

Institute



Nr 10  
październik 2022

# CROSS ASSET Investment Strategy

POGLĄDY CIO

Rentowności obligacji są teraz bardziej atrakcyjne

INSTYTUT AMUNDI

Stany Zjednoczone: trwa kształtowanie  
ekologicznej polityki przemysłowej

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## Nr 10 - październik 2022

### Spis treści

#### Globalne perspektywy inwestycyjne

##### Poglądy CIO

##### **Rentowności obligacji są teraz bardziej atrakcyjne** s.3

Czynniki ryzyka geopolitycznego, inflacja i jastrzębia postawa banków centralnych przekładają się na ostrożne nastawienie do aktywów ryzykownych, takich jak obligacje korporacyjne, w przypadku których spowolnienie wzrostu gospodarczego (i jego wpływ na zyski) może wywołać obawy o przepływy pieniężne i płynność, zwłaszcza w przypadku spółek o niższym ratingu. W związku z tym preferujemy amerykańskie obligacje klasy inwestycyjnej, przyjmując podejście defensywne do instrumentów stałodochodowych. Z drugiej strony obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych są atrakcyjne na obecnych poziomach, choć inwestorzy powinni pozostać aktywni i zbadać również wybrane możliwości na krzywych ze strefy euro. W przypadku akcji preferujemy Stany Zjednoczone w stosunku do Europy i selektywnie preferujemy spółki o wysokiej jakości i wartości, które potrafią utrzymać zyski i wynagradzać akcjonariuszy nawet w okresie spowolnienia gospodarczego.

##### Instytut Amundi

##### **Ewolucja inflacji: pożądana wtedy (przed Covid), ból głowy teraz** s. 4

Czynniki napędzające inflację w Stanach Zjednoczonych i Europie są nieco inne, przy czym zakłócenia w łańcuchu dostaw powodują większe problemy na Starym Kontynencie. To utrudnia zadanie EBC.

##### Portfele zróżnicowane

##### **Zachowajcie ostrożność w pogarszającym się otoczeniu gospodarczym** s. 5

W dalszym ciągu ostrożnie podchodzimy do aktywów ryzykownych i preferujemy obligacje korporacyjne o wysokich rankingach w stosunku do akcji, ale uważnie obserwujemy też perspektywy niewykonania zobowiązań i warunki finansowe.

##### Instrumenty stałodochodowe

##### **Elastyczne podejście do obligacji i świadomość ryzyka refinansowania obligacji korporacyjnych** s. 6

Szybki cykl podwyżek stóp skłania rynek do dyskontowania wyższej stopy funduszy terminowych Fedu, co może wpłynąć na koszt kapitału, zwłaszcza w przypadku spółek o niskim ratingu.

##### Akcje

##### **Śledźcie odporność zysków** s. 7

Nie jesteśmy jeszcze w punkcie, w którym rynki zaczynają być ponownie atrakcyjne, i dlatego nasza uwaga skupia się na selekcji oraz odporności zysków w dłuższym okresie.

#### Tematyczne poglądy globalne

##### **Stany Zjednoczone: trwa kształtowanie ekologicznej polityki przemysłowej** s. 8

Sierpniowe zatwierdzenie przez Kongres Stanów Zjednoczonych Ustawy o ograniczeniu inflacji (IRA) było zaskoczeniem dla większości obserwatorów. W obliczu zbliżających się wyborów zaplanowanych na połowę kadencji prezydenta oraz perspektywy braku większości w Kongresie nikt nie spodziewał się uchwalenia nowych przepisów. Mimo to Demokratom i Republikanom udało się osiągnąć kompromis. Poniżej omawiamy zapowiedziane działania na rzecz transformacji ekologicznej, która jest centralnym motywem ustawy. Europa może wiele zyskać na bliższym przyjrzeniu się warunkom nowej amerykańskiej ekologicznej polityki przemysłowej.

#### Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

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

#### Perspektywa makroekonomiczna

> Kraje rozwinięte 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

## Rentowności obligacji są teraz bardziej atrakcyjne



Vincent MORTIER,  
Szef grupy ds. inwestycji



Matteo GERMANO,  
Zastępca szefa grupy ds. inwestycji

Czynniki ryzyka geopolitycznego powróciły na ekrany radarów inwestorów wraz z eskalacją wojny na Ukrainie przez prezydenta Putina. Jednocześnie w centrum uwagi pozostaje inflacja: ostatni odczyt w Stanach Zjednoczonych był niepokojący, co spowodowało wzrost rentowności, podczas gdy rynki akcji zanotowały spadki. Na przyszłość potwierdzamy perspektywę spowolnienia inflacji w Stanach Zjednoczonych (wydaje się, że szczyt głównego wskaźnika mamy już za sobą), choć uważamy, że w najbliższym czasie utrzyma się ona znacznie powyżej celów Fedu, a ponadto uważamy, że banki centralne, w tym Fed i EBC, utrzymają jastrzębie nastawienie. **W centrum uwagi znajduje się również tradycyjna polityka – wybory w połowie kadencji prezydenta w Stanach Zjednoczonych, nowy rząd we Włoszech oraz wybory w Brazylii.**

Z drugiej strony **perspektywy gospodarcze mogłyby się pogorszyć**. Stany Zjednoczone stoją w obliczu przedłużającego się okresu słabego wzrostu, perspektywy dla strefy euro wydają się bardziej ponure, a trwający kryzys energetyczny tylko potęguje problemy. Chociaż toczą się dyskusje na temat skoordynowanego rozwiązania unijnego w postaci potencjalnych podatków, limitów cenowych itp., rynki nie dostrzegają jeszcze konkretnych szczegółów bardziej kompleksowej reakcji. Nadal przeważają inicjatywy na poziomie pojedynczych państw, takie jak ogłoszony przez Niemcy pakiet 200 mld euro na walkę z kryzysem energetycznym czy ogłoszony przez premier Wielkiej Brytanii Liz Truss pakiet fiskalny. Spadek wartości brytyjskich aktywów po ogłoszeniu „minibudżetu” 23 września skłonił Bank Anglii do przywrócenia luzowania ilościowego w trakcie cyklu podwyżek stóp, co wskazuje na trudności z utrzymaniem równowagi w zakresie polityki mix oraz ryzyko problemów z płynnością. Zmienność na rynkach utrzyma się. Poniżej przedstawiamy niektóre kluczowe motywy do obserwacji:

- Narracja napędzająca wzrost rentowności głównych obligacji bazowych opiera się obecnie na tym, że **jastrzębie banki centralne pchają stopy** w górę. Atrakcyjne wyceny 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, skala globalnej presji (po stronie podaży i popytu) na wzrost gospodarczy oraz napięcia geopolityczne oznaczają, że **obligacje skarbowe powinny stanowić źródło ochrony**. Inwestorzy powinni zachować aktywne podejście, uwzględniające taktyczne ruchy wokół strategii „stóp wyższych na dłużej”. W Europie jastrzębi EBC został zmuszony do radzenia sobie z szokami w łańcuchu dostaw oraz czynnikami pozostającymi poza jego kontrolą. Może to wywierac presję na wzrost krótkoterminowych rentowności na zaciąganiem nowych długów.
- **Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne – zwłaszcza wysokiej jakości, takie jak amerykańska klasa inwestycyjna – obraz jest pozytywny, natomiast w przypadku instrumentów wysokodochodowych utrzymujemy ostrożne stanowisko**. W przypadku obligacji korporacyjnych klasy inwestycyjnej wzrost zadłużenia i dźwigni finansowej wydaje się być pod kontrolą, a marże są odporne pomimo presji na wzrost kosztów. Rezerwy gotówkowe i płynność to jednak obszary, które mogą stać się przedmiotem troski w przyszłości, zwłaszcza w obliczu pogorszenia się sytuacji finansowej. Dotyczy to w większym stopniu emitentów o niższych ratingach oraz tych emitentów instrumentów wysokodochodowych, którzy najprawdopodobniej zużyłoby swoje rezerwy w przypadku spowolnienia przepływów pieniężnych i pojawienia się trudności z zaciąganiem nowych długów.
- **Jeśli chodzi o akcje, uważamy, że inwestorzy powinni pozostać ostrożni i przyjąć podejście wysoce selektywne, poszukując jakości**. Prognozy zysków dla Stanów Zjednoczonych i Europy nie odzwierciedlają w pełni pogarszających się warunków gospodarczych – uważamy, że jesteśmy na ścieżce rewizji w dół. W rezultacie pozostajemy bardzo ostrożni w kwestii wyników finansowych przedsiębiorstw. Również z tego powodu skupiamy się na spółkach o wysokiej jakości, segmencie „wartości” oraz firmach, które wynagradzają akcjonariuszy dywidendami itp. W ujęciu regionalnym Stany Zjednoczone powinny radzić sobie lepiej niż Europa, zaś w odniesieniu do Chin jesteśmy obecnie neutralni i uważnie obserwujemy ewolucję polityki „zero Covid” oraz sytuację w sektorze mieszkaniowym.
- Dynamika wzrostu na **rynkach wschodzących** nieco się poprawiła, ale wymagane jest przyjęcie podejścia selektywnego, ponieważ inflacja jest obecnie zbyt wysoka. Powszechny spadek inflacji jeszcze się nie rozpoczął – wyjątek stanowi Brazylia, gdzie zmienność związana z wyborami może zaszkodzić realowi. W rezultacie banki centralne (Chile itd.) zamierzają kontynuować zacieśnianie polityki monetarnej. **Dług denominowany w twardej walucie** oferuje okazje do zarobku w zakresie carry trade i wycen. Preferujemy zwłaszcza eksporterów surowców z Ameryki Łacińskiej (Brazylia, Meksyk), choć podchodzimy ostrożnie do walut z rynków wschodzących. W tym przypadku inwestorzy powinni obserwować wpływ scenariusza recesyjnego na ceny surowców i poziom eksportu. **Kondycja akcji z rynków wschodzących** jest zróżnicowana, przy czym oczekiwania dotyczące zysków są solidne, a niektóre wyceny atrakcyjne (co wymaga przyjęcia podejścia selektywnego). Władze Chin nadal prowadzą politykę „zero tolerancji dla Covid”, co pogarsza perspektywy krótkoterminowe, choć jest to też jeden z niewielu krajów, których władze monetarne wdrażają coraz bardziej dostosowawczą politykę pieniężną.

**Najbardziej charakterystyczną cechą przyszłego otoczenia będzie prawdopodobnie poziom skłonności banków centralnych do zadania gospodarkom bólu w celu utrzymania inflacji pod kontrolą** – zwłaszcza w czasie, gdy czynniki napędzające inflację w Stanach Zjednoczonych i Europie różnią się od siebie. Pewne jest jednak, że będą one hamować gospodarkę, co może negatywnie wpłynąć na bardziej wrażliwych emitentów. Uważamy, że jest to czas na włączenie do portfeli obligacji, w tym wysokiej jakości obligacji korporacyjnych, przy jednoczesnym utrzymaniu zdywersyfikowanego podejścia w zakresie aktywów realnych (surowce, złoto). **Nadrzędnym motywem jest więc poszukiwanie zwrotów w obszarach, które mogą zaoferować ochronę w warunkach spowolnienia gospodarczego, a jednocześnie zapewnić zwroty skorygowane o inflację.**

## Ogólne nastroje związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka      Akceptacja ryzyka



Zachowajcie ostrożność w odniesieniu do aktywów ryzykownych, ponieważ spowalniający wzrost gospodarczy i jastrzębie wypowiedzi banków centralnych wpłyną na popyt, zyski spółek oraz zmienność rynku.

## Zmiany w stosunku do poprzedniego miesiąca

- ▶ Okazje na niektórych krzywych strefy euro w warunkach zacieśniania przez EBC.
- ▶ Pozytywne nastawienie do duracji w USA w przypadku portfeli wieloaktywowych.
- ▶ Taktycznie neutralne nastawienie do chińskich akcji.
- ▶ Ostrożnie podejście do wysokodochodowych obligacji korporacyjnych, z zabezpieczeniami.

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

INSTYTUT AMUNDI

## Ewolucja inflacji: *pożądana wtedy (przed Covidem), ból głowy teraz*



**Monica DEFEND**,  
Szef Instytutu Amundi



**Alessia BERARDI**  
Szef ds. badań polityki  
makroekonomicznej i strategii rynków  
wschodzących,  
Instytut Amundi



**Annalisa USARDI**  
Starszy specjalista ds. analiz strategii  
makroekonomicznych portfeli  
wieloaktywowych, Instytut Amundi

**Sytuacja w zakresie Covid:** Covid-19 zadał ogromny cios światowej gospodarce: produkcja skurczyła się o bezprecedensowe 3%, ale początkowo inflacja wyraźnie spadła, ponieważ ograniczenie popytu przeważało nad ograniczeniami podaży, a ceny surowców zmalały. Jednak po tym, jak ożywienie gospodarcze zaczęło się utrzymywać, poprawa popytu, ponowny wzrost cen surowców, nierozwiązane i długotrwałe zakłócenia w łańcuchu dostaw oraz niedobory siły roboczej połączyły się ze sobą, powodując dramatyczny powrót inflacji przy wciąż dostosowawczej polityce pieniężnej, fiskalnej i makroostrożnościowej. Bezprecedensowa i terminowa globalna reakcja polityczna skutecznie ograniczyła zagrożenia dla wzrostu gospodarczego i popytu, ale nie zdołała zapobiec zaburzeniom równowagi wynikającym z ograniczenia łańcuchów dostaw po ponownym otwarciu gospodarek.

**Od towarów do usług:** Po pierwsze, wzrosła inflacja cen dóbr konsumpcyjnych, co wynikało z braku równowagi popytu i podaży. Popyt silnie się ożywił, wspierany przez hojne bodźce fiskalne i monetarne. Ze względu na ograniczenia mobilności i konsumpcji popyt gwałtownie przesunął się w kierunku towarów, gdzie problemy z łańcuchem dostaw były bardziej dotkliwe, a to z kolei spowodowało gwałtowny wzrost ich cen. Zakłócenia w łańcuchach dostaw utrzymywały się przez dłuższy czas, aż do niedawnego złagodzenia. **Wzrost inflacji nie był jednak napędzany wyłącznie przez towary:** po utrzymaniu się poniżej poziomu sprzed kryzysu w czasie rozwoju pandemii w 2020 r., w 2021 r. ceny rosy i pozostałych surowców wzrosły, gdy globalne ożywienie nabrało tempa. W rezultacie nastąpił wzrost inflacji cen żywności, który dotknął wiele rynków wschodzących — należy pamiętać, że to właśnie żywność ma znaczący udział w koszykach konsumentów. Na kolejnym etapie, wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym, urzeczywistniła się inflacja w sektorze usług, co przełożyło się na wzrost inflacji bazowej, który okazał się trwalszy i powszechniejszy, co wywołało obawy o wystąpienie efektów drugiej rundy, zwłaszcza tam, gdzie sytuacja na rynku pracy była bardziej napięta.

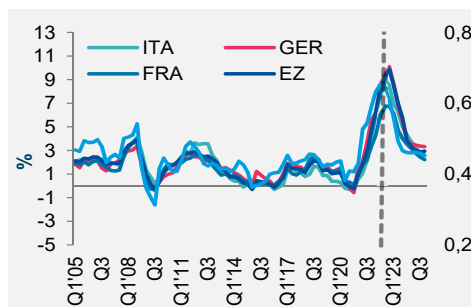
**Rozbieżne przyczyny inflacji w Stanach Zjednoczonych i Europie:** W Stanach Zjednoczonych kluczowa dla perspektywy inflacyjnych pozostaje nierównowaga na rynku pracy. Przesunięcie w kierunku niższego wskaźnika aktywności zawodowej komplikuje kalibrację zmian polityki (z luźnej do zacieśnionej polityki pieniężnej). Wzrost wynagrodzeń, początkowo skoncentrowany na stanowiskach niewymagających wysokich kwalifikacji, rozprzestrzenił się obecnie w całej gospodarce — utrzymuje się też zarówno inflacja bazowa, jak i inflacja cen usług, a czynniki ryzyka utrwalają się. Priorytetami polityki są obecnie szybkie spowolnienie wzrostu płac i przywrócenie równowagi na rynkach pracy. W strefie euro inflacja była początkowo napędzana przez stronę towarową, co wynikało raczej z ograniczeń podaży niż z silnego popytu, biorąc pod uwagę wolniejsze ożywienie w regionie w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi. Obecnie jednak kluczowym czynnikiem napędzającym inflację są ceny energii. **Uważamy, że inflacja w strefie euro jest w większości zjawiskiem importowanym i związanym z podażą**, i w związku z tym przed EBC stoi trudne zadanie: ograniczenie popytu niekoniecznie spowolni inflację w krótkim okresie, natomiast zaostrzenie warunków finansowych może jeszcze bardziej obciążyć podaż.

**Rynki wschodzące nie pozostają daleko w tyle:** Wysoka inflacja pojawiła się na praktycznie wszystkich rynkach wschodzących, z wyjątkiem Chin i krajów ASEAN (przynajmniej do niedawna, a jeśli już, to w mniejszym stopniu). W obu wspomnianych regionach inflacja pozostawała pod kontrolą. Było to częściowo spowodowane późnym i stopniowym ponownym otwarciem po Covid-19, co spowolniło presję popytową, a także nieco większą skutecznością dotacji i subsydiów. Natomiast w regionie CEEMEA i w Ameryce Łacińskiej inflacja w mniejszym lub większym stopniu wzrosła wcześniej, co było spowodowane wstrząsami zewnętrznymi i globalnymi, spotęgowanymi przez wyraźną deprecjację walut oraz bardzo wysoki popyt wewnętrzny i napiętą sytuację na rynkach pracy (Europa Środkowo-Wschodnia). Ponadto na niektóre rynki wschodzące wpływały specyficzne czynniki o charakterze lokalnym (wojna w przypadku Rosji, nieortodoksyjna polityka monetarna i fiskalna w Turcji, kryzys polityczny i run na peso w Argentynie), które nakładały się na wspomniane wyżej czynniki bazowe (nierównowaga popytu i podaży itp.). **Banki centralne z rynków wschodzących odpowiedziały w odpowiednim czasie.** W Ameryce Łacińskiej inflacja bazowa towarów jest umiarkowana dzięki agresywnej polityce banków centralnych (np. brazylijskiego). W Brazylii rośnie jednak inflacja w sektorze usług, co w przyszłości może wpływać również na pozostałe komponenty wzrostu cen. A dzięki polityce banku centralnego (oraz obniżkom podatków i cen paliw) inflacja już kilka miesięcy temu zaczęła spadać, choć kosztem wzrostu PKB.

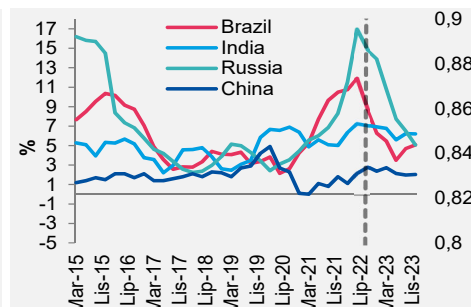
**Podsumowując, uważamy, że inflacja jest obecnie głównym problemem dla decydentów na całym świecie, nawet jeśli wpływające na nią trendy i czynniki różnią się w zależności od regionu.** Choć wydaje się, że niektóre kraje, takie jak Stany Zjednoczone, szczyt inflacji mają już za sobą, w najbliższym czasie nadal pozostanie ona powyżej celów banków centralnych. Dlatego też inwestorzy powinni dążyć do osiągnięcia realnych zysków, pomimo obecnego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Czynniki napędzające inflację w Stanach Zjednoczonych i Europie są nieco inne, przy czym zakłócenia w łańcuchu dostaw powodują większe problemy na Starym Kontynencie. To utrudnia zadanie EBC.

### Inflacja – kraje rozwinięte



### Inflacja – rynki wschodzące



Source: Amundi Institute, on 30 September 2022. BCB = Banco Central do Brasil. Charts show headline inflation, year-on-year growth (at quarterly frequency). LHS = forecasts start from Q3 2022, RHS = forecasts start from 30 September 2022.

PORTFELE  
ZRÓŻNICOWANE



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



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

*W dalszym ciągu ostrożnie podchodzimy do aktywów ryzykownych i preferujemy obligacje korporacyjne o wysokich rankingach w stosunku do akcji, ale uważnie obserwujemy też perspektywy niewykonania zobowiązań i warunki finansowe.*

## Zachowajcie ostrożność w pogarszającym się otoczeniu gospodarczym

Zmienność na rynkach utrzymuje się powyżej średniej, ponieważ obawy o wzrost gospodarczy przenikają do wycen – zwłaszcza w Europie, regionie bardziej dotkniętym obawami o recesję i wysoką inflację, pogłębianą przez kryzys energetyczny. W tym przypadku środki wsparcia fiskalnego ze strony rządów krajowych oraz skoordynowana reakcja UE mogłyby mieć przełomowe znaczenie. Obecne wyceny tylko częściowo odzwierciedlają jednak pogarszający się scenariusz globalny. W rzeczywistości nie widzieliśmy jeszcze korekt prognoz zysków i dlatego oczekujemy, że zmienność utrzyma się. **W rezultacie pozostajemy umiarkowanie konstruktywni w kwestii duracji, ale poszukujemy obligacji korporacyjnych wysokiej jakości.** W przypadku akcji preferujemy Stany Zjednoczone, choć ich perspektywy uległy pogorszeniu. Z drugiej strony, istnieje potrzeba utrzymywania zabezpieczeń pozycji na akcjach oraz dywersyfikacji, obejmującej surowce i waluty.

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

**W obliczu napięć geopolitycznych i trajektorii zacieśniania przez banki centralne (wzrost kosztu kapitału) pozostajemy ostrożni w kwestii akcji.** Gramy na jednak na rozbieżności regionalne, preferując Stany Zjednoczone w stosunku do strefy euro i uwzględniając ryzyko pogorszenia się sytuacji związane z reglamentacją gazu oraz wyższymi cenami w regionie. Naszym zdaniem za tym poglądem przemawia to, że w Stanach Zjednoczonych większe znaczenie ma aspekt wzrostu i jakości, podczas gdy w Europie bardziej liczą się wartość oraz cykliczność. Jeśli chodzi o Chiny, to mimo iż dostrzegamy krótkoterminowe trudności, uważamy, że desynchronizacja krajowego cyklu koniunkturalnego w stosunku do rynków globalnych może okazać się korzystna. W rezultacie utrzymujemy względne preferencje dla Chin w stosunku do Indii. **Utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do duracji poprzez obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych**, a ponadto jesteśmy neutralni w stosunku do państw z rdzenia strefy euro. Wyceny tych pierwszych są atrakcyjne po ostatnich ruchach i w kontekście utrzymywania się inwersji krzywej. Jeśli chodzi o Wielką Brytanię, po gwałtownym wzroście rentowności zajmujemy obecnie bezpośrednią pozycję na 5-letnich swapach nominalnych. Monitorujemy, jak wsparcie udzielane przez Bank Anglii obligacjom w celu utrzymania stabilności na rynkach wpływa na jego trajektorię zacieśniania oraz na krajowy wzrost gospodarczy. Z drugiej strony, ze względu na jastrzębie stanowisko EBC dostrzegamy możliwości związane z wypłaszczeniem krzywej we Włoszech.

Ryzyko recesji może negatywnie wpływać na obligacje 2-letnie bardziej niż na obligacje 10-letnie, co dodatkowo wspiera ten pogląd. Poza tym, utrzymujemy nasze umiarkowanie konstruktywne nastawienie do włoskich obligacji BTP w stosunku do niemieckich Bundów – ma to związek z dostępnością instrumentu ochrony transmisji EBC oraz tym, że naszym zdaniem nowy rząd nie powinien zbyt szybko odchodzić od ścieżki fiskalnej oraz dotychczasowej trajektorii reform. Monitorujemy jednak rozwój sytuacji. **Chociaż dostrzegamy presję na aktywa ryzykowne w ogóle, uważamy, że amerykańska klasa inwestycyjna powinna radzić sobie lepiej dzięki** silnym fundamentom przedsiębiorstw (wysokie wskaźniki pokrycia odsetek, stabilizująca się dźwignia finansowa, silne bilanse) oraz utrzymującym się pomimo rosnących kosztów solidnym marżom zysku. Z drugiej strony, w przypadku europejskich obligacji korporacyjnych monitorujemy skutki wzrostu kosztów kredytowania oraz jego konsekwencje dla bilansów emitentów o niskich ratingach. **W przypadku instrumentów wysokodochodowych pozostajemy ostrożni, ponieważ sądzimy, że jest to obszar najbardziej narażony na ryzyko nadmiernego zacieśnienia.**

Jeśli chodzi o waluty, po ostatniej aprecjacji nie jesteśmy już pozytywnie nastawieni do BRL w stosunku do PLN i HUF. W związku z wyborami w Brazylii i wymogiem drugiej tury może dojść do wzrostu zmienności BRL. Ponadto waluty wschodnioeuropejskie osiągnęły, jak się wydaje, dość niskie poziomy wycen, dyskontujące wiele negatywnych informacji, tak że odbicie wydaje się obecnie prawdopodobne. Z drugiej strony, poprawiająca się sytuacja fiskalna Indonezji oraz cykl podwyżek banku centralnego pozytywnie wpływają na parę IDR/CNH. Jeśli chodzi o rynki rozwinięte, uważamy, że różnica stóp pomiędzy Fedem a pozostałymi bankami centralnymi oraz zbliżające się globalne spowolnienie gospodarcze są kluczowymi czynnikami wspierającymi USD (w stosunku do CAD i EUR). Pozostajemy umiarkowanie ostrożni wobec pary EUR/JPY jako strategii średnioterminowej i konstruktywni wobec pary CHF/EUR jako ucieczki w stronę bezpiecznej przystani.

### Czynniki ryzyka i hedging

Ryzyko gospodarcze może wpływać na zyski i ceny aktywów, co skłania nas do stwierdzenia, że inwestorzy powinni utrzymać wystarczające zabezpieczenia po stronie akcji oraz na rynku instrumentów wysokodochodowych. Sądzimy również, że na rynku instrumentów pochodnych dostępne są okazje do zarobku na negatywnych perspektywach pary EUR/USD.

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





INSTRUMENTY  
STAŁODOCHODOWE

## Elastyczne podejście do obligacji i świadomość ryzyka refinansowania obligacji korporacyjnych



**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 tworzy zsynchronizowaną jastrzębia dynamikę we wszystkich krajach rozwiniętych, prowadząc do tego, że rynki dyskontują wyższe stopy procentowe banków centralnych. Uważamy, że Fed i EBC utrzymają wyższe stopy przez dłuższy czas, chyba że inflacja znacząco spadnie lub nastąpi fragmentacja strefy euro (nie jest to nasz centralny scenariusz). W rezultacie może wzrosnąć koszt kredytowania firm. **Możemy również dojść do sytuacji, w której banki przestaną kredytować przedsiębiorstwa, a rynki pierwotne także pozostaną niedostępne. Może to dotyczyć zwłaszcza firm o niskim ratingu i należy o tym pamiętać.** Dlatego też, zachowując ostrożność w zakresie aktywów ryzykownych i ryzyka płynności, w ramach zasadniczo elastycznego podejścia preferujemy dług o wysokim ratingu. Dostrzegamy również wymagające przyjęcia podejścia selektywnego okazje związane z długiem z rynków wschodzącym denominowanym w twardej walucie.

### Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

**Bierzemy pod uwagę przeciwstawne źródła presji na rentowność ze strony jastrzębi banków centralnych i słabego wzrostu gospodarczego, co skłania nas do utrzymania podejścia aktywnego/taktycznego.** Przyjmujemy umiarkowanie ostrożne podejście do duracji, głównie za pośrednictwem Stanów Zjednoczonych i rdzenia strefy euro. Jesteśmy jednak pozytywnie nastawieni do Chin, a ostatnie gwałtowne wahania skłaniają nas do przyjęcia neutralnego podejścia do Wielkiej Brytanii. Nasze czujne podejście do wszystkich krzywych pozwoliło nam ocenić, że spready na peryferiach strefy euro ustabilizowały się — monitorujemy obecnie poziom fragmentacji oraz czynniki ryzyka politycznego. Przyjmujemy obecnie umiarkowanie konstruktywne podejście do obligacji indeksowanych inflacją na progu rentowności ze Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro. Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, to firmy wychodzą z pandemii z silniejszymi bilansami i zapasami gotówki. Rosnące koszty i spowalniająca konsumpcja, niepewność związana z konfliktem na Ukrainie oraz jastrzębia postawa EBC mogą jednak powodować zmienność. Ten ostatni czynnik może wpłynąć na koszty finansowania w przypadku instrumentów wysokodochodowych oraz długu o niskich ratingach. W związku z tym uważnie przyglądamy się przypadkom niewykonania zobowiązań i potencjalnym restrukturyzacji, a ponadto obserwujemy oznaki pogarszania się bilansu. Nadal preferujemy klasę inwestycyjną oraz wysokiej jakości instrumenty z sektorów bankowości, motoryzacji i energii.

### Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Znaczenie inflacji rośnie, ponieważ rynki coraz bardziej obawiają się, że Fed może utrzymać stopy na wyższym poziomie przez dłuższy czas. Co nie jest zaskoczeniem, rentowności rosną od początku sierpnia, kiedy to inflacja i jastrzębia narracja Fedu nabrały dynamiki. W rezultacie, mimo iż utrzymujemy bliski neutralnemu pogląd na durację, utrzymując podejście taktyczne, obecnie mamy pozytywne nastawienie do takich wyższych stóp zwrotu. Ruch nominalnych stóp zwrotu w górę jest również odzwierciedlony w realnych stopach zwrotu, co skłania nas do monitorowania obligacji indeksowanych inflacją (TIPS) w poszukiwaniu atrakcyjnych punktów wejścia. Zauważamy, że spready klasy inwestycyjnej są nieznacznie większe od długoterminowych średnich. Oznacza to, że możemy być świadkami pewnego przeszacowania ryzyka płynności, zwłaszcza w przypadku instrumentów niższej jakości. W rezultacie przyjmujemy podejście ostrożne — choć nie pesymistyczne — i preferujemy wysoką jakość. Ponadto przedsiębiorstwa, które są uzależnione od prywatnych rynków kredytowych w zakresie płynności/rezerw, mogą stać w obliczu presji związanej ze wzrostem kosztów finansowania. W przypadku kredytów sekurytyzowanych aktywnie zarządzamy naszymi pozycjami na agencyjnych papierach wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS) ze względu na wyceny.

### Obligacje z rynków wschodzących

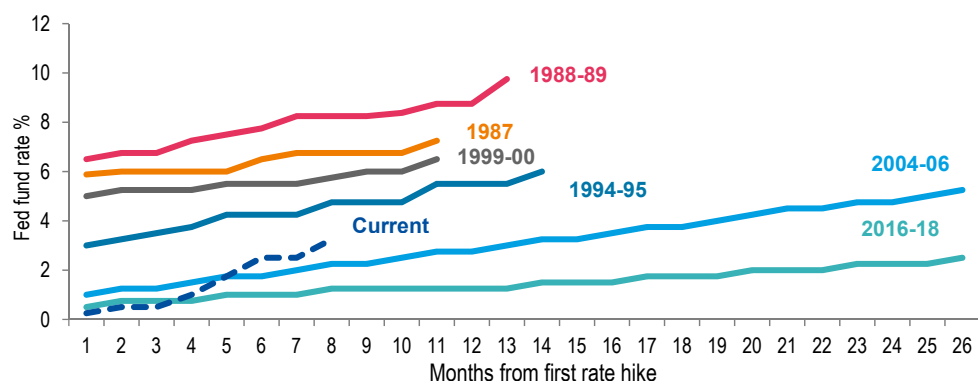
Mamy umiarkowanie defensywne nastawienie do duracji, ale uważamy, że nastroje zaczynają sprzyjać obligacjom z rynków wschodzących. Tło jest korzystniejsze dla długu denominowanego w twardej walucie w stosunku do instrumentów rozliczanych w walutach lokalnych, ale ze względu na występowanie specyficznych czynników o znaczeniu lokalnym selektywność pozostaje istotna. Jesteśmy świadomi trudności przeżywanych przez kraje z poszczególnych regionów. Preferujemy państwa, w przypadku których cykl zacieśniania jest bliski szczytu, oferujące ponadto atrakcyjne okazje do carry trade (Brazylia). Nadal podchodzimy ostrożnie do walut z rynków wschodzących.

### Waluty

Podchodzimy konstruktywnie do USD i ostrożnie do GBP (nowa polityka fiskalna), EUR oraz CNH. Rozmowy na temat ogólnounijnej reakcji na kryzys energetyczny mogą jednak stanowić pewne wsparcie dla euro, co sprawia, że pozostajemy elastyczni. W przypadku rynków wschodzących podchodzimy pozytywnie do MXN i CLP, ale ostrożnie traktujemy TWD.

Szybki cykl podwyżek stóp skłania rynki do dyskontowania wyższej stopy funduszy terminowych Fedu, co może wpłynąć na koszt kapitału, zwłaszcza w przypadku spółek o niskim ratingu

### Obecny cykl podwyżek wydaje się najbardziej stromy po 1984 roku



Source: Amundi Institute, Bloomberg as of 30 September 2022.

GFF = 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



AKCJE

## Śledźcie odporność zysków



**Kasper ELMGREEN,**  
Szef ds. akcji



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



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

### Ocena ogólna

W kontekście obecnego pogorszenia danych ekonomicznych prognozy zysków wydają się zbyt wysokie. Do tej pory zakłócenia w łańcuchach dostaw, niedobory i dostawy energii wpływały na działalność firm, ale w przyszłości prawdopodobnie będziemy świadkami nieprzyjemnych niespodzianek ze strony popytu konsumenckiego, które mogą obniżyć oczekiwania rynków dotyczące zysków. Nie wszystkie firmy zostaną jednak dotknięte w równym stopniu. Te z nich, które mają silną pozycję przetargową w zakresie ustalania cen oraz stabilne bilanse, powinny być w stanie lepiej wytrzymać spowolnienie. **W związku z tym utrzymujemy podejście selektywne i w świetle rosnącego kosztu kapitału oraz spowalniającej gospodarki unikamy nadmiernie zadłużonych firm.** Ogólnie rzecz biorąc, utrzymujemy nasze preferencje dla Stanów Zjednoczonych, ale zachowujemy czujność w odniesieniu do zmieniającego się kontekstu gospodarczego.

### Akcje europejskie

Wśród oczekiwań dotyczących obniżenia prognoz zysków utrzymujemy zrównoważone, dwutorowe podejście, z pozytywnym nastawieniem do defensywnego sektora konsumenckich dóbr podstawowych i wysokiej jakości spółek cyklicznych. Kluczem jest zrozumienie, co implikują obecne poziomy wycen. Sелеktywność ma kluczowe znaczenie. Dla przykładu, nawet na tle pogarszających się fundamentów makroekonomicznych podobają nam się niektóre banki detaliczne, ponieważ implikowane oczekiwania dotyczące wycen są w ich przypadku skrajnie niskie. We wszystkich sektorach preferujemy silne bilanse, odporność modeli biznesowych oraz mocną pozycję przetargową w zakresie ustalania cen. Co ważne, obecny kryzys to czas na odnowienie nacisku na ESG (ochronę środowiska, odpowiedzialność społeczną i ład korporacyjny). Podchodzimy jednak ostrożnie do spółek technologicznych.

### Akcje ze Stanów Zjednoczonych

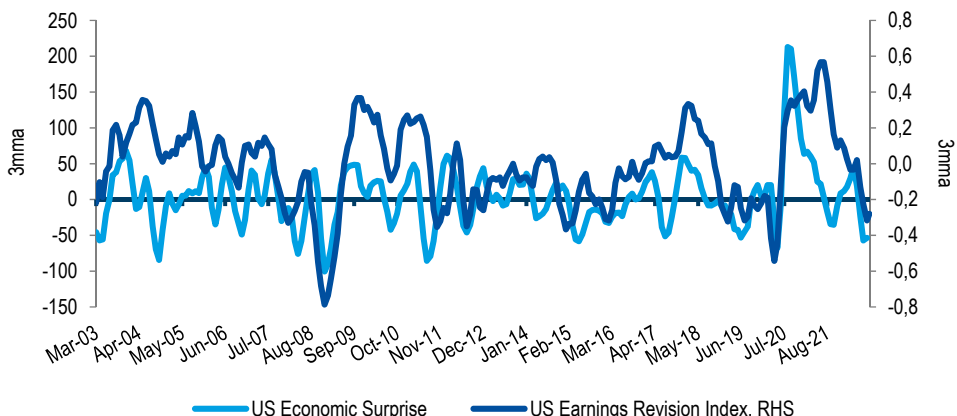
Rynki oczekują wzrostu zysków w 2022 i 2023 r., a inflacja może faktycznie w pewnym stopniu chronić nominalne wyniki finansowe. Uważamy jednak, że rynki z reguły późno dyskontują spadki wyników związane z recesją. **W rezultacie spółki mogą wykorzystać nadchodzący sezon sprawozdawczy do obniżenia oczekiwań rynkowych dotyczących przyszłorocznych wyników.** To z kolei może wpłynąć na ceny, zwłaszcza w przypadku spółek bardziej wrażliwych, nierentownych i drogich. Dlatego też priorytetowo traktujemy wyceny i odporność zysków, a także preferujemy spółki, które są w stanie wypłacać dywidendy pomimo nadchodzącego spowolnienia gospodarczego. Z drugiej strony, trzymamy się z dala od spółek wysoce cyklicznych, drogiej i przelewarowanych. Jednocześnie zauważamy, że wyceny niektórych charakteryzujących się wysoką jakością spółek cyklicznych oraz wzrostowych uległy znacznej korekcie, co czyni je atrakcyjnymi z perspektywy długoterminowej. Na poziomie sektorów preferujemy spółki finansowe, takie jak banki i towarzystwa ubezpieczeniowe. Banki ze Stanów Zjednoczonych wykazują wysokie zwroty z kapitału własnego, a obawy o ich wiarygodność kredytową są nadal ograniczone, ale pozostajemy selektywni. Wreszcie, uważamy, że inwestorzy powinni rozważyć uwzględnienie w swoich portfelach preferencji dla jakości i wartości.

### Akcje z rynków wschodzących

Ryzyko geopolityczne i niepewność pozostają podwyższone, co skłania nas do utrzymania ostrożnego stanowiska w krótkim terminie. Pozytywne są jednak różnicowanie wzrostu między krajami rozwiniętymi i rynkami wschodzącymi oraz niektóre wyceny na rynkach wschodzących. Preferujemy Brazylię i ZEA, natomiast taktycznie neutralnie podchodzimy do Chin, a z ostrożnością traktujemy tureckie banki. Na poziomie sektorowym poszukujemy wartościowych spółek w segmentach dóbr luksusowych (zwłaszcza w Chinach, biorąc pod uwagę oczekiwane odbicie popytu wewnętrznego), a także preferujemy sektor energetyczny w stosunku do materiałowego.

Nie jesteśmy jeszcze w punkcie, w którym rynki zaczynają być ponownie atrakcyjne, i dlatego nasza uwaga skupia się na selekcji oraz odporności zysków w dłuższym okresie.

### Kondycja gospodarki może prowadzić do korekt prognoz wyników finansowych



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 28 September 2022. Eco. surprise index = positive reading means data releases have been stronger than expected, whereas a negative number means data released has been worse than expected. 3 month moving averages shown above

TEMATYCZNE  
POGLĄDY GLOBALNE

**Didier BOROWSKI,**  
Szef ds. badań polityki  
makroekonomicznej, Instytut Amundi

## Stany Zjednoczone: trwa kształtowanie ekologicznej polityki przemysłowej

Sierpniowe zatwierdzenie przez Kongres Stanów Zjednoczonych Ustawy o ograniczeniu inflacji (IRA) było zaskoczeniem dla większości obserwatorów. W obliczu zbliżających się wyborów zaplanowanych na połowę kadencji prezydenta oraz perspektywy braku większości w Kongresie nikt nie spodziewał się uchwalenia nowych przepisów. Mimo to Demokratom i Republikanom udało się osiągnąć kompromis. Poniżej omawiamy zapowiedziane działania na rzecz transformacji ekologicznej, która jest centralnym motywem ustawy. Europa może wiele zyskać na bliższym przyjrzeniu się warunkom nowej amerykańskiej ekologicznej polityki przemysłowej.

IRA przewiduje w szczególności przeznaczenie 369 mld USD w ciągu 10 lat na rzecz dekarbonizacji, energii odnawialnych i bezpieczeństwa energetycznego. Jest to ponad czterokrotnie więcej niż kwota, którą w 2009 roku w ramach ustawy American Recovery and Reinvestment Act przeznaczono na inwestycje w energię odnawialną i „zielone” technologie, co czyni nowy akt prawnym najbardziej znaczącym w historii Stanów Zjednoczonych federalnym pakietem legislacyjnym w tym obszarze.

**IRA ma na celu przyspieszenie przejścia na odnawialne źródła energii.** Przewidziane w ustawie przedłużenie do 2031 roku kilku ulg podatkowych na produkcję energii elektrycznej o obniżonej emisyjności oraz zakup nowych pojazdów elektrycznych ma na celu stymulowanie inwestycji. IRA oznacza zatem zmianę w polityce przemysłowej Stanów Zjednoczonych i w doktrynie Partii Demokratycznej.

Paradoksalnie, mimo nazwy ustawy (Inflation Reduction Act), jest mało prawdopodobne, że spowolni ona inflację w horyzoncie naszych prognoz. Jakikolwiek wpływ na ceny będzie minimalny, a jego urzeczywistnienie się potrwa kilka lat, przy niższym deficycie fiskalnym, zwiększeniu dostaw surowców w następstwie inwestycji w infrastrukturę wytwórczą i pozostałą infrastrukturę krytyczną oraz spadku cen leków (skupiamy się tutaj na środkach wspierających transformację energetyczną). Oczekuje się, że zmniejszenie zużycia ropy i gazu spowoduje dodatkową presję na spadek ich cen. W ramach realizowanego przez Uniwersytet Princeton projektu REPEAT szacuje się, że ceny ropy naftowej spadną w Stanach Zjednoczonych o około 5%, a ceny gazu ziemnego o około 10–20% w perspektywie średnioterminowej (2030–35).

### Przepisy dotyczące ochrony środowiska są głównym motywem ustawy

**Przepisy te przewidują dotacje, ulgi podatkowe, środki na rzecz „sprawiedliwości ekologicznej” oraz inwestycje w podstawową infrastrukturę energetyczną.**

Ich celem jest redukcja emisji gazów cieplarnianych w Stanach Zjednoczonych. **Jest to niewątpliwie pierwszy tak kompleksowy plan zaproponowany przez rząd federalny w celu walki ze zmianami klimatycznymi.**

Oprócz dekarbonizacji produkcji energii elektrycznej IRA ma również na celu zmniejszenie emisji gazów cieplarnianych dzięki efektywności energetycznej. Według niektórych badań (np. przeprowadzonych przez organizację Energy Innovation) do 2030 r. IRA pozwoli na zmniejszenie emisji gazów cieplarnianych o 820–1200 mln ton ekwiwalentu CO<sub>2</sub> (Co<sub>2e</sub>), czyli o około 40% w porównaniu z poziomem z 2005 r. Umożliwi to Stanom Zjednoczonym osiągnięcie celu, jakim jest redukcja emisji gazów cieplarnianych o 50% w latach 2005–2030. Największa redukcja emisji gazów cieplarnianych zostanie osiągnięta w sektorze elektrycznym dzięki ogromnym inwestycjom w energię odnawialną i sieci elektroenergetyczne.

Obniżając koszty czystej energii i innych rozwiązań klimatycznych, IRA ułatwi stanom, miastom i firmom formułowanie bardziej ambitnych celów z zakresu zwalczania negatywnych skutków zmian klimatu.

Według ekspertów ds. energii i klimatu z Princeton (projekt REPEAT)<sup>1</sup> IRA zmniejszy roczne wydatki Stanów Zjednoczonych na energię o co najmniej 4% w 2030 r., co oznacza roczne oszczędności rzędu 50 mld USD dla gospodarstw domowych, firm i przemysłu. Dzięki temu amerykańskie gospodarstwa domowe będą mogły zaoszczędzić setki dolarów rocznie. Federalne ulgi podatkowe, rabaty i inwestycje obniżą koszt pojazdów elektrycznych, zwiększą efektywność energetyczną budynków i pomogą sfinansować inwestycje w przemyśle. W rezultacie IRA może pobudzić wzrost mocy wytwórczych w zakresie energii wiatrowej i słonecznej.

W ciągu następnej dekady (2023–32) IRA powinna wygenerować prawie 3,5 bln USD skumulowanych inwestycji w nową krajową infrastrukturę dostaw energii. Obejmuje to ponad 20 mld USD rocznych inwestycji w transport, sekwestrację CO<sub>2</sub> i wytwarzanie energii z paliw

kopalnych z wychwytywaniem dwutlenku węgla do 2030 r. Oczekuje się, że roczne inwestycje w produkcję wodoru potroją się do 2030 r. (do 3 mld USD rocznie) i do 2035 r. wyniosą ponad 50 mld USD. Inwestycje w energię wiatrową i fotowoltaiczną mają się podwoić, osiągając w 2030 roku wartość 321 mld USD.

IRA doprowadzi do znacznego wzrostu inwestycji gospodarstw domowych i firm w systemy energetyczne, w tym do zakupu pojazdów i urządzeń elektrycznych, a także bardziej wydajnych i ukierunkowanych na energię elektryczną systemów grzewczych i procesów przemysłowych. Przewiduje również dziesiątki miliardów dolarów dotacji, ulg podatkowych i kredytów na rozwój czystych źródeł energii oraz ich wykorzystanie. **Wszystko to będzie stymulować dodatkowe inwestycje i miejsca pracy.** Zmiany przyczynią się również do wzrostu innowacyjności i rozwoju nowych, ważnych czystych technologii, budowy łańcuchów dostaw czystej energii, a także poprawy zdrowia publicznego oraz „sprawiedliwości ekologicznej”.

Nowe technologie otrzymają wsparcie w postaci dotacji — ich wpływ powinien okazać się podobny do zaobserwowanego w przypadku ulg podatkowych na produkcję oraz ulg podatkowych na inwestycje, które pomogły rozwinąć przemysł energii wiatrowej i słonecznej, a także obniżyć koszty w ciągu ostatniej dekady (o 70–90% od 2009 r.).

IRA będzie ponadto wspierać rozwój amerykańskiej produkcji komponentów i podzespołów dla energii słonecznej i wiatrowej, akumulatorów oraz pojazdów elektrycznych. **IRA przewiduje dotacje, kredyty i zachęty podatkowe, które do 2030 r. przełożą się na setki miliardów skumulowanych inwestycji.**

**Według szacunków dzięki tym środkom może powstać do 1,3 mln nowych miejsc pracy, zwłaszcza w budownictwie i usługach, co może zwiększyć PKB o 0,6–0,8% do 2030 r.** Zapobieganie szkodom związanym z klimatem może przynieść oszczędności rzędu 51–74 mld USD rocznie (co zwiększyłoby łączne oszczędności do 329–535 mld USD po uwzględnieniu wszystkich pozostałych środków przewidzianych w ustawodawstwie).

*IRA umożliwi Stanom Zjednoczonym osiągnięcie celu, jakim jest redukcja emisji gazów cieplarnianych o 50% w latach 2005–2030.*

<sup>1</sup> <https://www.princeton.edu/news/2022/08/25/princeton-energy-and-climate-experts-weigh-impactinflation-reduction-act>



TEMATYCZNE  
POGLĄDY GLOBALNE

*Strategia przyjęta przez władze Stanów Zjednoczonych kontrastuje z podejściem Europejczyków, którzy skupili się na podatku węglowym.*

**Podatek węglowy odłożony na półkę: cena kompromisu między Republikanami i Demokratami**

Kompromis między Republikanami i Demokratami był możliwy tylko dzięki „odłożeniu na półkę” koncepcji podatku węglowego, który do tej pory był kluczową propozycją, jeśli chodzi o przyspieszenie transformacji klimatycznej. Faktem jest, że podatkowi węglowemu sprzeciwia się zdecydowana większość Amerykanów. Jego zwolennikami jest tylko 28% z nich, podczas gdy ponad połowa opowiada się za dotacjami lub za technologiami niskoemisyjnymi i inwestycjami w zieloną infrastrukturę.

Strategia przyjęta przez władze Stanów Zjednoczonych kontrastuje z podejściem Europejczyków, którzy skupili się na podatku węglowym i rynku uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>. W pewnym sensie ulga podatkowa (główne narzędzie finansowe przewidziane w IRA) zastąpiła podatek węglowy.

Stawiając na rozwój sektora technologii dekarbonizacji, administracja Bidena wdraża prawdziwą zieloną politykę przemysłową. Działania te mają na celu modyfikację warunków po stronie podaży, co oznacza zmianę doktryny Partii Demokratycznej. Większość ekspertów uważa, że podjęte działania nie wystarczą do osiągnięcia neutralności węglowej do 2050 r. Z pewnością pozwolą

one jednak Stanom Zjednoczonym odzyskać pozycję lidera w tej dziedzinie. Fakt osiągnięcia przez Kongres dwupartyjnego porozumienia na kilka miesięcy przed wyborami parlamentarnymi zwiększa z kolei szansę na to, że w najbliższych latach przyjęte zostaną nowe rozwiązania, niezależnie od ogólnych przekonań politycznych kolejnej administracji.

To bardzo dobra wiadomość dla naszej planety, ale to pragmatyczne podejście powinno również przyciągnąć uwagę innych krajów, począwszy od Europy, gdzie również istnieje konieczność podjęcia szeroko zakrojonych inwestycji. Ścieżka rynku uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> może zostać z pożytkiem uzupełniona przez proaktywne środki fiskalne na poziomie europejskim. Europejczycy będą również musieli wykazać się wyobraźnią w osiąganiu swoich celów. **Obecny kryzys energetyczny może i powinien być katalizatorem wspólnych i skoordynowanych działań w tym zakresie. Jest to kwestia konkurencyjności i strategicznej autonomii Europy.**

*Sfinalizowano dn. 4 października 2022.*

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

**Aktualizacja miesięczna**

Przeprowadzamy regularne przeglądy treści i prawdopodobieństw naszych scenariuszy. Należy pamiętać, że niektóre z identyfikowanych przez nas czynników ryzyka mogą wystąpić w naszym scenariuszu głównym, który prawdopodobnie nie jest jeszcze w pełni dyskontowany przez rynki. Realizacja scenariusza pesymistycznego wymagałaby połączenia czynników ryzyka. Przeciwwagą dla scenariusza pesymistycznego jest scenariusz optymistyczny, czyli szybki spadek inflacji w wyniku złączenia cen gazu i/lub globalnego zacieśnienia polityki pieniężnej, którego wpływ może być obecnie niedoceniany.

SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY 15%	SCENARIUSZ GŁÓWNY 70%	SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY 15%
<b>Głębokie globalne załamanie</b>	<b>Epizod stagflacyjny, z rosnącymi rozbieżnościami</b>	<b>Inflacja szybko spada, kończąc epizod stagflacji</b>

**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.**

**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.

**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**

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

**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.

**Implikacje rynkowe**

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

- Geopolityka
- Tematy związane z Covid-19
- Plany żywienia lub warunki finansowe
- System gospodarczy lub finansowy
- Oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji
- Wypłacalność emitentów prywatnych i publicznych
- Tematy społeczne lub związane z klimatem
- Polityka monetarna i fiskalna

## 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.
  - Słabe rynki wschodzące również mogą stanąć w obliczu kryzysu bilansu płatniczego, zbliżając się do niewypłacalności.
- **Ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw wzrasta** w kontekście pogorszenia danych fundamentalnych oraz rosnącej niepewności i presji na marże (wysokie koszty produkcji i nadmiarowe zamówienia prowadzą do ostrzeżeń dotyczących niższych zysków).
- **Szeroko rozpowszechniony greenwashing i bańka inwestycyjna ESG podważają finansowanie transformacji energetycznej**.
- **Nadmierna aprecjacja USD** prowadzi 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.
  - Rosjanie tracą grunt pod względem militarnym, co zwiększa ryzyko użycia przez Rosję taktycznej broni jądrowej.
  - Wysokie ryzyko wypadku w obiektach jądrowych na Ukrainie.
  - [Istnieje jednak również możliwość, że w najbliższych miesiącach sytuacja się uspokoi, co utoruje 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 okupacji Tajwanu. Ryzyko przypadkowych konfrontacji na Morzu Południowochińskim lub w Cieśninie Tajwańskiej.
- **Niestabilność polityczna na rynkach wschodzących** spowodowana wzrostem cen żywności i energii, prowadzącym do fali niepokojów społecznych.
- Programy nuklearne Iranu i Korei Północnej ponownie zaczynają budzić obawy i skutkują sankcjami.
- **W skali globalnej rośnie ryzyko ponownego cofnięcia transformacji energetycznej. 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 i NZD, waluty lokalne z rynków wschodzących

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

**-** Obligacje korporacyjne i akcje, EMBI



PORTFELE WIELOAKTYWOWE - STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

● Punkt zwrotny mamy za sobą

● Zbliżamy się do punktu zwrotnego

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

**KONTEKST EKONOMICZNY**

- Dynamika gospodarcza spowalnia w obliczu utrzymującej się wysokiej presji inflacyjnej i słabnącego popytu wewnętrznego. Chociaż nadal oczekujemy „miękkiego lądowania” gospodarki Stanów Zjednoczonych, ryzyko recesji w połowie 2023 r. utrzymuje się, ponieważ kluczowym czynnikiem ryzyka pozostaje błąd w polityce. Jeśli chodzi o Europę, oczekujemy, że w zimie nastąpi recesja spowodowana kosztami utrzymania i inflacją, która zgodnie z naszymi przewidywaniami będzie głębsza niż wcześniej, a po niej nastąpi płytkie ożywienie.
- Kierunki zmian w prognozach inflacji i wzrostu gospodarczego stają się rozbieżne w kontekście stagflacyjnej dynamiki.
- Przedłużające się napięcie na froncie geopolitycznym oraz „przeciąganie liny” pomiędzy polityką fiskalną i monetarną sprawiają, że ostateczny wynik gospodarczy jest niepewny, co zwiększa zmienność danych.

**FUNDAMENTY I WYCENA**

- Obecna „dzika” wyprzedaż wyeliminowała przewartościowanie powstałe po letniej hossie. Nadal trudno jednak dostrzec poziomy wejścia w najbliższym czasie.
- Mnożniki akcji wyglądają na bardziej zgodnie z obecnym środowiskiem inflacyjnym i zacieśnioną polityką monetarną, ale nie dyskontują jeszcze recesji, ponieważ oczekiwania dotyczące wskaźników zysku na akcję (EPS) pozostają optymistyczne.
- Dane fundamentalne pogarszają się w stosunku do września, a stagflacja powinna być sygnałem alarmowym dla rentowności przedsiębiorstw.



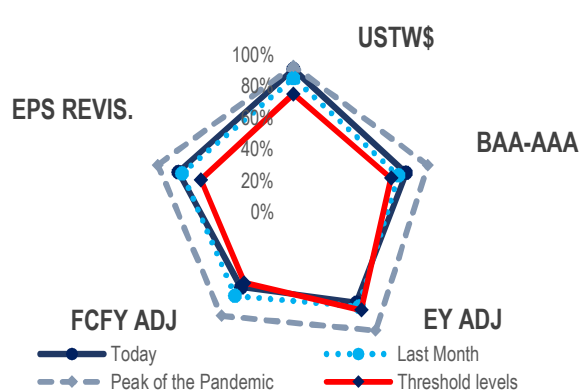
**ASPEKTY TECHNICZNE**

- Aspekty techniczne podkreślają kruchy obraz w całym uniwersum wieloaktywowym. Trendy w zakresie aktywów są mocno rozdrobione i nie pozwalają inwestorom na spokojne wdrażanie strategii długoterminowych. Akcje oraz obligacje skarbowe i korporacyjne pozostają nieatrakcyjne z perspektywy podążania za trendem, jednak mierniki kontrariańskie sygnalizują brak zasadności agresywnej eliminacji ryzyka, od czasu do czasu wyzwalając gwałtowne „short squeezes”.

**NASTROJE**

- We wrześniu atrakcyjność ryzyka istotnie spadła, a wszystkie nasze trzy modele wykazały pogłębione odejście od ryzyka. Warunki finansowe zacieśniły się wszędzie po gorszym od oczekiwań wrześniowym odczycie inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych, podczas gdy mierniki związane z dolarem amerykańskim i koncentracją ryzyka nadal zwiększają prawdopodobieństwo odejścia od ryzyka w naszych modelach CAST i MoMo (odpowiednio). Podsumowując, komponent atrakcyjności ryzyka nadal sugeruje, że w krótkim okresie wymagana może być defensywna alokacja aktywów.

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



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 jednoznacznie skłania do rezygnacji z ryzyka. Premia za ryzyko kredytowe pozostaje wysoka i przekracza próg ostrzegawczy, co przemawia za defensywnym pozycjonowaniem aktywów ryzykownych.

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

Source: Amundi Institute. Data as of 30 September 2022.

## WNIOSKI Z ANALIZ GLOBALNYCH

**1 Inflacja w Stanach Zjednoczonych okazała się wysoka, ale prawdopodobnie osiągnęła szczyt; Fed pozostanie jastrzębi**

- Sierpniowa inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych okazała się wyższa od oczekiwań. Być może osiągnęła ona już szczyt — oczekujemy, że główny wskaźnik inflacji w Stanach Zjednoczonych spadnie z obecnych 9% do 7,0–7,5% w IV kwartale 2022 r., choć w najbliższym czasie dynamika pozostanie wysoka.
- Jeśli kolejne kilka odczytów pokaże wyższą niż się obecnie spodziewamy trwałość inflacji bazowej, Fed może przyjąć jeszcze bardziej restrykcyjne podejście, aby uniknąć późniejszego odrodzenia inflacji, zwiększając tym samym ryzyko nadmiernego zaostrzenia.
- W takim kontekście Fed utrzyma swoje jastrzębie stanowisko, aby schłodzić inflację. Spodziewamy się, że Fed będzie nadal agresywnie podnosił stopy procentowe, a w marcu 2023 r. ostateczną stopę Fed Funds widzimy na poziomie 5,0%.
- Podnieśliśmy naszą prognozę rentowności dwuletnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych do 4,3–4,5% w horyzoncie 12 miesięcy, a naszą prognozę rentowności 10-letnich do 3,9–4,1%.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- Zachowajcie ostrożność wobec akcji.
- Niedoważenie 10-letnich obligacji skarbowych indeksowanych inflacją Stanów Zjednoczonych oraz obligacji nominalnych strefy euro.
- Pozycja neutralna na amerykańskich obligacjach indeksowanych inflacją na prognozę rentowności.
- Na rynku obligacji korporacyjnych preferencje dla klasy inwestycyjnej w stosunku do instrumentów wysokodochodowych.

**2 Strefa euro wejdzie w recesję pod koniec 2022 roku w kontekście jastrzębiej postawy EBC**

- Nasz scenariusz bazowy dla cen gazu ziemnego stwarza ryzyko załamania gospodarczego od III kw. 2022 r. do I kw. 2023 r. oraz płytszego ożywienia przewidzianego na początek II kw. 2023 r.. Obniżyliśmy naszą prognozę wzrostu realnego PKB w 2023 r. do -0,5%.
- Wpływ środków wprowadzonych przez rządy krajowe w celu zrównoważenia kryzysu energetycznego będzie ograniczony przez napiętą politykę pieniężną. Wsparcie fiskalne najprawdopodobniej nie zrównoważy w pełni tego szoku.
- Przy braku zmian w regulacjach inflacja w strefie euro powinna nabrać tempa w sezonie jesienno-zimowym, przy czym szczyt mamy jeszcze przed sobą.
- W związku z tym EBC stał się bardzo jastrzębi. Oczekujemy dalszych podwyżek stóp, z końcową stopą depozytową na poziomie 2,75% do maja 2023 r., wśród dyskusji o zacieśnianiu ilościowym.
- Rentowność głównych obligacji skarbowych powinna nadal rosnąć. Podnieśliśmy naszą prognozę rentowności dwuletnich Bundów do 1,8–2,0% w horyzoncie 12 miesięcy, a naszą prognozę rentowności 10-letnich do 2,3–2,5%.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- Zalecamy ostrożność w przypadku aktywów ze strefy euro, zaś w przypadku akcji i obligacji skarbowych preferujemy Stany Zjednoczone w stosunku do strefy euro.
- Jesteśmy ostrożni w stosunku do głównych obligacji skarbowych.
- Jeśli chodzi o waluty, uważamy, że USD może się dalej umacniać wobec EUR, być może do 0,94 w krótkim terminie.

**3 Wynik wyborów we Włoszech jest umiarkowanie pozytywny dla rynków**

- Centroprawicowa koalicja wygrała, zdobywając około 44% głosów. Będzie miała wystarczająco dużo mandatów, by stworzyć stabilny rząd, ale za mało, by głosować nad poprawkami do konstytucji, które wymagają większości dwóch trzecich głosów.
- Nowym premierem Włoch powinna zostać liderka Braci Włochów, Giorgia Meloni. Rząd techniczny Mario Draghiego zajmie się częścią prac nad ustawą budżetową.
- Nowy rząd może dokonać korekty danych dotyczących finansów publicznych i spróbować wynegocjować zmianę Narodowego Planu Odbudowy i Odporności. Prawdopodobnie będzie jednak trzymać się unijnych celów fiskalnych i unikać starć z instytucjami UE w zakresie polityki gospodarczej.
- Wydaje się, że ostatni wzrost spreadów spowodowany jest czynnikami zewnętrznymi, takimi jak silne przeszacowanie stóp końcowych EBC oraz wzrost rentowności głównych obligacji. Aspekty techniczne uległy poprawie i mogą pomóc w zrównoważeniu jastrzębiego stanowiska EBC.
- W przypadku akcji oczekujemy krótkotrwałej ulgi. Trwała hossa będzie wymagać większej jasności w sprawie nominacji rządowych, zatwierdzenia ustawy budżetowej na rok 2023 oraz ewentualnych zmian w planie NGEU.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- W przypadku włoskiego długu należy zachować ostrożność, ponieważ zmienność może utrzymać się na wysokim poziomie.
- W przypadku włoskich akcji należy skupić się na spółkach, które mają wizję przyszłego wzrostu, wraz z pewną ochroną przed silną inflacją, a ponadto zachować zrównoważoną ekspozycję na sektory.

**4 Rynek walutowy: ryzyko technicznej hossy związanej ze short squeeze i wysokiej zmienności**

- USD to długa pozycja, którą zarówno inwestorzy spekulacyjni, jak i instytucje utrzymują od połowy 2021 roku.
- Długie pozycje na USD są powszechne, podczas gdy EUR, GBP i JPY znajdują się na najniższych poziomach od dwóch do pięciu lat, chociaż wciąż jesteśmy daleko od historycznych minimów.
- Pomimo napiętego pozycjonowania na walutach G4 nie powinniśmy jeszcze brać pod uwagę zmiany spojrzenia strategicznego.

**Konsekwencje dla inwestorów**

- Należy wykorzystywać każde odbicie pozostałych walut, aby zwiększać długie pozycje w USD, zwłaszcza w stosunku do EUR, GBP, CAD, SEK i NZD.
- JPY jest jedyną walutą, w przypadku której zajmowanie krótkich pozycji uważamy za niezasadne — naszym zdaniem przed końcem 2022 r. można nawet spodziewać się aprecjacji.
- CNY może ulec dalszej deprecjacji, ponieważ umiarkowany wzrost eksportu Chin, ujemne różnice w stopach procentowych w stosunku do Stanów Zjednoczonych oraz napięcia na Tajwanie mogą przeważać nad czynnikami pozytywnymi, w tym oczekiwanymi dodatnimi różnicami we wzroście gospodarczym oraz stabilizacją przepływów portfelowych.



## KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

	Klasa aktywów	Pogląd	Zmiana 1M	Teza
PLATFORMA AKCJI	USA	=/+		Głównymi motywami pozostaje to, jak bardzo Fed jest skłonny podnieść stopy i jak spowolnienie wzrostu gospodarczego wpłynie na wyniki finansowe przedsiębiorstw. Uważamy, że silny popyt konsumencki, napięta sytuacja na rynkach pracy oraz poprawiające się sondaże konsumenckie wskazują na wsparcie dla zysków przedsiębiorstw. Utrzymujemy podejście selektywne i szukamy firm, które wynagradzają akcjonariuszy poprzez dywidendy, skup akcji itp.
	Segment „wartości”, USA	+		Nadchodzące spowolnienie wzrostu gospodarczego podkreśla potrzebę uzupełnienia segmentu wartości o spółki mniej cykliczne, charakteryzujące się wyższą jakością i zdolne do utrzymania marż. Z drugiej strony, inwestorzy powinni unikać segmentów, w których wyceny nie znajdują uzasadnienia w potencjale przyszłych zysków, np. drogich spółek wzrostowych.
	Segment „wzrostu”, USA	-		W środowisku rosnących stóp i ich wpływu na koszt kapitału akcje, których wyceny zależą w większym stopniu od przepływów pieniężnych w odległej w przyszłości, ucierpiałyby bardziej. Obecne wyceny w niektórych segmentach nie są ponadto uzasadnione z perspektywy fundamentalnej. Pozostajemy więc ostrożni, ale obserwujemy obszary takie jak wysokiej jakości spółki wzrostowe, w przypadku których ceny wydają się rozsądne.
	Europa	--		Niepewność związana z recesją i geopolityką skłaniają nas do zachowania ostrożności wobec Europy w obliczu rosnących kosztów życia. Biorąc pod uwagę, że Europa jest rynkiem cyklicznym, globalne spowolnienie jest czynnikiem wpływającym negatywnie na zyski tutejszych firm. Gdy jednak spowolnienie się skończy, region ten powinien być jednym z pierwszych, który na tym skorzysta. Pozostajemy skoncentrowani na długoterminowej odporności zysków i sile bilansów.
	Japonia	=		Mamy nastawienie neutralne do Japonii w świetle spowalniającego globalnego wzrostu gospodarczego (i tym samym potencjalnego wpływu na eksport) oraz stosunkowo atrakcyjnych wycen japońskich rynków.
	Chiny	=	▼	Chociaż polityka monetarna i fiskalna ma charakter dostosowawczy, problemy w sektorze mieszkaniowym oraz sporadyczne lockdowny związane z Covid wpływają na dochody i wydatki gospodarstw domowych. Istnieją długoterminowe bodźce w postaci zrównoważonego i charakteryzującego się wysoką jakością wzrostu.
PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH	Rynki wschodzące bez Chin	=		Na uniwersum inwestycyjne rynków wschodzących wpływa połączenie specyficznych czynników lokalnych z globalnymi przeszkodami i napięciami geopolitycznymi. W rezultacie z jednej strony preferujemy eksporterów surowców, takich jak ZEA czy Brazylia, ale z drugiej strony jesteśmy ostrożni wobec krajów takich jak Tajlandia, Tajwan czy Turcja. Ogólnie rzecz biorąc, utrzymujemy podejście selektywne.
	Skarbowe USA	=		Fed obniżył ostatnio prognozę wzrostu gospodarczego, ale podtrzymał zamiar okiełznania inflacji poprzez podwyżki stóp. W połączeniu z atrakcyjnymi poziomami rentowności prowadzi nas to do przekonania, że obligacje mogą oferować ochronę. Pozostajemy neutralni w kwestii duracji, z pozytywnym nastawieniem i elastycznym podejściem. Biorąc pod uwagę ostatni wzrost realnych stóp zwrotu, monitorujemy również obligacje skarbowe indeksowane inflacją (TIPS) pod kątem punktów wejścia.
	Korporacyjne inwestycyjne USA	=/+		Solidne bilanse firm i konsumentów oraz atrakcyjne carry trade i wyceny zachęcają nas do preferowania amerykańskiej klasy inwestycyjnej w stosunku do pozostałych, słabszych obligacji korporacyjnych. Identyfikujemy jednak wybrane spółki, które mogą wytrzymać ryzyko „twardego lądowania” i wykazać się odpornością zysków.
	Korporacyjne wysokodochodowe USA	-	▼	Sytuacja w zakresie niewypłacalności wygląda na razie na opanowaną, ale uważnie obserwujemy spready, uwzględniając gotowość Fedu do podnoszenia stóp w celu okiełznania inflacji, która może ostatecznie wpłynąć na sytuację płynnościową spółek o słabych przepływach pieniężnych. Pozostajemy więc ostrożni i dążymy do zrównoważenia stopy zwrotu z płynnością i fundamentami.
	Skarbowe Europa	=		Pomimo zaangażowania EBC w opanowanie cen presja gospodarcza w Europie może ograniczyć możliwy zakres podwyżek stóp procentowych tego banku. Na razie pozostajemy neutralni wobec Europy, zachowując elastyczne podejście i szukając okazji w różnych rejonach geograficznych i na różnych krzywych. Jeśli chodzi o dług z peryferii strefy euro, mamy na uwadze fragmentację i ryzyko polityczne.
	Korporacyjne inwestycyjne Europa	=		Ostatni wzrost spreadów wydaje się wskazywać na jastrzębi EBC w połączeniu z wysokimi obawami dotyczącymi inflacji i wzrostu gospodarczego, chociaż dane fundamentalne przedsiębiorstw pozostają solidne. Unikamy obszarów nadmiernie zadłużonych i zamiast tego szukamy aktywów wysokiej jakości w ramach ogólnie neutralnego podejścia do europejskich obligacji korporacyjnych.
	Korporacyjne wysokodochodowe Europa	-	▼	Zauważamy łagodną pogorszenie warunków finansowych, które ostatecznie może doprowadzić do wzrostu kosztów finansowania, zwłaszcza w przypadku emitentów o niższych ratingach. W związku z tym monitorujemy płynność, sytuację w zakresie przepływów pieniężnych i perspektywy niewykonania zobowiązań, utrzymując ogólnie ostrożne stanowisko.
	Chińskie obligacje skarbowe	=/+		Chiny są jednym z niewielu krajów, gdzie polityka jest łagodzona. W połączeniu z korzyścią oferowaną globalnym inwestorom przez dywersyfikację opartą na chińskim długu oraz potencjalnym złagodzeniem polityki lockdownów w przyszłości pozwala nam to utrzymać umiarkowanie pozytywne nastawienie.
	Obligacje z rynków wsch. twarda waluta	=/+		Podwyższenie stóp procentowych w krajach rozwiniętych wywiera presję na dług z rynków wschodzących, ale w bloku tym występują ogromne rozbieżności. Dostrzegamy wartość instrumentów wysokodochodowych w stosunku do klasy inwestycyjnej, ponieważ te pierwsze mogą zapewnić „poduszkę” chroniącą przed podwyżkami stóp Fedu. Podobają nam się eksporterzy surowców w Ameryce Łacińskiej (Meksyk, Brazylia) i w regionie MENA (Bahrajn), ale jesteśmy też bardzo aktywni, jeśli chodzi o korygowanie tego stanowiska.
	Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne	=		Choć sytuacja się poprawia, to nadal wymaga umiarkowanie ostrożnego/neutralnego stanowiska. Przyjmujemy podejście selektywne, z preferencją dla krajów o wysokim carry (RPA, Brazylia). Waluty z rynków wschodzących pozostaną pod presją w krótkim okresie ze względu na umacniający się USD.
INNE	Surowce			Spowalniający globalny wzrost gospodarczy i negatywny wpływ tego zjawiska na popyt, w tym w Chinach, nie sprzyja surowcom cyklicznym i ropy. Obniżyliśmy nasz cel 3-miesięczny dla ropy WTI do 90 USD za baryłkę, ale długoterminowe problemy z podażą pozostają. Rosnące stopy realne w połączeniu z jastrzębią postawą Fedu zwiększają koszt alternatywny posiadania złota, wywierając presję na jego ceny w najbliższym czasie.
	Waluty			Trwała inflacja bazowa w Stanach Zjednoczonych oznacza, że wciąż jest za wcześnie na złagodzenie polityki Fedu i detronizację USD. Oczekujemy, że w ciągu najbliższych sześciu miesięcy osiągnie na krótko nowe maksima.

### LEGENDA

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

Źródło: Amundi, na dzień 3 października 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 którejkolwiek 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 2022-09-30

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

Źródło: Instytut Amundi

- **Stany Zjednoczone: Wzrost PKB.** Nadal spodziewamy się „miękkiego lądowania” w Stanach Zjednoczonych, z przedłużonym okresem wzrostu poniżej przeciętnej w latach 2023 i 2024. Oczekujemy, że PKB Stanów Zjednoczonych wzrośnie o 0,9% w 2023 r. (1,1% IV kw./IV kw.) i 1,3% w 2024 r. (1,3% IV kw./IV kw.). **Inflacja.** Główny wskaźnik inflacji w Stanach Zjednoczonych osiągnął szczyt i będzie teraz stopniowo zwalniać, ponieważ gospodarka działa poniżej potencjału. Inflacja bazowa osiągnie szczyt nieco później, między III a IV kw. 2022 r., a następnie będzie stopniowo spadać, utrzymując się jednak powyżej celu. Fed będzie trzymał się swojego cyklu zacieśniania, dopóki bieżące i wyprzedzające wskaźniki inflacji nie zasygnalizują wyraźnie pożądanego kierunku.
- **Strefa euro: Wzrost PKB.** Obecnie spodziewamy się nieco głębszej recesji w okresie jesień/zima 2022/2023, po której powinno nastąpić płytsze niż wcześniej ożywienie. Oczekujemy, że gospodarka strefy euro skurczy się o -0,5% w 2023 r. i powoli odbuduje się o 1,3% w 2024 r. **Inflacja.** Potwierdzamy nasze oczekiwania co do tego, że inflacja osiągnie szczyt nieco poniżej 10% w IV kw. 2022 r. i będzie zwalniać w kierunku 4% w IV kw. 2023 r. Perspektywy pozostają wysoce niepewne, co podkreślają ostatnie wydarzenia geopolityczne związane z dostawami gazu i jego cenami. EBC nadal znajduje się w trudnej sytuacji, ponieważ musi kalibrować zacieśnianie polityki pieniężnej w kontekście stagflacji.
- **Wielka Brytania: Wzrost PKB.** Nadal spodziewamy się łagodnej recesji w Wielkiej Brytanii. Oczekujemy, że gospodarka skurczy się do około -0,5% w 2023 r., a następnie ożywi się, rosnąc o 1,3% w 2024 r. **Inflacja.** Obniżyliśmy nasze prognozy inflacji szczytowej na lata 2022 i 2023, ale podnieśliśmy naszą prognozę inflacji bazowej na rok 2024, ponieważ spodziewamy się, że nowy budżet stworzy bardziej trwałą presję inflacyjną w średnim okresie. Ogłoszony niedawno pakiet fiskalny będzie stymulował popyt w gospodarce o ograniczonej podaży, kładąc podwaliny pod wzrost gospodarczy, ale także zwiększając presję inflacyjną i prawdopodobnie zmuszając Bank Anglii do bardziej zdecydowanych działań.
- **Japonia:** we wrześniu rząd jeszcze bardziej złagodził zasady dotyczące wjazdów. Chińczyków z kontynentu — którzy przed pandemią stanowili 30% odwiedzających Japonię — nadal będzie brakować. Niemniej ponowne otwarcie granic, wraz ze wznowionymi dopłatami do podróży krajowych i ultrasłabym jenem, będzie wspierać konsumpcję usług w nadchodzących miesiącach. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych pozostają na rekordowo wysokim poziomie. Spodziewamy się, że inflacja bazowa będzie nadal rosnąć i przekroczy cel Banku Japonii na poziomie 2% w IV kw. 2022 r. lub I kw. 2023 r. Bank Japonii prawdopodobnie zbagatelizuje to przekroczenie i powtórzy, że nie jest ono trwałe.

### Prognoza kluczowych stóp procentowych

	06-10 2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
<b>USA</b>	3,13	5,00	4,50	5,00	4,50
<b>Strefa euro</b>	0,75	2,50	2,64	2,75	2,98
<b>Japonia</b>	0,00	-0,1	0,02	-0,1	0,09
<b>Wlk. Brytania</b>	2,25	4,5	5,5	4,75	5,7

Źródło: Instytut Amundi

- **Fed:** zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami FOMC wprowadził we wrześniu trzecią z rzędu podwyżki o 75 p.b., podnosząc stopy funduszy federalnych do poziomu 3,25%. Bardziej jastrzębie nastawienie miało związek z podsumowaniem prognoz gospodarczych, które wykazało zaskakująco wysoki wzrost prognozowanej stopy funduszy federalnych. FOMC jest zdecydowany na agresywne podwyżki stóp procentowych w warunkach utrzymującej się presji inflacyjnej w gospodarce, którą wspiera bardzo odporny i silny rynek pracy. W świetle odporności amerykańskiej gospodarki, utrzymującej się inflacji oraz gotowości Fedu do wejścia na wysoce restrykcyjne terytorium, dostrzegamy obecnie wysokie prawdopodobieństwo tego, że Fed będzie podnosił stopy do momentu gdy główna stopa procentowa osiągnie poziom 4,75-5%.
- **EBC:** na wrześniowym posiedzeniu EBC jednogłośnie zdecydował o podniesieniu swoich trzech kluczowych stóp procentowych o 75 p.b. Decyzja ta była podyktowana obawami o ryzyko zaniżenia oczekiwań inflacyjnych. Biorąc pod uwagę bardzo wysoką inflację, oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach EBC utrzyma jastrzębie stanowisko, ponieważ jest zdeterminowany, aby w pierwszej kolejności podnieść stopy procentowe i szybko je znormalizować. Scenariusz bazowy EBC zakłada raczej stagnację w IV kw. 2022/ I kw. 2023 niż recesję. Oczekujemy, że EBC utrzyma jastrzębie stanowisko i będzie nadal podnosił stopy na kolejnych posiedzeniach.
- **Bank Japonii:** we wrześniu Bank Japonii pozostawił swoją politykę i prognozy na niezmiennym poziomie, opierając się presji ze strony agresywnego zacieśniania za granicą oraz gwałtownej deprecjacji jena. Niedługo potem ministerstwo finansów wydało 2,8 biliona jenów, interweniując na rynku walutowym. Po interwencji walutowej Bank Japonii kontynuował skup obligacji skarbowych, wysyłając rynkom silny sygnał, że chce bronić strategii kontroli krzywej dochodowości oraz swojego ultraluznego nastawienia w polityce pieniężnej. W przewidywalnej przyszłości nie spodziewamy się żadnych zmian, ponieważ Bank Japonii wydaje się kupować czas, czekając, aż stopy amerykańskie osiągną szczyt, co automatycznie zmniejszy lukę w stosunku do stóp krajowych.
- **Bank Anglii:** ostatnie posiedzenie Banku Anglii nie przyniosło jastrzębiej niespodzianki, gdyż rynki sugerowały znaczne prawdopodobieństwo podwyżki o 75 p.b. — stopy zwiększono jedynie o 50 p.b. Jednocześnie władze monetarne jednogłośnie poparły uruchomienie zacieśniania ilościowego. Ogłoszony po posiedzeniu większy niż oczekiwano pakiet fiskalny oznacza jednak, że bank centralny będzie zmuszony zareagować większymi niż się wcześniej spodziewano podwyżkami stóp procentowych, co ostatecznie przełoży się na wzrost stopy końcowej. W tym samym czasie Bank Anglii interweniował, ogłaszając tymczasowe operacje skupu obligacji długoterminowych w celu ustabilizowania rynku.

### Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następne posiedzenie
<b>EBC (Rada Prezesów)</b>	<b>27 października</b>
<b>Bank Japonii (MPM)</b>	<b>28 października</b>
<b>Rezerwa Federalna (FOMC)</b>	<b>2 listopada</b>
<b>Bank Anglii (MPC)</b>	<b>3 listopada</b>

Źródło: Instytut Amundi



## KRAJE WSCHODZĄCE

### Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-09-30

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Świat</b>	6,2	3,2	2,5	3,9	8,0	5,3
<b>Kraje wschodzące</b>	6,9	3,8	3,8	4,4	8,6	5,9
<b>Chiny</b>	8,1	2,9	5,2	0,9	2,2	2,3
<b>Brazylia</b>	4,6	3,1	1,4	8,3	9,4	4,6
<b>Meksyk</b>	4,8	2,3	0,7	5,7	8,0	5,9
<b>Rosja</b>	4,7	-3,3	-1,5	6,7	13,9	7,5
<b>Indie</b>	9,1	7,3	5,7	5,1	6,8	6,1
<b>Indonezja</b>	3,7	5,2	4,5	1,6	4,5	5,5
<b>RPA</b>	5,5	1,7	1,1	4,6	6,9	5,8
<b>Turcja</b>	11,9	5,3	3,0	19,4	71,7	30,6

Źródło: Instytut Amundi

- Chiny:** dane o wysokiej częstotliwości, w tym sprzedaż mieszkań i mobilność, poprawiły się pod koniec września dzięki częściowemu złagodzeniu ograniczeń związanych z Covid. Spodziewamy się, że w październiku restrykcje pozostaną zaostżone, ponieważ samorządy zwiększają poziom ochrony przed XX Zjazdem Partii (16–22 października). Większość takiego dodatkowego zaostżenia zostanie jednak prawdopodobnie odwrócona w listopadzie, co utworzy drogę do łagodnego ożywienia w kolejnych miesiącach. Wskaźnik CPI utrzymywał się na niskim poziomie poniżej 3%, ponieważ ceny wieprzowiny i energii ustabilizowały się, a związane z kontrolowaniem Covid powtarzające się zakłócenia w sektorze usług ograniczyły inflację bazową.
- Indonezja:** we wrześniu bank centralny podniósł stopy o 50 p.b. (wobec konsensusu i naszych oczekiwań na poziomie 25 p.b.). Choć wysokość podwyżki okazała się zaskakująca, warto podkreślić, że odczyt głównego wskaźnika inflacji za wrzesień (zmiana z 4,7% r/r na 5,9% r/r) okazał się uwzględnić wprowadzoną na początku tego miesiąca obniżkę dotacji. W oparciu o te miary spodziewamy się, że w IV kwartale 2023 r. inflacja będzie wykazywać tendencję wzrostową, zbliżając się do 7,0%, co będzie wymagało dalszych podwyżek stóp banku centralnego, nawiasem mówiąc wyższych od naszych wcześniejszych oczekiwań: należy się spodziewać 100 p.b., a także możliwości pewnego poluzowania do końca przyszłego roku.
- Polska, Czechy, Węgry i Rumunia:** inflacyjne skutki kryzysu energetycznego zaczęły negatywnie wpływać na wzrost gospodarczy — oczekuje się też, że będą się nasilać. Krajom tym trudno będzie uniknąć przynajmniej technicznej recesji. Ponadto kraje najbardziej wrażliwe gospodarczo i/lub politycznie ze względu na relacje z Unią Europejską i dostępność funduszy europejskich (tj. Węgry i Polska) stoją i będą stać w obliczu znacznej presji na swoje waluty, co będzie się dla nich wiązać z dodatkowymi trudnościami. Mimo że banki centralne osiągnęły koniec cyklu podwyżek lub zbliżają się do niego, w najbliższym czasie nie możemy oczekiwać żadnej obniżki stóp, biorąc pod uwagę wysoki poziom inflacji, niepewność co do oczekiwań inflacyjnych oraz zacieśnianie głównych banków centralnych, tj. Fedu i EBC.
- Turcja:** podczas gdy inflacja osiąga szczyty (blisko 85% r/r), a większość banków centralnych zacieśnia politykę pieniężną, turecki bank centralny ponownie obniżył stopę o 100 p.b., do 12%, powodując kolejny spadek waluty. Uważamy, że turecki bank centralny może pójść jeszcze dalej, ponieważ nie wydaje się być zbyt zaniepokojony deprecjacją TRY — zaprzestania luzowania można się prawdopodobnie spodziewać po osiągnięciu poziomu 20 TRY za USD. Podczas gdy w strefie euro oczekuje się recesji, w 2023 r. w Turcji wzrost gospodarczy może wynieść 3% r/r dzięki wzrostowi akcji kredytowej i bardzo luźnej polityce fiskalnej, zwłaszcza przed kolejnymi wyborami.

### Prognoza kluczowych stóp procentowych

	6.10.2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
<b>Chiny</b>	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
<b>Indie</b>	5,90	6,15	6,20	6,15	6,15
<b>Brazylia</b>	13,75	13	13,75	10,50	12,20
<b>Rosja</b>	7,50	7,00	7,40	6,50	7,25

Źródło: Instytut Amundi

- ChBL (Chiny):** we wrześniu ChBL utrzymał główne stopy procentowe na niezmiennym poziomie po zaskakujących cięciach z poprzedniego miesiąca. Zwiększył również wsparcie dla słabnącego sektora mieszkaniowego, obniżając stopę procentową kredytu hipotecznego w ramach funduszu mieszkaniowego o 15 p.b. dla nabywców pierwszego domu oraz zezwalając bankom w kwalifikujących się regionach na obniżenie dolnych limitów oprocentowania kredytów hipotecyjnych. W kontekście polityki „zero Covid” oraz obciążającego gospodarkę spowolnienia na rynku mieszkaniowym oczekujemy, że bank centralny będzie kontynuował dostosowawczą politykę pieniężną. Dalsze obniżki stóp będą zależały od tego, czy sprzedaż mieszkań zdoła się ustabilizować.
- RBI (Indie):** zgodnie z oczekiwaniami, we wrześniu RBI ponownie podniósł stopy procentowe o 50 p.b., do 5,9%. Od maja 2022 r. RBI kontynuuje cykl szybkich podwyżek stóp w celu utrzymania oczekiwań inflacyjnych pod kontrolą — interweniował też w celu ograniczenia deprecjacji INR w reakcji na pogarszające się warunki zewnętrzne. W istocie, w II kwartale 2022 r. deficyt na rachunku bieżącym wyniósł prawie 3,0% PKB. Oczekujemy, że inflacja utrzyma się powyżej 6% do końca I kwartału 2023 r., a następnie będzie powoli uspokajać się nieznacznie poniżej 6,0%. Oczekuje się, że RBI podniesie stopy o kolejne 25 p.b., zwiększając stopę repo do 6,15%.
- BCB (Brazylia):** Jako pierwszy bank z rynków wschodzących kończy cykl podwyżek stóp. Podczas gdy Fed nadal wprowadza podwyżki stóp, próbując wyhamować gospodarkę i rynek pracy, wygląda na to, że BCB już zakończył swój cykl podwyżek, który trwał 1,5 roku i podniósł stopy o prawie 12 p.p., do 13,75%. Decyzja, która doprowadziła do tego końca, była jednak daleka od standardowej. Była to pierwsza niejednoznaczna decyzja (7–2) od 2016 roku, natomiast komunikat pełny był jastrzębich uwag. W rzeczywistości władze monetarne sprawiły, że brzmiało to bardziej jak pauza — stwierdzono, że rada „nie zawaha się wznowić cyklu zacieśniania”, jeśli będzie to konieczne, a w przeciwnym razie ma zamiar zastosować strategię „przeczekiwania” przez „wystarczająco długi” czas.
- CBR (Rosja):** 16 września Centralny Bank Rosji ponownie obniżył stopę procentową o 50 punktów bazowych, do 7,5%. Cięcie okazało się zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Głównymi powodami cięcia były spadająca inflacja i słumiony popyt konsumpcyjny. Komunikat CBR był raczej wyważony (ze względu na ograniczenie preferencji dla cięcia stóp) — odniesiono się w nim do czynników ryzyka wynikających z potencjalnego kierunku polityki fiskalnej i reakcji rynków zewnętrznych. Oczekujemy od CBR kolejnego cięcia o 50 p.b. w ciągu najbliższych sześciu miesięcy i dodatkowe 50 p.b. po tym okresie, co sprowadzi stopę procentową do okolic 6,5% w horyzoncie 12 miesięcy.

### Terminarz pol. monetarnej

Banki centralne	Następny komunikat
<b>ChBL</b>	<b>20 października</b>
<b>CBR</b>	<b>28 października</b>
<b>BRI</b>	<b>5 grudnia</b>
<b>BCB, Brazylia</b>	<b>7 grudnia</b>

Źródło: Instytut Amundi

**PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE**

**Prognozy makroekonomiczne**

30 września 2022

Średnie roczne (%)	Rzeczywisty wzrost PKB, %			Inflacja (CPI, r/r, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>USA</b>	5,8	1,6	0,9	4,7	8,0	3,8
<b>Japonia</b>	1,7	1,6	0,5	-0,2	1,9	0,3
<b>Strefa euro</b>	5,2	2,9	-0,5	2,6	8,4	6,3
Niemcy	2,6	1,5	-0,7	3,2	8,6	6,1
Francja	6,8	2,5	0,0	2,1	6,0	4,6
Włochy	6,6	3,2	-0,5	1,9	7,9	5,6
Hiszpania	5,1	4,5	0,3	3,1	9,5	5,3
<b>Wlk. Brytania</b>	7,4	3,4	-0,5	2,6	9,1	7,6
<b>Chiny</b>	8,1	2,9	5,2	0,9	2,2	2,3
<b>Brazylia</b>	4,6	3,1	1,4	8,3	9,4	4,6
<b>Meksyk</b>	4,8	2,3	0,7	5,7	8,0	5,9
<b>Rosja</b>	4,7	-3,3	-1,5	6,7	13,9	7,5
<b>Indie</b>	9,1	7,3	5,7	5,1	6,8	6,1
<b>Indonezja</b>	3,7	5,2	4,5	1,6	4,5	5,5
<b>RPA</b>	5,5	1,7	1,1	4,6	6,9	5,8
<b>Turcja</b>	11,9	5,3	3,0	19,4	71,7	30,6
<b>Kraje rozwinięte</b>	5,2	2,3	0,5	3,2	7,2	4,3
<b>Kraje wschodzące</b>	6,9	3,8	3,8	4,4	8,6	5,9
<b>Świat</b>	6,2	3,2	2,5	3,9	8,0	5,3

**Prognoza kluczowych stóp procentowych**

Kraje rozwinięte

	6.10.2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
<b>USA</b>	3,13	5,00	4,50	5,00	4,50
<b>Strefa euro</b>	0,75	2,50	2,64	2,75	2,98
<b>Japonia</b>	0,00	-0,10	0,02	-0,1	0,09
<b>Wlk. Brytania</b>	2,25	4,50	5,50	4,75	5,70

Kraje wschodzące

	6.10.2022	Amundi +6 m.	Konsensus +6 m.	Amundi +12 m.	Konsensus +12 m.
<b>Chiny</b>	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
<b>Indie</b>	5,90	6,15	6,20	6,15	6,15
<b>Brazylia</b>	13,75	13,00	13,75	10,50	12,20
<b>Rosja</b>	7,50	7,00	7,40	6,50	7,25

**Prognoza stóp długoterminowych**

Rentowności obligacji 2-letnich

	6.10.2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
<b>USA</b>	4,19	4,50/4,70	4,23	4,30/4,50	4,20
<b>Niemcy</b>	1,78	1,8/2,00	1,85	1,80/2,00	1,73
<b>Japonia</b>	-0,07	-0,10/0,00	-0,04	-0,10/0,00	-0,03
<b>Wlk. Brytania</b>	4,13	3,9/4,10	4,34	3,9/4,10	4,50

Rentowności obligacji 10-letnich

	6.10.2022	Amundi +6 m.	Forward +6 m.	Amundi +12 m.	Forward +12 m.
<b>USA</b>	3,80	4,00/4,20	3,80	3,90/4,10	3,80
<b>Niemcy</b>	2,08	2,30/2,50	2,11	2,30/2,50	2,12
<b>Japonia</b>	0,25	0,10/0,30	0,33	0,10/0,30	0,41
<b>Wlk. Brytania</b>	4,20	3,70/3,90	4,22	3,70/3,90	4,26

**Prognoza dla walut**

	23.09.2022	Amundi I kw. 2023	Konsensus I kw. 2023	Amundi III kw. 2023	Konsensus III kw. 2023
<b>EUR/USD</b>	0,97	0,92	1,02	1,02	1,05
<b>USD/JPY</b>	143	137	134	127	130
<b>EUR/GBP</b>	0,89	0,90	0,86	0,89	0,87
<b>EUR/CHF</b>	0,95	0,91	0,97	0,97	0,99
<b>EUR/NOK</b>	10,30	10,38	9,85	9,94	9,70
<b>EUR/SEK</b>	10,95	11,02	10,53	10,67	10,40
<b>USD/CAD</b>	1,36	1,40	1,29	1,30	1,26
<b>AUD/USD</b>	0,65	0,62	0,70	0,69	0,72
<b>NZD/USD</b>	0,57	0,53	0,62	0,60	0,65
<b>USD/CNY</b>	7,13	7,20	6,92	6,60	6,90

Źródło: Instytut Amundi



## ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE NASZYCH PROGNOZ

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

## METODOLOGIA

### — Scenariusze

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

### — Ryzyko

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

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### 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

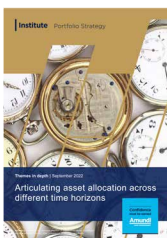
**Themes in depth: Towards a new set of fiscal rules in Europe: an investor view (25-07-2022)**

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

### THEMATIC PAPERS GEOPOLITICS



**Themes in depth: Angst in the global FX village (30-09-2022)**

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

**Themes at a glance: Upheaval in the global FX regime (30-09-2022)**

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

### COMPASS



**Global foreign exchange regime faces winds of change (30-09-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**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



**Time to refocus on bonds - Rethinking portfolios after the great repricing (28-09-2022)**

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

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



**UK market turmoil points towards further volatility in global currencies (28-09-2022)**

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - Amundi Institute - CROSNIER Laurent, Global Head of FX - USARDI Annalisa, Cross Asset Research Senior Macro Strategist - Amundi Institute

**Italy election: no major surprise from the polls, maybe positive for markets (27-09-2022)**

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - FERRARESE Elena, Head of Italian Equity - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

**20-21 September FOMC meeting: the move into restrictive territory (23-09-2022)**

Jonathan DUENSING, Head of US Fixed Income - Timothy ROWE, Director of Multi-Sector Fixed Income - Paresh UPADHYAYA, Director of Fixed Income and Currency Strategy - Alessia BERARDI, Head of Emerging Macro & Strategy Research, Amundi Institute

**ECB meeting: bold rate hike; watch out for more to come (13-09-2022)**

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

**Reassessing the view on Europe: hot questions for investors (13-09-2022)**

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

### WORKING PAPERS



**Fast Filtering with Large Option Panels: Implications for Asset Pricing (04-10-2022)**

DUFAYS Arnaud, EDHEC - JACOBS Kris, Bauer College of Business, University of Houston - LIU Yuguo, University of Houston - ROMBOUTS Jeroen V.K., ESSEC Business School, France

**Real-Time Macro Information and Bond Return Predictability: A Weighted Group Deep Learning Approach (22-09-2022)**

FAN Yinghua, City University of Hong Kong - FENG Guanbao, City University of Hong Kong - FULOP Andras, ESSEC Business School, Paris-Singapore - LI Junye, Fudan University

**Altruism or Self-Interest? ESG and Participation in Employee Share Plan (19-09-2022)**

Marie BRIERE, Head of Investor Intelligence and Academic Partnerships, Amundi Institute - Maxime BONELLI, HEC Paris - François DERRIEN, HEC Paris

### 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

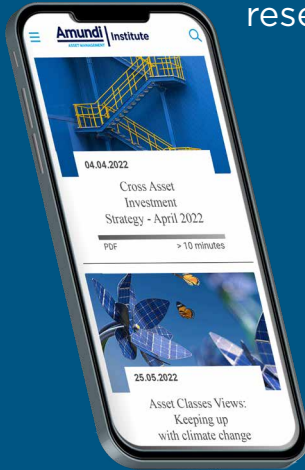








**Dowiedz się więcej**  
**o publikacjach Amundi**  
research-center.amundi.com



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

#### WAŻNE INFORMACJE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

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

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

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

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 6 października 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 wskaźniki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 10 października 2022

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

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - 2018 Bill Dickinson

#### 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

**DROZDIK Patryk**, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

#### Autorzy z Amundi Investment Platforms

**LEMONNIER Patrice**, Szef ds. akcji z rynków wschodzących

**Eric BRARD**, Współszef ds. instrumentów stałodochodowych z rynków wschodzących

#### 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

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

#### 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

**GEORGES Delphine**, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałodochodowych

**HERVÉ Karine**, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych na rynkach wschodzących

**HUANG Claire**, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących

**PANELLI Francesca**, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

**PORTELLI Lorenzo**, Szef ds. badań strategii wieloaktywowych

**USARDI Annalisa**, Starszy specjalista ds. analiz makroekonomicznych strategii wieloaktywowych

**VARTANESYAN Sosi**, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

**DHINGRA Ujjwal**, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

**FIOROT Laura**, Szef Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów