	2,6	1,5	0,1	3,2	8,5	6,0
Francja	6,8	2,6	0,4	2,1	6,1	4,7
Włochy	6,6	3,3	0,4	1,9	7,7	5,3
Hiszpania	5,1	4,5	1,1	3,1	9,3	4,9
Wlk. Brytania	7,4	3,4	-0,5	2,6	9,6	8,7
Chiny	8,1	2,9	5,2	0,9	2,3	2,4
Brazylia	4,6	2,3	1,0	8,3	9,8	5,6
Meksyk	4,8	2,3	0,7	5,7	7,9	5,4
Rosja	4,7	-3,3	-1,5	6,7	14,3	7,6
Indie	9,1	7,3	5,7	5,1	6,9	6,2
Indonezja	3,7	5,4	5,0	1,6	4,2	4,3
RPA	5,5	2,4	1,8	4,6	6,9	5,8
Turcja	11,6	4,3	3,1	19,4	71,0	28,9
Kraje rozwinięte	5,2	2,3	0,9	3,2	7,2	4,3
Kraje wschodzące	6,9	3,8	4,0	4,4	8,6	5,8
Świat	6,2	3,2	2,7	3,9	8,0	5,2

Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

	12 września 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
USA	2,33	4,25	3,95	4,25	4,00
Strefa euro	0,75	2,25	2,25	2,25	2,25
Japonia	0,00	-0,1	0,02	-0,1	0,09
Wlk. Brytania	1,75	3,75	4,06	3,75	4,43

Kraje wschodzące

	5 września 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
Chiny	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Indie	5,40	6,10	5,95	6,10	6,05
Brazylia	13,75	13,75	13,85	11,50	13,30
Rosja	8,00	7,00	7,40	6,00	6,75

Prognoza stóp długoterminowych

Rentowności obligacji 2-letnich

	12 września 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	3,54	3,4/3,6	3,59	3,4/3,6	3,52
Niemcy	1,36	1,2/1,4	1,48	1,2/1,4	1,48
Japonia	-0,07	-0,10/0	-0,05	-0,10/0	-0,06
Wlk. Brytania	3,04	2,7/2,9	2,99	2,7/2,9	3,02

Rentowności obligacji 10-letnich

	12 września 2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
USA	3,30	3,1/3,3	3,35	3,1/3,3	3,36
Niemcy	1,70	1,8/2,0	1,81	1,8/2,0	1,85
Japonia	0,25	0,1/0,3	0,35	0,1/0,3	0,42
Wlk. Brytania	3,10	2,9/3,1	3,21	2,9/3,1	3,27

Prognoza dla walut

	2 września 2022	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.	Amundi II kw. 2023 r.	Konsensus II kw. 2023 r.
EUR/USD	1,00	0,94	1,00	1,03	1,05
USD/JPY	140	135	135	126	128
EUR/GBP	0,86	0,85	0,85	0,86	0,86
EUR/CHF	0,98	0,93	0,97	0,99	1,00
EUR/NOK	9,97	9,70	9,80	9,48	9,70
	2 września 2022	Amundi IV kw. 2022 r.	Konsensus IV kw. 2022 r.	Amundi II kw. 2023 r.	Konsensus II kw. 2023 r.
EUR/SEK	10,74	10,49	10,55	10,42	10,30
USD/CAD	1,31	1,35	1,30	1,26	1,27
AUD/USD	0,68	0,66	0,70	0,73	0,72
NZD/USD	0,61	0,59	0,62	0,63	0,64
USD/CNY	6,90	7,20	6,88	6,60	6,88

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

THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Themes at a glance: Gas rationing impact on European economy (29-07-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SANDRINI Francesco, Head of Multi-Asset Strategies - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

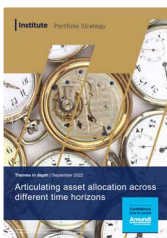
Themes in depth: Towards a new set of fiscal rules in Europe: an investor view (25-07-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

Themes at a glance: Towards new fiscal rules in Europe (25-07-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Éric, Senior Advisor - Amundi Institute

Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation (01-09-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - DI SILVIO Silvia, Cross Asset Research Macro - Amundi Institute

COMPASS



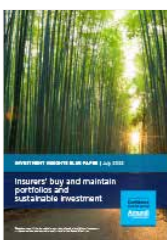
How to overhaul Europe's outdated budget rules (31-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Mind the lag: recession fears flare too fast (16-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman 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

INVESTMENT TALKS



July 26-27 FOMC Review: Maintaining a Hawkish Course (29-07-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

ECB meeting: larger-than-expected rate hike, with new fragmentation tool outlined (22-07-2022)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate - With the contribution of BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit

Italy swimming in uncertain waters as PM Draghi resigns (22-07-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist - Cross Asset Research - Amundi Institute - MARASCIULO Cosimo, Head of Fixed Income Absolute Return

UK Leadership Change: Economic and market implications (11-07-2022)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - MORRIS Chris, Senior Portfolio Manager; Head of Global Bonds Strategy - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Strategist

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

WORKING PAPERS



Precautionary Liquidity and Retirement Saving (25-07-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - POTERBA James, Massachusetts Institute of Technology and NBER - SZAFARZ Ariane, Université Libre de Bruxelles (ULB), CEBRIG & CERMI

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

CHERIEF Amina - BEN SLIMANE Mohamed, 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)

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

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

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

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



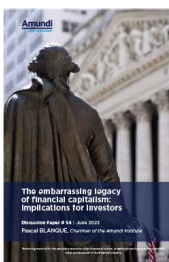
Asset Class Return Forecasts - Q3 2022 (08-08-2022)

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

DISCUSSION PAPERS



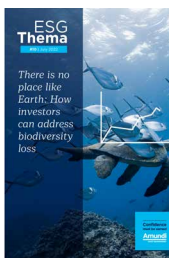
The embarrassing legacy of financial capitalism: implications for investors (09-06-2022)

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

ESG THEME



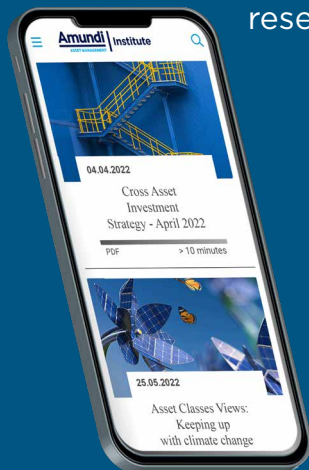
ESG Thema #10 - There is no place like Earth: How investors can address biodiversity loss (6-07-2022)

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

NOTATKI

NOTATKI

Dowiedz się więcej
o publikacjach Amundi
research-center.amundi.com



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

WAŻNE INFORMACJE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty sprzedaży, zaproszenia do złożenia oferty kupna ani rekomendacji jakiegokolwiek papieru wartościowego lub innego produktu czy usługi. Wszelkie papiery wartościowe, produkty lub usługi, o których mowa w niniejszym dokumencie, mogą nie być zarejestrowane do sprzedaży przez odpowiednie władze w 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 2 września 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: 12 września 2022

Dokument wydany przez Amundi Asset Management, spółkę typu société par actions simplifiée – SAS – o kapitale zakładowym 1143 615 555 EUR - Menedżera portfela regulowanego przez AMF i posiadającego numer GP04000036 - Siedziba: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

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
BOROWSKI Didier, Szef ds. badań polityki makroekonomicznej
CESARINI Federico, Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. analiz strategii wieloaktywowych
DI SILVIO Silvia, Specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych
DROZDZIK Patryk, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
GEORGES Delphine, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałodochodowych

Autorzy z Amundi Investment Platforms

LEMONNIER Patrice, Szef ds. akcji z rynków wschodzących
MC CONWAY Nick, Szef ds. akcji z regionu „Azja bez Japonii”

Z udziałem Amundi Investment Insights

BERTINO Claudia, Szef jednostki Amundi Investment Insights & Publishing
CARULLA Pol, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

Koncepcja i produkcja

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

Zastępcy redaktora

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

HERVÉ Karine, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych na rynkach wschodzących
HUANG Claire, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących
MIJOT Éric, Szef Działu badań nad strategią rynków rozwiniętych
PANELLI Francesca, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów
PORTELLI Lorenzo, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych
TONIATO Joao, Starszy specjalista ds. badań strategii rynku akcji
USARDI Annalisa, Starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych
VARTANESYAN Sosi, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

DHINGRA Ujjwal, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów
FIOROT Laura, Szef Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów