

Institute

Nr 1  
styczeń 2023

# CROSS ASSET Investment Strategy

**POGLĄDY CIO**

**Rajd ulgi raczej nie potrwa zbyt długo**

**INSTYTUT AMUNDI**

- Chiny: powrót do pragmatyzmu
- Problemy niemieckiej gospodarki mogą być dobrą wiadomością dla Europy

**Confidence  
must be earned**

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## Nr 1 – styczeń 2023

## Spis treści

## Globalne perspektywy inwestycyjne

## Poglądy CIO

**Rajd ulgi raczej nie potrwa zbyt długo** s. 3

W środowisku gospodarczym charakteryzującym się wysokim ryzykiem błędów w polityce i znaczącymi rozbieżnościami regionalnymi wymagane jest ostrożne podejście do aktywów ryzykownych – zwłaszcza teraz, gdy wyceny rynkowe nie pozostawiają wiele miejsca na jakiegokolwiek negatywne niespodzianki. Nadal konstruktywnie podchodzimy do obligacji, a w szczególności obligacji skarbowych i wysokiej jakości obligacji korporacyjnych, jak również dostrzegamy możliwości otwierające się na rynkach wschodzących, dla których dolar prawdopodobnie przestanie być przeszkodą.

## Instytut Amundi

**Król dolar traci część blasku** s. 4

Wyższe realne stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych i zacieśnianie polityki przez Fed były filarami dolara w 2022 r. Jakakolwiek zmiana w tym zakresie w 2023 roku może spowodować, że kondycja dolara pogorszy się.

## Portfele zróżnicowane

**Zrealizujcie część zysku i zachowajcie ostrożność u progu 2023 r.** s. 5

W oparciu o agresywne podejście inwestycyjne obniżyliśmy ocenę aktywów ryzykownych ze względu na obawy o to, że obecne odbicie nie jest trwałe.

## Instrumenty stałochodowe

**Aktywność zakresie duracji i czujność w zakresie ryzyka płynności** s. 6

Fed nie wykonał jeszcze swojego zadania, ponieważ inflacja bazowa usług jest nadal „lepką”, co skłania nas do zachowania czujności w odniesieniu do wpływu wyższych stóp procentowych na płynność rynku i spready obligacji korporacyjnych.

## Akcje

**Nie gońcie za odbiciem i zachowajcie równowagę** s. 7

Oczekiwania rynków dotyczące zysków wydają się zbyt optymistyczne i będą musiały zostać zrewidowane w dół, co oznacza konieczność dostosowania prognoz w stosunku do obecnych poziomów.

## Temat miesiąca

**Chiny: powrót do pragmatyzmu** s. 8

Rok 2022 zakończył się nagłym i przyspieszonym ponownym otwarciem gospodarki. W ciągu miesiąca Chiny zrezygnowały z większości ograniczeń związanych z Covidem, zobowiązały się do większego wsparcia rynku mieszkaniowego i ustanowiły politykę prorozwojową. Oczekujemy, że w 2023 r. chińska gospodarka wyróżni się na tle globalnego spowolnienia, przyspieszając w stosunku do niskiej bazy.

## Tematy

**Problemy niemieckiej gospodarki mogą być dobrą wiadomością dla Europy** s. 10

Kryzys energetyczny wywołany wojną na Ukrainie istotnie zmienił wyniki gospodarcze i perspektywy Europy. Poszczególne kraje zostały dotknięte nierównomiernie, w zależności od tego, jak bardzo są uzależnione od rosyjskiego gazu i ropy naftowej. Szczególnie ucierpiał niemiecki przemysł. Poza przemysłem obecnie zagrożony jest jednak cały niemiecki model gospodarczy. W tym artykule przedstawiamy aktualne informacje na temat perspektyw niemieckiej gospodarki na lata 2023–24. Następnie przypominamy, że wyzwania, którym należy sprostać, dotyczą całej Europy i że jedynie skoordynowane podejście na szczeblu UE umożliwi państwom członkowskim poradzenie sobie z nimi. Na tym froncie ostatnie wiadomości zmiernie zmierzają we właściwym kierunku.

## Scenariusze rynkowe i czynniki ryzyka

|   |       |
|---|-------|
| > Scenariusz centralny i scenariusze alternatywne                                 | s. 12 |
| > Najważniejsze czynniki ryzyka   | s. 13 |
| > Portfele wieloaktywowe - stan obecny:<br>wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych | s. 14 |
| > Wnioski z analiz globalnych   | s. 15 |
| > Klasy aktywów – poglądy Amundi  | s. 16 |

## Perspektywa makroekonomiczna

|   |       |
|---|-------|
| > Kraje rozwinięte<br>Prognoza makroekonomiczna                       | s. 17 |
| > Kraje wschodzące<br>Perspektywy makroekonomiczne - Prognozy rynkowe | s. 18 |
| > Prognozy makroekonomiczne i rynkowe                                 | s. 19 |
| > Zastrzeżenie dotyczące naszych prognoz/metodologii                  | s. 20 |
| > Nasze publikacje  | s. 21 |



## POGLĄDY CIO

## Rajd ulgi raczej nie potrwa zbyt długo



**Vincent MORTIER,**  
Szef grupy ds. inwestycji



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

Ogólne nastroje  
związane z ryzykiem

Unikanie ryzyka ◀ Akceptacja ryzyka



W miarę zbliżania się końca roku zaczynamy przyjmować bardziej ostrożne podejście do akcji.

Zmiany w stosunku do  
poprzedniego miesiąca

- ▶ Perspektywa wieloaktywowa: podchodzimy ostrożnie do akcji i mniej pozytywnie do obligacji skarbowych ze Stanów Zjednoczonych, a ponadto wzmacniamy zabezpieczenia.
- ▶ Akcje: bardziej defensywne podejście do rynków rozwiniętych, nieznacznie bardziej pozytywne nastawienie do Chin.
- ▶ Neutralne podejście do chińskich obligacji skarbowych.
- ▶ Ogólne nastawienie do ryzyka to mająca charakter jakościowy opinia na temat ryzyka.

Ogólne nastawienie do ryzyka to jakościowy pogląd na aktywa ryzykowne (obligacje korporacyjne, akcje, surowce) wyrażany przez różne platformy inwestycyjne i omawiany na forum globalnego komitetu inwestycyjnego. Nasze stanowisko może zostać skorygowane w celu odzwierciedlenia wszelkich zmian w otoczeniu rynkowym i gospodarczym.

Odbicie na rynku niedźwiedzia zmaterializowało się, ale dobre dane z amerykańskiego rynku pracy za listopad ostudziły gołębią narrację rynków, tworząc mieszany obraz dla inflacji w Stanach Zjednoczonych — należy pamiętać, że inflacja usług pozostaje „lepka”. Fed ze swojej strony spowolnił tempo podwyżek stóp, ale powtórzył też, że jego zadanie jest dalekie od zakończenia. Uważamy, że banki centralne, w tym EBC, będą stąpać po cienkiej linie, gdyż ryzyko popełnienia błędów jest wysokie.

Z drugiej strony, dostrzegamy rosnące ryzyko geopolityczne w Europie i w Stanach Zjednoczonych. Jeśli chodzi o rynki wschodzące, to przyspieszenie ponownego otwarcia w Chinach powinno zaowocować wcześniejszym niż oczekiwano odbiciem — Europa będzie nadal pogrążona w recesji, a w Stanach Zjednoczonych widoczne będzie wyraźne spowolnienie. Podkreśla to kluczową cechę prognoz na rok 2023: wyraźną regionalną asynchroniczność cykli gospodarczych, która może stwarzać okazje dla inwestorów.

Dla rynków taki kontekst gospodarczy oznacza potwierdzenie korekty pod koniec 2022 r. i w pierwszej połowie 2023 r., w kontekście spowalniającej, ale nadal ponadprzeciętnie wysokiej inflacji. Faza korekty będzie napędzana przez recesję zysków, która zmaterializuje się w pierwszym półroczu. Inwestorzy nie powinni zwiększać ryzyka, ale po niedawnych wzrostach powrócić do bardziej ostrożnego podejścia do akcji i zachować ogólną ostrożność.

- Z perspektywy klas aktywów jesteśmy bardzo aktywni w identyfikowaniu możliwości, jakie stwarzają rozbieżności rynkowe i asynchroniczność polityk monetarnych, które wkrótce zmaterializują się w następstwie spowalniającego wzrostu gospodarczego i spadającej inflacji. Obecnie, po tym, jak odbicie rozegrało się zgodnie z oczekiwaniami, zaczęliśmy ostrożnie podchodzić do akcji, z neutralnym stanowiskiem w Stanach Zjednoczonych i nadal ostrożnym pozycjonowaniem w Europie. Po ostatnim odbiciu ograniczamy również nasze pozytywne podejście do obligacji korporacyjnych, choć pozostajemy umiarkowanie konstruktywni. Uważamy również, że inwestorzy powinni poszukiwać ochrony w oparciu o hedging, obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych i złoto.
- Akcje ze Stanów Zjednoczonych były w ostatnim czasie napędzane raczej przez spadki rentowności głównych obligacji niż przez znaczącą poprawę danych fundamentalnych przedsiębiorstw. Dostrzegamy czynniki ryzyka spadków oraz asymetryczność zwrotów, a w krótkim terminie zwiększamy ostrożność, ponieważ obecne wyceny nie odzwierciedlają ryzyka dla zysków w przypadku recesji. Dlatego też przyjmujemy neutralne stanowisko wobec rynku amerykańskiego. W Europie, która jest bardziej narażona na szok stagflacyjny, utrzymuje się niepewność związana z wojną na Ukrainie. Brak skoordynowanej odpowiedzi z zakresu polityki fiskalnej i monetarnej oraz presja inflacyjna skłoniły nas do przyjęcia jeszcze bardziej defensywnego nastawienia do Europy. W ujęciu względnym utrzymujemy preferencje dla Stanów Zjednoczonych w stosunku do Europy.
- Jeśli chodzi o obligacje skarbowe, rynki nadal obserwują inflację i reakcje Fedu, ale uważamy, że wkrótce uwaga inwestorów zwróci się w stronę obaw związanych ze wzrostem gospodarczym i możliwą recesją. Na razie należy spodziewać się wzrostu stóp. Fed wyjaśnił, że obecnie oczekuje, iż stopa końcowa będzie wyższa niż oczekiwano we wrześniu. To, jak długo bank centralny będzie utrzymywał restrykcyjne stopy, staje się ważniejszą kwestią. Spowalniający wzrost gospodarczy oraz wskazówki dotyczące zmiany wielkości podwyżek stóp wymagają przyjęcia aktywnego podejścia do duracji.
- Rynki obligacji korporacyjnych skorzystały z hossy na rynku niedźwiedzia pomimo wzrostu kosztów finansowania, który może okazać się bolesny zwłaszcza dla przelewarowanych emitentów instrumentów wyskodochodowych z niskimi ratingami. Dane fundamentalne spółek pozostają dobre, ale zasoby środków pieniężnych spadają. W przypadku pogorszenia się sytuacji gospodarczej może ucierpieć zdolność spółek do generowania przepływów pieniężnych, a także ich odporność na presję związaną z refinansowaniem. Sytuacja może się pogorszyć, jeśli banki komercyjne zaostrzą warunki udzielania kredytów, co doprowadzi do wyschnięcia płynności dla firm, gdy będą one potrzebowały refinansowania. Ogólnie rzecz biorąc, jeśli chodzi o obligacje skarbowe, dostrzegamy stosunkowo lepsze okazje związane z klasą inwestycyjną ze Stanów Zjednoczonych w porównaniu z Europą, a ponadto pozostajemy ostrożni w odniesieniu do instrumentów wyskodochodowych.
- Dolar jest kluczową zmienną, którą należy obserwować, zwłaszcza jeśli chodzi o okazje inwestycyjne na rynkach wschodzących. Uważamy, że przeszkody, z którymi borykały się obligacje z rynków wschodzących w 2022 r., w tym roku będą stopniowo zanikać, a na znaczeniu zyskiwać będą specyficzne czynniki związane z poszczególnymi krajami. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do długu denominowanego w twardej walucie, a ponadto uważamy, że część długu denominowanego w walutach lokalnych staje się atrakcyjna, pod warunkiem przyjęcia podejścia selektywnego. Ogólnie rzecz biorąc, plany ponownego otwarcia chińskiej gospodarki będą prawdopodobnie kolejnym pozytywnym katalizatorem dla rynków wschodzących w 2023 r. Ostatnia decyzja chińskiego rządu o zniesieniu niektórych ograniczeń związanych z Covid będzie sprzyjać szybszemu odbiciu gospodarki.



INSTYTUT AMUNDI

## Król dolar traci część blasku



**Monica DEFEND,**  
Szef Instytutu Amundi



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

Wyższe realne stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych i zacieśnianie polityki przez Fed były filarami dolara w 2022 r. Jakakolwiek zmiana w tym zakresie w 2023 roku może spowodować, że kondycja dolara pogorszy się.

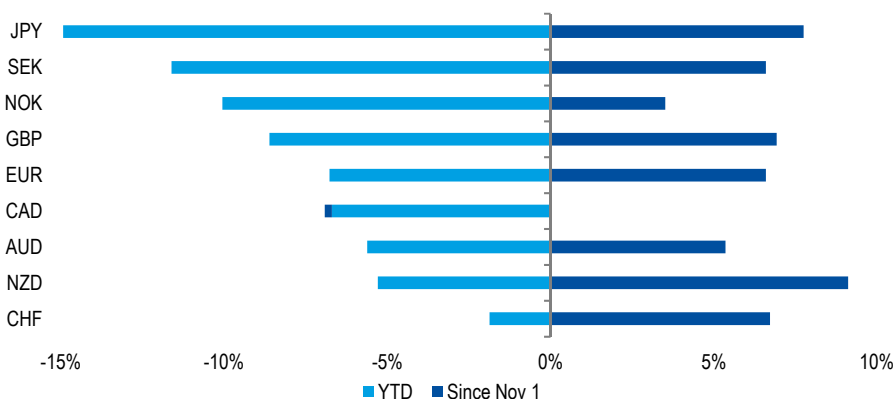
**Cykl USD jest rozciągnięty. Spodziewamy się wyboistej drogi, ale zasadniczo oczekujemy silniejszej deprecjacji w 2023 roku.**

W 2022 r. dolar znajdował się w centrum uwagi inwestorów, notując jeden z najsilniejszych wzrostów w historii. Aktywa wolne od ryzyka staniały, niepewność przerodziła się w zmienność i ucierpiały wszystkie bez wyjątku waluty G10. Pozytywne niespodzianki związane z inflacją w Stanach Zjednoczonych, z Fedem dopuszczającym możliwość niższych podwyżek stóp procentowych, okazały się jednak zimnym prysznicem dla dolara amerykańskiego. USD zaliczył potężną korektę, a obecnie pytanie brzmi, czy trend spadkowy może zostać utrzymany w 2023 roku. **Po pierwsze, przez cały 2022 rok USD był notowany z premią w odniesieniu do fundamentów z trzech głównych powodów, o których piszemy poniżej. Chociaż żaden z tych warunków nie zniknął całkowicie, ostatnie wydarzenia sugerują, że być może przekroczyliśmy szczytowy poziom stresu, co sugeruje mniej korzystne warunki dla dolara w 2023 roku.**

- 1. Fed i jego polityka monetarna mająca na celu poskromienie inflacji** — Fed był w 2022 r. kluczowym źródłem wsparcia dla USD, ponieważ amerykańska gospodarka przez cały rok nie notowała przewagi w zakresie tempa wzrostu. W przeciwieństwie do 2021 r., kiedy wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych zdecydowanie przewyższał ten uzyskany przez pozostałe kraje rozwinięte, wyjątkowość USD była w 2022 r. funkcją dwóch elementów: i) rosnącej przewagi stóp realnych oraz ii) rosnącej wartości amerykańskiej waluty jako środka dywersyfikacji. Na obecnym etapie Fed pozostaje kluczowym czynnikiem do obserwacji w odniesieniu do obu tych aspektów. Uważamy, że jest zbyt wcześnie, aby oczekiwać, że Fed przejdzie do luzowania polityki pieniężnej (co z pewnością wywołałoby powszechną wyprzedaż dolara, gdyż spowodowałoby to erozję jego przewagi w zakresie carry trade). Biorąc pod uwagę obecne odwrócenie krzywej dochodowości w Stanach Zjednoczonych można się jednak spodziewać, że ewentualny niespodziewany wzrost inflacji mógłby szybko ponownie skupić uwagę rynków na kolejnych krokach Fedu (potencjalnej zmianie polityki). Dane historyczne pokazują, że środowisko sprzyjające wzrostowi nachylenia krzywej dochodowości zwykle przekłada się na deprecjację USD.
- 2. Europejski kryzys energetyczny i ryzyko geopolityczne** — skokowy wzrost cen energii był głównym elementem powodującym wzrost kosztów produkcji w strefie euro w 2022 roku. Nasz model parytetu siły nabywczej od pewnego czasu uzasadniał ruch EUR/USD poniżej parytetu w tym roku<sup>1</sup>. We wrześniu ceny gazu zaczęły jednak spadać, a w ślad za nimi podążył październikowy odczyt PPI<sup>2</sup>. Wciąż nie wyszliśmy na prostą (strefa euro nadal znajduje się w niekorzystnej sytuacji konkurencyjnej ze względu na obecne ceny energii, a ryzyko związane z przyszłą zimą pozostaje), ale z obecnej perspektywy znaczące odbicie dolara jest istotnie mniej prawdopodobne.
- 3. Ponowne otwarcie Chin, globalny wzrost gospodarczy i wpływ USD** — chińska polityka „zero Covid” z pewnością była hamulcem dla globalnego wzrostu gospodarczego w 2022 roku, a ze względu na inercję trudno jest zakładać, że w najbliższym czasie jej wpływ istotnie zmaleje. Dolar pozostaje aktywem antycyklicznym, które zwykle ma tendencję do umacniania się, gdy wzrost gospodarczy spowalnia, a banki centralne nie dostarczają bodźców reflacyjnych. Mimo to szersze ponowne otwarcie Chin, jako scenariusz bazowy na II półrocze 2023 r., wywarłoby pozytywny wpływ na światową gospodarkę. A kiedy cykl mija minimum, dolar zwykle przestaje zyskiwać.

**Konsekwencje dla inwestycji:** Pozytywne zaskoczenie inflacją w Stanach Zjednoczonych wywołało gwałtowną i powszechną reakcję reflacyjną na rynkach walut krajów rozwiniętych. Spodziewamy się znaczącej niepewności, ponieważ USD pozostaje wysoce dochodowym aktywem antycyklicznym. Niska premia za ryzyko sugeruje jednak ograniczanie ryzyka związanego z USD na obecnym ostatnim etapie cyklu. Dlatego też nadal uważamy, że jen i frank szwajcarski są najbezpieczniejszymi walutami dla inwestorów zmniejszających pozycje na dolarze. W dalszej perspektywie spodziewamy się wyraźniejszej deprecjacji, utrzymującej się do drugiego półrocza 2023 r.

### Większość walut G10 wzrosła ostatnio w stosunku do USD



Source: Amundi Institute as of 14 December 2022. G10 FX spot performance vs the USD.

<sup>1</sup> Model parytetu siły nabywczej uwzględnia różnice poziomów CPI, PPI i CPI/PPI.

<sup>2</sup> Podawana przez Eurostat inflacja produkcyjna PPI w strefie euro dla przemysłu bez sektora budowlanego spadła w październiku o 2,9% miesiąc do miesiąca.





PORTFELE  
ZRÓŻNICOWANE

## Zrealizujcie część zysku i zachowajcie ostrożność u progu 2023 r.



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



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

W oparciu o agresywne podejście inwestycyjne obniżyliśmy ocenę aktywów ryzykownych ze względu na obawy o to, że obecne odbicie nie jest trwałe.

Trendy w zakresie inflacji i wzrostu gospodarczego oraz ich wpływ na zacieśnianie polityki pieniężnej były najważniejszymi czynnikami wpływającymi na rynek. Chociaż popyt wewnętrzny okazał się wyższy niż oczekiwano – zwłaszcza w Europie w ostatnim czasie – utrzymują się obawy o spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Europie. **W połączeniu z ryzykiem recesji zysków oznacza to, że inwestorzy powinni zachować ostrożność w stosunku do akcji i obligacji korporacyjnych oraz zwiększyć zabezpieczenia.** Z drugiej strony, krzywe dochodowości w wybranych krajach rozwiniętych stwarzają możliwości w kontekście ewoluującej narracji polityki monetarnej, co pozwoliło nam również skorygować nasz pogląd na dolara. Ogólnie rzecz biorąc, inwestorzy powinni rozważyć utrzymanie dywersyfikacji w celu ochrony przed inflacją i ewentualnym spowolnieniem gospodarczym.

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

**Po ostatnim odbiciu zaczynamy podchodzić bardziej pesymistycznie do akcji amerykańskich i europejskich.** Europa jest regionem bardziej cyklicznym i dlatego będzie bardziej (niż Stany Zjednoczone) dotknięta spowolnieniem globalnego wzrostu gospodarczego i kryzysem energetycznym, co skłania nas do dalszego **preferowania Stanów Zjednoczonych w stosunku do Europy.** Ponadto utrzymujemy preferencje dla spółek o małej kapitalizacji w stosunku do większych firm, biorąc pod uwagę to, że te pierwsze są obecnie skrajnie przecenione. **Jeśli chodzi o rynki wschodzące, utrzymujemy na razie neutralne stanowisko wobec Chin,** ponieważ oceniamy nową politykę ponownego otwarcia i jej wpływ na aktywność gospodarczą.

**Jeśli chodzi o durację, pozostajemy konstruktywni wobec obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych** w obliczu zwalnającej inflacji i utrzymujących się czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego. Jednocześnie dostrzegamy okazje związane z krzywą dochodowości – na przykład w Kanadzie. Spowolnienie tempa wzrostu inflacji oraz spadek znaczenia wąskich gardeł w globalnym łańcuchu dostaw mogą wpłynąć na politykę pieniężną.

Jeśli chodzi o Europę, utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie **do spreadów między 10-letnimi włoskimi obligacjami BTP a ich niemieckimi odpowiednikami (Bundami).** Za poglądem tym przemawiają dodatnia korelacja

włoskich rentowności ze spadającymi rentownościami z rdzenia strefy euro, atrakcyjne wyceny i pozycjonowanie oraz ujemna emisja netto włoskiego długu.

**Jeśli chodzi o obligacje skarbowe, to po spadku spreadów przyjęliśmy bardziej pesymistyczne nastawienie do obligacji klasy inwestycyjnej ze Stanów Zjednoczonych – nie podchodzimy już do nich pozytywnie.** Choć inflacja spowalnia, pozostaje powyżej celu Fedu, co sugeruje, że może on utrzymać dłuższy cykl zacieśniania, wpływając na warunki finansowe. W Europie utrzymujemy preferencje dla klasy inwestycyjnej w stosunku do instrumentów wysokodochodowych, ponieważ te drugie są bardziej wrażliwe na potencjalne pogorszenie sytuacji gospodarczej i perspektywy niewypłacalności.

**Jeśli chodzi o waluty, skorygowaliśmy już nasze poglądy i nie jesteśmy już pozytywnie nastawieni do pary USD/EUR** ze względu na sygnały świadczące o mniej agresywnym zacieśnianiu polityki pieniężnej przez Fed (choć nie można jeszcze mówić o jego gołębiej postawie). Podtrzymujemy konstruktywne nastawienie do pary USD/GBP. Cykliczność funta, słabszy wzrost gospodarczy w Wielkiej Brytanii i niskie realne stopy procentowe w tym kraju (w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi) stanowią przeszkody. CAD, kolejna waluta cykliczna, może być pod presją ze względu na spowalniający wzrost gospodarczy, co skłania nas do utrzymania pozytywnego podejścia do pary NOK/CAD. Podtrzymujemy również nasze pozytywne spojrzenie na waluty uważane za „bezpieczne przystanie”, a w szczególności na pary CHF/GBP oraz JPY/EUR. Zmiana dynamiki USD wpływa również na nasze poglądy na temat walut z rynków wschodzących. W przypadku pary BRL/ZAR nie jesteśmy już negatywnie nastawieni do ZAR, ale uważamy, że inwestorzy powinni rozważyć utrzymanie ekspozycji na brazylijską walutę, ponieważ Brazylia nadal ma pozytywne perspektywy długoterminowe.

### Czynniki ryzyka i hedging

Spowolnienie wzrostu gospodarczego i wysoka inflacja wymagają skutecznej dywersyfikacji i zabezpieczenia, co skłania nas do utrzymania pozytywnego podejścia do złota oraz umiarkowanie pozytywnego nastawienia do ropy naftowej. Inwestorzy powinni również utrzymywać zabezpieczenia posiadanych akcji oraz wzmacniać zabezpieczenia instrumentów wysokodochodowych ze Stanów Zjednoczonych.

### 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 przekonań (+/+/+/+). Ocena ta może ulec zmianie i uwzględnić wpływ komponentów stanowiących zabezpieczenia.

FX = rynek walutowy, IG = klasa inwestycyjna, HY = instrumenty wysokodochodowe, CBS = banki centralne, BTP = włoskie obligacje skarbowe

INSTRUMENTY  
STAŁODOCHODOWE

## Aktywność zakresie duracji i czujność w zakresie ryzyka płynności



**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

Fed nie wykonał jeszcze swojego zadania, ponieważ inflacja bazowa usług jest nadal „lepka”, co skłania nas do zachowania czujności w odniesieniu do wpływu wyższych stóp procentowych na płynność rynku i spready obligacji korporacyjnych.

Chociaż inflacja pozostaje wysoka, wydaje się, że osiągnęła szczyt w Stanach Zjednoczonych, a także, do pewnego stopnia, w Europie. Wraz z komentarzami Fedu i EBC na temat stóp procentowych wywiera to istotny wpływ na rentowność głównych obligacji oraz aktywa ryzykowne. Ryzyko związane z utratą wiarygodności i rozluźnieniem warunków finansowych w sytuacji, gdy banki centralne starają się okiełznać inflację, jest jednak wysokie. **W związku z tym prawdopodobnie utrzymają one trajektorię zacieśniania, nawet jeśli zwolni tempo podwyżek stóp ze względu na pogarszające się perspektywy gospodarcze.** Z drugiej strony, malejące salda środków pieniężnych w bilansach przedsiębiorstw, banki zaostrzające standardy udzielania kredytów oraz ryzyko niewykonania zobowiązań w przypadku najbardziej zadłużonych firm oznaczają, że refinansowanie może stać się problematyczne. **W rezultacie, przy ogólnie ostrożnym nastawieniu, utrzymujemy podejście selektywne, zwracając uwagę na możliwości związane z selekcją oddolną na rynkach obligacji klasy inwestycyjnej w Stanach Zjednoczonych oraz instrumentów wysokodochodowych z rynków wschodzących.**

### Światowe i europejskie instrumenty stałodochodowe

W związku z tym, że narracje banków centralnych dotyczące polityki pieniężnej nadal ewoluują, pozostajemy aktywni w zakresie duracji i zachowujemy umiarkowaną ostrożność, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, w Europie (w tym w Wielkiej Brytanii) oraz w Japonii. Analizujemy również możliwości związane z różnymi krzywymi dochodowości i nieznacznie ograniczamy oczekiwania dotyczące spłaszczenia krzywej w Europie. W przypadku długu z peryferii strefy euro utrzymujemy stanowisko zbliżone do neutralnego. Choć dostrzegamy pozytywne nastawienie rynków związane z tym, że banki centralne pokazują gotowość do ograniczenia skali przyszłych podwyżek stóp, pozostajemy sceptyczni w związku z ryzykiem na rynku obligacji korporacyjnych. Utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie, preferując dług podporządkowany z sektora finansowego klasy inwestycyjnej oraz dług podporządkowany z sektora finansowego ze strefy euro. Unikamy jednak spółek wysoko lewarowanych ze względu na spadające zasoby gotówki i ciągłe obawy o zyski. W szczególności pozostajemy ostrożni w stosunku do instrumentów wysokodochodowych.

### Instrumenty stałodochodowe ze Stanów Zjednoczonych

Sygnaly mają mieszany charakter: zatrudnienie jest odporne, podobnie jak bilanse konsumentów, ale podaż pieniądza jest słaba, a krzywe dochodowości odwrócone. Inflacja bazowa usług pozostaje „lepka”, co powinno skłonić Fed do kontynuacji zacieśniania polityki pieniężnej. W tym kontekście pozostajemy aktywni w zakresie duracji, z nastawieniem na neutralność. Mamy podobne, aktywne podejście do obligacji skarbowych indeksowanych inflacją, które wyglądają na rozsądnie wycenione. W przypadku obligacji korporacyjnych utrzymujemy podejście wysoce selektywne, preferując spółki finansowe w stosunku do przemysłowych i skupiając się na płynności. Ogólnie rzecz biorąc, preferujemy segmenty wyższej jakości. Jeśli chodzi o obligacje sekurytyzacyjne, to biorąc pod uwagę zmienność stóp procentowych, inwestorzy powinni zachowywać elastyczność — zwłaszcza w przypadku agencyjnych papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS). Choć kondycja finansowa konsumentów nadal jest dobra, mogą oni odczuwać presję w związku z wyczerpywaniem się nadwyżek oszczędności.

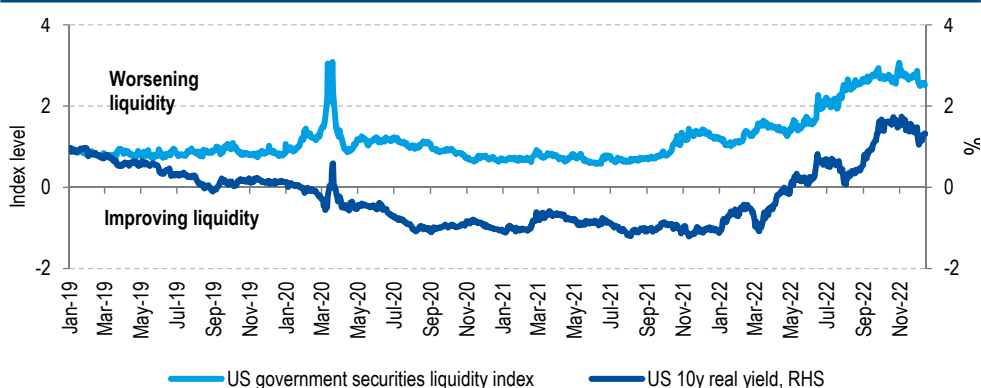
### Obligacje z rynków wschodzących

Dostrzegamy okazje w 2023 r. związane z pewną stabilizacją głównych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Spready oferują obecnie przekonujące punkty wejścia w przypadku obligacji denominowanych w twardej walucie, ale i papiery denominowane w walutach lokalnych mają atrakcyjne wyceny. Na bieżącym etapie oceniamy, jak potencjalne osłabienie dolara i ponowne otwarcie Chin może wpłynąć na chińskie obligacje. Jeśli chodzi o Amerykę Łacińską jesteśmy pozytywnie nastawieni do Brazylii, ale monitorujemy rozwój sytuacji politycznej.

### Waluty

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do dolara, ale narracja o szczytowej inflacji każe nam nieznacznie zrewidować ten pogląd. Jeśli chodzi o rynki wschodzące, zaczęliśmy jeszcze bardziej pozytywnie podchodzić do pary BRL/USD. Waluty z Ameryki Łacińskiej oferują atrakcyjne okazje do carry trade i powinny korzystać z wszelkich zmian trendu dolara. Utrzymujemy pozytywne nastawienie do MXN, ale ostrożne do TWD i HUF.

### Należy uważać na pogarszające się warunki płynnościowe



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 13 December 2022.

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



## AKCJE

## Nie gońcie za odbiciem i zachowajcie równowagę

Kasper ELMGREEN,  
Szef ds. akcjiYerlan SYZDYKOV,  
Globalny szef ds. rynków  
wschodzącychKenneth J. TAUBES,  
Szef (CIO) ds. zarządzania  
inwestycjami w Stanach  
Zjednoczonych

Oczekiwania rynków dotyczące zysków wydają się zbyt optymistyczne i będą musiały zostać zrewidowane w dół, co oznacza konieczność dostosowania prognoz w stosunku do obecnych poziomów.

## Ocena ogólna

Odbicie na akcjach wydaje się odzwierciedlać ulgę po sygnałach Fedu oraz optymizm związany z ponownym otwarciem Chin. Odporność ta może jednak osiągnąć swój limit ze względu na presję na marże i spowalniający popyt (wpływający na przychody). Jeśli chodzi o pierwszy z tych czynników, uważamy, że koszty będą rosły z perspektywy strukturalnej i cyklicznej, a jednocześnie marże powinny spadać, ponieważ konsumenci ograniczają wydatki, aby przeciwdziałać skutkom utrzymującej się wysokiej inflacji. **W związku z tym dostrzegamy znaczne rozbieżności w wycenach i perspektywach zysków, co wymaga przyjęcia selektywnego podejścia.** Ponadto preferujemy akcje z segmentu „wartości”, spółki wysokiej jakości i spółki dywidendowe — walory te należy dobrać z uwzględnieniem solidnej analizy oddolnej.

## Akcje europejskie

Przyjmujemy bardziej zrównoważone podejście dwutorowe — podchodzimy pozytywnie do charakteryzujących się wysoką jakością sektorów cyklicznych, takich jak przemysł i finanse (jako propozycji bardziej konstruktywnych). **Aktywnie dostosowujemy jednak nasze poglądy do zmian rynkowych.** Na przykład realizujemy zysk z niektórych spółek przemysłowych, biorąc pod uwagę ich dobre wyniki. Z drugiej strony, analizujemy również specyficzne sytuacje niektórych spółek, które zostały nadmiernie „ukarane” przez rynki. Jeśli chodzi o drugi kraniec spektrum, jesteśmy **konstruktywnie nastawieni do atrakcyjnie wycenianych spółek defensywnych z sektora konsumenckich dóbr podstawowych, choć przyjmujemy też bardziej ostrożne nastawienie do spółek oferujących pozostałe dobra konsumenckie.** Co ważne, w sytuacji gdy Europa stoi w obliczu kryzysu energetycznego, uważamy, że postępowanie w zakresie inwestycji związanych z ESG powinien być kontynuowany. W rzeczywistości, jest to czas na zidentyfikowanie spółek, które mają potencjał poprawy swoich wyników w zakresie ESG i jako takie mogą wynagrodzić inwestorów. Ogólnie rzecz biorąc, nadal priorytetowo traktujemy kondycję bilansów.

## Akcje ze Stanów Zjednoczonych

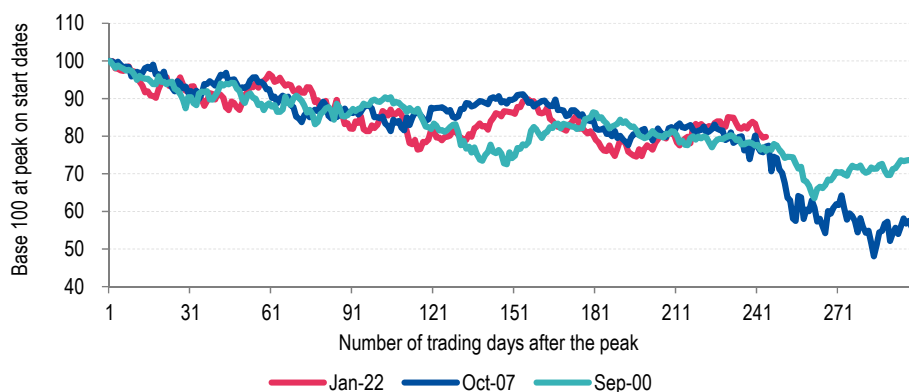
**Firmy mogą mieć do czynienia ze spadkiem marż, ponieważ zatrudnienie utrzymuje się na wysokim poziomie, płace rosną, a dolar nadal stwarza problemy.** Jeśli dezinflacja towarów będzie postępować, presja ta może się nasilić. W efekcie ogólne oczekiwania rynku dotyczące zysków w 2023 roku są wciąż zbyt wysokie. Teraz jest czas na selekcję akcji, odsiewanie drogich spółek — głównie dużych — oraz uważne ocenianie potencjału zysków i odporności modeli biznesowych. Obecne rozproszenie wycen powinno również wspierać **kontynuację przewagi segmentu „wartości” nad spółkami wzrostowymi.** Na poziomie sektorowym przyjmujemy bardziej zrównoważone podejście do konsumenckich dóbr luksusowych, a zwłaszcza firm usługowych i detalistów. Ma to związek z tym, że pomimo pozytywnych wyników części ankietowych badań konsumentów widzimy, iż zwracają się oni ku tańszym produktom, aby poradzić sobie z presją na dochody. Z drugiej strony, **pozytywnie oceniamy banki o stabilnych stopach zwrotu oraz niektóre akcje z sektora ochrony zdrowia.**

## Akcje z rynków wschodzących

**Szybsze niż oczekiwano wycofanie się Chin z polityki „zero Covid” może okazać się punktem zwrotnym dla akcji z rynków wschodzących.** Przemawiają za tym atrakcyjne wyceny oraz ograniczony opór ze strony dolara. Mimo to przyjmujemy podejście wysoce selektywne i utrzymujemy elastyczne stanowisko — w rezultacie **przyjęliśmy bardziej pozytywne podejście do akcji z Chin,** a jednocześnie monitorujemy rozwój sytuacji politycznej w Brazylii.

Na poziomie sektorowym preferujemy energię w stosunku do materiałów, a także nieruchomości i sektor konsumenckich dóbr luksusowych (zwłaszcza w Chinach, w związku z ożywieniem po rezygnacji z restrykcji sanitarnych).

## Trend S&amp;P 500 po szczytach: styczeń 2022, październik 2007, wrzesień 2000



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 20 December 2022. Starting point of 100 shows the peak for the index on January 2022, October 2007 and September 2000.





## TEMAT MIESIĄCA

## Chiny: powrót do pragmatyzmu

Rok 2022 zakończył się nagłym i przyspieszonym ponownym otwarciem gospodarki. W ciągu miesiąca Chiny zrezygnowały z większości ograniczeń związanych z Covidem, zobowiązały się do większego wsparcia rynku mieszkaniowego i ustanowiły politykę prorozwojową. Oczekujemy, że w 2023 r. chińska gospodarka wyróżni się na tle globalnego spowolnienia, przyspieszając w stosunku do niskiej bazy.



Claire HUANG

Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących, Instytut Amundi

## Przyspieszone ponowne otwarcie

Chińscy przywódcy początkowo przewidywali, że wdrożona 12 listopada zoptymalizowana polityka „zero Covid” (obejmująca 20 środków) stanie się skutecznym narzędziem pozwalającym na osiągnięcie właściwej równowagi między wzrostem gospodarczym a zwalczaniem epidemii. Ponieważ jednak wariant omikron jest szczególnie zaraźliwy, środki te nie zapobiegły szybkiemu rozprzestrzenianiu się wirusa i mnożeniu się przypadków w całym kraju. Tymczasem wdrożenie nowej polityki spowodowało dezorientację władz lokalnych. Większość z nich optowała za zaostrożeniem restrykcji w celu spłaszczenia krzywej infekcji. Aktywność gospodarcza utrzymywała się na niskim poziomie, a niepokoje społeczne rosły w kontekście źle prowadzonej polityki walki z Covid. Optymalizacja polityki „zero Covid” ostatecznie okazała się nieskuteczna w powstrzymaniu epidemii, a Chiny zdecydowały się zaangażować w przyspieszony proces ponownego otwarcia, zamiast powracać do drakońskich środków sanitarnych. Z końcem listopada zrezygnowano z wymagań dotyczących testów dla większości podróżnych, zezwolono na kwarantannę domową dla osób z pozytywnymi wynikami testów i wprowadzono drugą dawkę przypominającą dla seniorów.

Tak wczesne i szybkie ponowne otwarcie zaskoczyło mieszkańców i rynek, ponieważ system opieki zdrowotnej jest jeszcze daleki od gotowości na tego typu wyzwania. Dlatego początkowa faza

ponownego otwarcia będzie chaotyczna i będzie jej towarzyszył wzrost liczby hospitalizacji oraz spadek mobilności. Już teraz występują niedobory niektórych leków. Nie oczekujemy jednak, że chiński rząd się wycofa. Władze Chin przekroczyły Rubikon. Obecnie priorytetem jest ponowne skoncentrowanie ograniczonych zasobów medycznych na osobach, które ich najbardziej potrzebują, a także przyspieszenie kampanii szczepień uzupełniających seniorów. Wkrótce samorządy będą musiały zrezygnować z większości ograniczeń. Władze ogłosiły odstąpienie od zasad kwarantanny dla zagranicznych gości z dniem 8 stycznia — tuż przed świętem chińskiego Nowego Roku (22 stycznia), czyli znacznie wcześniej niż spodziewaliśmy się jeszcze miesiąc temu.

## Pełne ponowne otwarcie wydaje się obecnie prawdopodobne przed końcem pierwszego kwartału.

Szczyty infekcji będą następowały po sobie w różnych terminach w poszczególnych regionach. Na przykład Pekin, który padł ofiarą epidemii jako pierwszy, ma również być również pierwszym regionem, w którym nastąpi szczyt zachorowań. Większość miast w Chinach odnotuje jednak szczyt pierwszej fali do połowy stycznia, a koniec pierwszej fali do marca. Spodziewamy się, że większość ograniczeń zostanie zniesiona po święcie chińskiego Nowego Roku (koniec stycznia). Powrót do pracy powinien rozpocząć się w lutym, a pełna produkcja powinna zostać przywrócona w marcu.

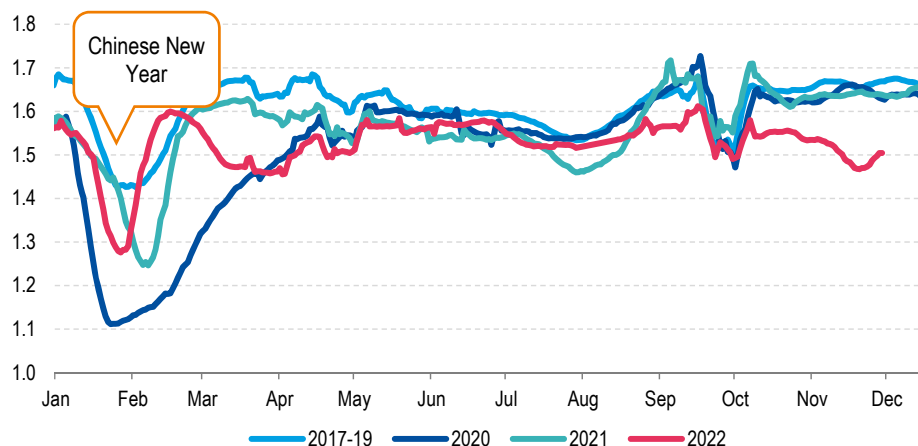
Pełne ponowne otwarcie wydaje się obecnie prawdopodobne przed końcem pierwszego kwartału.

## Zimowa recesja, a po niej odbicie na wiosnę

Rzeczywistość wygląda obecnie raczej ponuro. W listopadzie wzrost gospodarczy ponownie się załamał, co było spowodowane dodatkowymi ograniczeniami wprowadzonymi przez samorządy tuż po Kongresie KPCh. Najbardziej ucierpiały konsumpcja i sektor usług. Dane dotyczące mobilności (Wykres 1) zaczęły się poprawiać pod koniec listopada, ale poprawa ta spowolniła i prawdopodobnie zatrzyma

się z powodu wzrostu liczby infekcji. Doświadczenia innych gospodarek azjatyckich pokazują, że na znaczące ożywienie potrzeba od dwóch do trzech miesięcy od decyzji o ponownym otwarciu gospodarki. Ponadto, biorąc pod uwagę spowolnienie aktywności podczas świąt chińskiego Nowego Roku, oczekujemy słabego wzrostu do lutego 2023 r. Znaczące ożywienie nastąpi w marcu i w II kwartale 2023 roku.

## 1/ Mobilność chińskich gospodarstw domowych



Source: Amundi Institute, Wind. Data is as of 20 December 2022.





TEMAT MIESIĄCA

Szeroko zakrojona zmiana polityki w celu wsparcia wzrostu gospodarczego

Polityka prorozwojowa na rok 2023

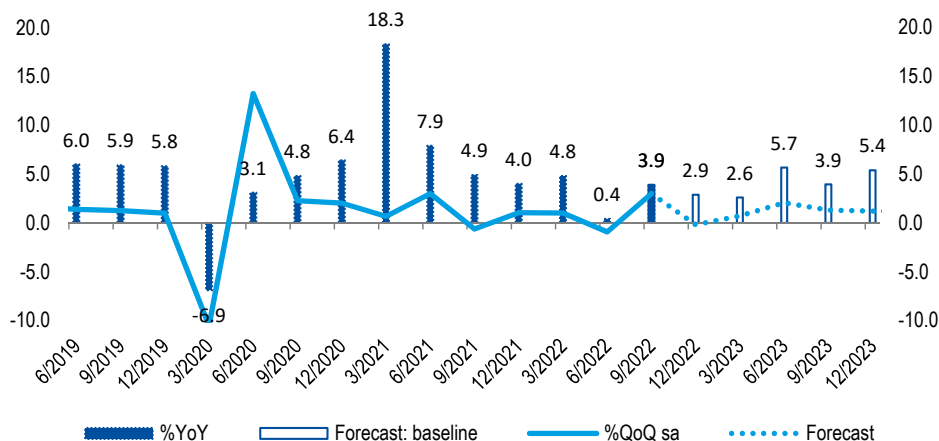
Oprócz informacji o ponownym otwarciu, Centralna Konferencja ds. Prac Gospodarczych (CEWC), która odbyła się w dniach 15-16 grudnia, przyniosła decyzje o szerszym przeorientowaniu polityki na rzecz wsparcia wzrostu gospodarczego. Warto zauważyć, że przywódcy stwierdzili, iż fundamentalne znaczenie mają ożywienie oczekiwań oraz poprawa zaufania. Zauważamy w szczególności wyraźny zwrot w zakresie polityki wobec platform internetowych, poprzez uznanie ich roli w tworzeniu miejsc pracy oraz wspieranie ich globalnej konkurencyjności.

Jeśli chodzi o politykę makroekonomiczną, uczestnicy konferencji wezwali do zwiększenia wydatków fiskalnych oraz prowadzenia dostosowawczej, ale bardziej ukierunkowanej polityki pieniężnej, ze szczególnym uwzględnieniem małych i mikroprzedsiębiorstw, innowacji technologicznych oraz transformacji ekologicznej. Jako priorytet dla rozwoju popytu wewnętrznego wskazano wsparcie konsumpcji, zwłaszcza związanej z modernizacją mieszkań, pojazdami elektrycznymi oraz usługami opiekuńczymi dla osób starszych. **Oznacza to mniejszą rolę inwestycji w infrastrukturę, które nie są już niezbędne jako bufor chroniący przed presją spadkową na wzrost gospodarczy.**

Jednocześnie oficjalnie zakończyły się działania mające na celu „schłodzenie” rynku mieszkaniowego. Nowy kierunek polityki ustabilizował rynek i ożywił sprzedaż mieszkań, budownictwo i transakcje gruntowe po gwałtownym spowolnieniu. Uznając, że kryzys mieszkaniowy ma charakter systemowy, a rola nieruchomości w gospodarce jest kluczowa, władze planują promować finalizację projektów, zachęcać do fuzji i przejęć, zaspokajając popyt deweloperów na finansowanie i rozwiązywać problemy związane z ryzykiem, z którymi borykają się najbardziej znane firmy. Oczekujemy, że wraz z powrotem rynku mieszkaniowego do stabilności i ponownym otwarciem gospodarczym wzrost PKB Chin przyspieszy w stosunku do niskiej bazy z 2022 roku. Trajektoria ożywienia będzie chwiejna i będzie zależeć od tego, jak decydenci będą zarządzać przebiegiem ponownego otwarcia gospodarki. **Dostępne dane świadczą o tym, że preferują krótkotrwałe, choć dotkliwe rozwój sytuacji w pozostałej części roku 2023.**

Sfinalizowano dn. 20 grudnia 2022.

2/ Prognozy wzrostu PKB w Chinach



Source: Amundi Institute, CEIC. Data is as of 20 December 2022.



## TEMATY



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

*Ze względu na wysoką inflację oraz spadek zaufania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw perspektywy pozostają niepewne, przy czym istnieje ryzyko racjonowania gazu w okresie zimowym, które mogłoby spowodować dalszy spadek produkcji.*

## Problemy niemieckiej gospodarki mogą być dobrą wiadomością dla Europy

Kryzys energetyczny wywołany wojną na Ukrainie istotnie zmienił wyniki gospodarcze i perspektywy Europy. Poszczególne kraje zostały dotknięte nierównomiernie, w zależności od tego, jak bardzo są uzależnione od rosyjskiego gazu i ropy naftowej. Szczególnie ucierpiał niemiecki przemysł. Poza przemysłem obecnie zagrożony jest jednak cały niemiecki model gospodarczy. W tym artykule przedstawiamy aktualne informacje na temat perspektyw niemieckiej gospodarki na lata 2023–24. Następnie przypominamy, że wyzwania, którym należy sprostać, dotyczą całej Europy i że jedynie skoordynowane podejście na szczeblu UE umożliwi państwom członkowskim poradzenie sobie z nimi. Na tym froncie ostatnie wiadomości zmiernają we właściwym kierunku.

### Sedno kryzysu energetycznego: Niemcy mają skomplikowany problem

Gospodarka była nadmiernie uzależniona od rosyjskiego gazu, ropy i węgla. Niemcy, podobnie jak wszystkie kraje europejskie, muszą teraz dokonać przeglądu swojego mixu energetycznego. Jest oczywiste, że Niemcy nigdy nie wrócą do zależności od Rosji. Dywersyfikacja dostawców energii jest konieczna, ale jej wdrożenie zajmie im lata. W krótkim okresie, mimo zapewnienia magazynów gazu w 100%, zużycie gazu w gospodarstwach domowych musi spaść o 20%. W przeciwnym

razie niedobory gazu w okresie zimowym będą nieuniknione.

**Przemysł ograniczył już zużycie gazu o około 25% (w stosunku do średniej z lat 2018-2021), m.in. poprzez ograniczenie produkcji w niektórych branżach.** Ograniczono produkcję energii elektrycznej z gazu i zastąpiono ją energią z reaktywanych elektrowni węglowych. Ostatnie trzy elektrownie jądrowe, które miały zostać zamknięte na początku 2023 roku, będą działać do połowy kwietnia 2023 roku.

### Recesja jest prawdopodobnie nieunikniona w krótkim okresie, ale powinna okazać się krótkotrwała

Ceny energii nadal będą mieć decydujący wpływ na prognozy. **Ze względu na wysoką inflację oraz spadek zaufania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw perspektywy pozostają niepewne, przy czym istnieje ryzyko racjonowania gazu w okresie zimowym, które mogłoby spowodować dalszy spadek produkcji przemysłowej.** W krótkim okresie osłabieniu uległy czynniki napędzające popyt wewnętrzny (konsumpcja i inwestycje). Wysokie ceny energii wywierają negatywny wpływ na przemysł, budownictwo i inwestycje. Tymczasem inflacja zmniejsza realne dochody i oszczędności, a tym samym konsumpcję, mimo wysokiej nadwyżki oszczędności. Płace realne spadają mimo wzrostu wynagrodzeń i dobrej sytuacji

na rynku pracy (niedobory siły roboczej nasiliły się mimo przyjęcia miliona uchodźców z Ukrainy – liczby odpowiadającej 1,2% populacji Niemiec).

Na froncie zewnętrznym sytuacja nie jest dużo lepsza. Utrata konkurencyjności i słabnący globalny wzrost gospodarczy obciążają eksport, podczas gdy wartość importu wzrosła wraz z rachunkami za energię. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących zmniejszyła się o połowę, z 7,5% PKB w 2021 r. do około 3,5% PKB w 2022 r., a w 2023 r. ma dalej spadać. W rezultacie wynik handlowy netto, który od początku roku negatywnie przyczynił się do wzrostu, w 2023 roku nadal będzie problemem. Recesja wydaje się nieunikniona w krótkim okresie, pomimo odporności obserwowanej w 2022 r.<sup>1</sup>

### Recesja powinna jednak zostać opanowana dzięki ekspansywnej polityce fiskalnej

Wdrożono trzy pakiety wsparcia energetycznego, szacowane na 95 mld EUR (2,6% PKB) w wydatkach bezpośrednich, a także fundusz wsparcia energetycznego o wartości 200 mld EUR (5,5% PKB) – ich celem jest złagodzenie wpływu rosnących kosztów energii na przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe, w tym powstrzymanie wzrostu cen gazu. W październiku obniżono stawkę VAT na gaz z 19% do 7%. Należy jednak

zauważyć, że wskaźniki zadłużenia uległy jedynie niewielkiemu pogorszeniu dzięki dodatkowym wpływom z podatków generowanym przez inflację oraz wyższy nominalny PKB. Szacuje się, że w 2022 r. deficyt budżetowy wyniesie około 3% PKB, a w 2023 r. będzie tylko nieznacznie wyższy, natomiast relacja długu do PKB ma spaść poniżej 69% PKB.

### W perspektywie średnioterminowej ambitne cele klimatyczne i polityczne powinny wspierać wzrost gospodarczy

Rząd planuje zainwestować około 200 mld euro do 2026 r., stosując zachęty podatkowe w celu przyciągnięcia inwestycji prywatnych, a także zwiększyć wydatki na wojsko o 100 mld euro w ciągu najbliższych kilku lat. Wsparcie dla wzrostu gospodarczego będzie ograniczane przez moce przerobowe w sektorze budowlanym, a bardzo długie i złożone procedury planowania

i zatwierdzania spowolnią wydatkowanie środków. Należy pamiętać, że takie finansowane długiem inwestycje, podobnie jak fundusz wsparcia energetycznego, będą zaliczane do budżetów pomocniczych, których wydatki są wyłączone z mającego powrócić w tym roku limitu długu publicznego.

<sup>1</sup> Nasze prognozy wzrostu PKB: 1,8% w 2022 r., -0,7% w 2023 r. i 0,9% w 2024 r. Nasze prognozy inflacji: 9,0% w 2022 r., 7,6% w 2023 r. i 2,9% w 2024 r. Prognozy sporządzono na dzień 28 grudnia 2022 r.



## TEMATY

*Kryzys energetyczny nie zakończy się wraz z zaprzestaniem działań wojennych na Ukrainie. Uważamy, że ceny gazu w 2023 roku ponownie wzrosną, napędzane wysokim popytem i niską podażą.*

*Podobnie jak w przypadku wszystkich dotychczasowych europejskich kryzysów, kryzys energetyczny może pomóc instytucjom europejskim w osiągnięciu postępu — nie wspominając o tym, że prawdopodobnie przyspieszy on transformację energetyczną w nadchodzących latach.*

## Umiarkowane ożywienie spodziewane jest w latach 2023–24

Po pierwsze, w 2023 r. inflacja spowolni, ale pozostanie wysoka ze względu na przenoszenie cen energii i producentów na konsumentów, deprecjację euro oraz rosnącą presję płacową. Po drugie, inwestycje powinny w końcu powrócić, napędzane wysokimi oszczędnościami przedsiębiorstw, potrzebami inwestycyjnymi związanymi z przenoszeniem łańcuchów wartości, niezbędnym rozwojem odnawialnych źródeł energii oraz zwiększonymi inwestycjami publicznymi. Ponadto zawieszenie

## Niemcy muszą przemyśleć swój model

Potencjalny wzrost gospodarczy Niemiec uległ znacznemu osłabieniu (szacuje się, że w latach 2023–2024 wyniesie on średnio zaledwie 0,5%). Niektóre firmy rozważają przeniesienie się do regionów, w których energia jest tańsza. Badanie przeprowadzone przez organizację BDI wykazało, że prawie co czwarte małe lub średnie przedsiębiorstwo („Mittelstand”) rozważa przeniesienie produkcji poza Niemcy.

Zagrożenie stanowi również przyjęta przez administrację Stanów Zjednoczonych ustawa o redukcji inflacji (IRA), która zapewniłaby 370 mld dolarów dotacji na zielone technologie. W ramach IRA dotacje na zakup pojazdów elektrycznych byłyby ograniczone do tych, które zostały wyprodukowane z części pochodzących z Ameryki Północnej i zmontowane w kraju, co byłoby programem przyspieszającym dezindustrializację Niemiec oraz osłabiającym europejski przemysł.

**Wobec braku miejsc pracy dla wykwalifikowanych pracowników, mniej prężnej globalizacji (Niemcy są nadmiernie uzależnione od Chin) i strukturalnie wyższych cen energii Niemcy muszą przemyśleć swój model gospodarczy.**

Ponieważ jednak gospodarki europejskie są ze sobą powiązane, Niemcy nie mogą działać w pojedynkę.

Na szczycie europejskim, pomimo napięć, powinien ostatecznie zwyciężyć wspólny interes.

Różne reakcje w zakresie polityki fiskalnej spowodowały zamieszanie i niezgodę między głównymi krajami strefy euro, a w szczególności między Francją i Niemcami. Co więcej, reforma Paktu Stabilności i Wzrostu (poddana przeglądowi do wiosny/lata 2023 roku) nadal może być źródłem napięć między państwami członkowskimi UE. W istocie, kwestie związane z polityką fiskalną i budżetową zawsze były najbardziej wrażliwym punktem europejskiej integracji. Wierzymy jednak, że **w latach 2023–24 ostatecznie zwyciężą wspólne interesy**. Świadczą o tym na przykład niektóre ostatnie porozumienia:

- **W sprawie obronności:** 18 listopada Francja, Niemcy i Hiszpania osiągnęły porozumienie w sprawie rozpoczęcia kolejnej fazy rozwoju nowego myśliwca (FCAS). Jest to największy projekt obronny

broni na Ukrainie przed końcem 2023 r. pomogłoby przywrócić zaufanie inwestorów, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. **Kryzys energetyczny nie zakończy się jednak wraz z zaprzestaniem działań wojennych na Ukrainie. Uważamy, że ceny gazu w 2023 roku ponownie wzrosną, napędzane wysokim popytem i niską podażą.** W tym kontekście zagrożona jest przyszłość przemysłu i trwałość niemieckiego modelu gospodarczego.

w Europie, którego koszt szacuje się na ponad 100 mld euro. Początkowo projekt ten miał zjednoczyć Europejczyków po Brexicie, jednak stał się źródłem napięć między Francją a Niemcami, choć rządy tych państw były ogólnie zgodne co do jego realizacji.

- **W sprawie energii:** 25 listopada Francja i Niemcy podpisały porozumienie o wzajemnym wsparciu w zabezpieczeniu dostaw energii. Przewiduje się konkretne działania, w tym wsparcie Francji dla Niemiec poprzez dostawy gazu, podczas gdy Niemcy pomogą Francji w zabezpieczeniu jej dostaw energii elektrycznej.

Ponadto kraje europejskie uzgodniły 19 grudnia ograniczenie ceny gazu ziemnego na poziomie 180 euro/MWh, kończąc tym samym miesiące politycznych sporów dotyczących zasadności interwencji w czasie kryzysu energetycznego. Pułap ten ma być środkiem odstrasającym, a nie narzędziem do aktywnego wykorzystania. Jego celem jest przede wszystkim zapobieganie ekstremalnemu wzrostowi cen. Wraz z innymi krajami Niemcy wyrażały obawy, że limity cenowe w Europie uczynią region mniej atrakcyjnym dla sprzedawców z reszty świata w czasie, gdy UE szuka alternatywy dla dostaw z Rosji. Porozumienie to mogłoby odblokować dalsze środki nadzwyczajne mające na celu ograniczenie zmienności rynku, a nawet utworzyć drogę do wspólnych zakupów gazu, które zostały wstrzymane z powodu braku zgody w sprawie limitów cenowych.

Podsumowując, niezależnie od tego, czy chodzi o proponowany przegląd miksu energetycznego, postawę, jaką należy przyjąć wobec Chin, budowanie strategicznej niezależności, czy też środki, jakie należy wprowadzić, aby poradzić sobie z konsekwencjami amerykańskiej ustawy o ograniczeniu inflacji, Europejczycy mają więcej wspólnych interesów niż problemów, które ich dzielą. Ostatecznie, **podobnie jak w przypadku wszystkich dotychczasowych europejskich kryzysów, kryzys energetyczny może pomóc instytucjom europejskim w osiągnięciu postępu — nie wspominając o tym, że prawdopodobnie przyspieszy on transformację energetyczną w nadchodzących latach.**

*Sfinalizowano dn. 19 grudnia 2022.*

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

### Aktualizacja miesięczna

Utrzymujemy prawdopodobieństwa naszych scenariuszy bez zmian. Niektóre z identyfikowanych przez nas czynników ryzyka mogą wystąpić w naszym scenariuszu głównym, który prawdopodobnie nie jest jeszcze w pełni dyskontowany przez rynki. Znaczenie czynników ryzyka pozostaje ponadprzeciętnie wysokie w krótkim terminie, ale potrzeba kombinacji kilku czynników, aby uruchomić scenariusz spadkowy w horyzoncie 12-18 miesięcy. W tym horyzoncie czasowym naszym zdaniem przeciwwagą dla scenariusza pesymistycznego jest scenariusz optymistyczny, czyli szybki spadek inflacji w wyniku złagodzenia cen gazu, zawieszenia broni na Ukrainie i/lub globalnego zacieśnienia polityki pieniężnej, którego wpływ może być obecnie niedoceniany.

#### SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY 15%

##### Głębokie globalne załamanie

###### Analiza

- Eskalacja wojny na Ukrainie.
- Kryzys energetyczny i głęboka recesja w Europie.
- Powrót Covid-19.
- Gwałtowny wzrost oczekiwań inflacyjnych.
- 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 są już w stanie realizować antycyklicznej polityki fiskalnej. Recesja toruje drogę represji finansowej.
- Odroczenie wprowadzenia środków z zakresu transformacji klimatycznej.

###### Implikacje rynkowe

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

#### SCENARIUSZ GŁÓWNY 70%

##### Epizod stagflacyjny, z rosnącymi rozbieżnościami

###### Analiza

- Impas na wojnie na Ukrainie. Spodziewamy się zawieszenia broni w pewnym momencie w 2023 roku; w międzyczasie sytuacja może się nadal pogarszać.
- Kryzys energetyczny utrzyma się. Oczekuje się, że ceny gazu wzrosną w fazie uzupełniania zapasów, przy braku wiarygodnego limitu w Unii Europejskiej.
- Covid-19 staje się chorobą endemiczną.
- Inflacja nie powraca do celów banków centralnych do 2024 r.
- Głębokie spowolnienie gospodarcze na świecie w 2023 r.: recesja w Europie i rosnące ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych oraz Chinach. Umiarkowana ekspansja i niższy od przeciętnego wzrost oczekiwany w 2024 r.
- Globalne nominalne tempo wzrostu PKB będzie rosnać, ograniczając negatywny wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw.
- Rozbieżności polityki banków centralnych: Fed i EBC kontynuują normalizację polityki, ale zmniejszają skalę podwyżek; EBC nie ma takiego pola manewru, jak Fed, i może być zmuszony do uruchomienia TPI; ChBL nastawiony na luzowanie.
- Policy mix jest niespójny w całej UE: polityki fiskalne mają charakter dostosowawczy, ale są nieskoordynowane i źle ukierunkowane. Dla porównania, w 2022 r. impuls fiskalny był w Stanach Zjednoczonych negatywny, ale w latach 2023-24 ma być bardziej neutralny.
- Zmiany klimatyczne zakłócają cykl surowcowy i nasilają tendencje stagflacyjne.

###### Implikacje rynkowe

- Niższe oczekiwane zwroty realne skorygowane o ryzyko.
- Po zatrzymaniu wzrostu nachylenia krzywej dochodowości obligacje skarbowe odzyskują swoją funkcję zabezpieczenia przed głębszą recesją.
- Zabezpieczenie przed inflacją poprzez złoto, obligacje indeksowane inflacją, akcje, aktywa realne i surowce.
- Rynki wschodzące: utrzymujemy narrację dotyczącą krótkoterminowej ostrożności, długoterminowego dochodu realnego oraz wzrostu.

#### SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY 15%

##### Inflacja szybko spada, kończąc epizod stagflacji

###### Analiza

- Zawieszenie broni na Ukrainie toruje drogę do rozmów pokojowych.
- Rosja częściowo wznowia eksport gazu do Europy, rynek surowcowy normalizuje się.
- Covid-19 ustępuje.
- Inflacja szybko spada, ustępują wąskie gardła podaży.
- Obawy o globalną recesję maleją, a inflacja stopniowo powraca do bardziej normalnych poziomów, zmniejszając presję na banki centralne.
- Mniejsza niepewność, dodatkowe oszczędności i odnowiona siła nabywcza mogą napędzać konsumpcję i inwestycje w krajach rozwiniętych.
- Stopniowe przywracanie dyscypliny fiskalnej. W Europie wprowadzony zostaje nowy plan (wspólny dług), który ma rozwiązać problem zmieniającego się miksu energetycznego.
- Zmiana klimatu i transformacja energetyczna stają się priorytetem dla decydentów.

###### Implikacje rynkowe

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



## NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI RYZYKA

## Aktualizacja miesięczna

Zagrożenia nadal występują na wszystkich frontach, ale są nieco mniejsze niż na początku roku. W związku z tym obniżyliśmy ich prawdopodobieństwa z 30 do 25%. Fundamenty gospodarcze ulegają pogorszeniu w skali globalnej – uwzględniamy to w scenariuszu centralnym, choć trend ten nie jest jeszcze dyskontowany przez rynek akcji. Przebieg wojny na Ukrainie i jej potencjalne implikacje mogą przechylić rozwój sytuacji w każdą stronę, ale w krótkim terminie znaczenie czynników ryzyka jest ponadprzeciętnie wysokie, choć prawdopodobieństwo zawieszenia broni przed końcem roku pozostaje znaczące. Czynniki ryzyka związane z Covid-19 zaliczamy do ekonomicznych. Czynniki ryzyka zostały podzielone na klastry w celu ułatwienia wykrywania strategii hedgingowych, ale są one powiązane.

RYZIKO EKONOMICZNE  
25%

- **Globalna recesja** wywołana szokiem naftowym/gazowym, zaostrzeniem 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.
- Banki centralne nadal podnoszą stopy procentowe, dając pierwszeństwo walce z inflacją i nie przejmując się ryzykiem recesji. **Recesja globalnych zysków** wywołana globalnym spowolnieniem gospodarczym połączonym z utrzymującą się presją na koszty produkcji.
- **Recesja w Chinach: nowa fala Covid-19 nie zostaje opanowana.**
- **Koniec wielkiej zbieżności:** presja stagflacyjna oznacza, że cele banków centralnych i rządów przestają być w pełni zbieżne – zmniejsza się pole do prowadzenia antycyklicznej polityki fiskalnej.
- **Europa: niespójność w zakresie polityki mix (dostosowawcza polityka fiskalna połączona z restrykcyjną polityką pieniężną).**
- **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.

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

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

RYZIKO FINANSOWE  
25%

- **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.

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

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

RYZIKO (GEO)POLITYCZNE  
25%

- **Wojna na Ukrainie:**
  - **Ogólne znaczenie czynników ryzyka utrzymuje się na ponadprzeciętnie wysokim poziomie.** Szacujemy, że istnieje **60% prawdopodobieństwo** negatywnego rozwoju wojny, w tym **25% prawdopodobieństwo bezpośredniej konfrontacji z Zachodem.** Ryzyko to rośnie tym bardziej, im więcej porażek militarnych ponosi Rosja.
  - Pomimo naszych oczekiwań dotyczących pogorszenia się konfliktu w międzyczasie, **naszym bazowym scenariuszem jest zakończenie działań wojennych w 2023 r.** (najprawdopodobniej w II półroczu) z prawdopodobieństwem, które oceniamy na **35%.**
- Po wyborach w połowie kadencji prezydenta **Stany Zjednoczone skupią się na wewnętrznych walkach politycznych, co zwiększy napięcia z Chinami,** ponieważ Republikanie i Demokraci rywalizują na „jastrzębia”, **przyczyniając się do wzrostu ryzyka związanego z Tajwanem w 2023 r.**
- **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.
- **Cyberataki i naruszenia bezpieczeństwa danych,** zakłócające pracę systemów informatycznych w dziedzinie bezpieczeństwa, energetyki i służby zdrowia stają się coraz częstsze, ponieważ Rosja stara się osłabić zachodnie wsparcie dla Ukrainy.

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

**-** Obligacje korporacyjne i akcje, EMBI

## PORTFELE WIELOAKTYWOWE - STAN OBECNY: wykrywanie rynkowych punktów zwrotnych

Aktualizacja miesięczna: Światło drogowe w zakresie aspektów technicznych zmieniło się z żółtego na czerwone.

- 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. Ryzyko recesji pozostaje wyraźne w połowie 2023 r. w Stanach Zjednoczonych, natomiast w przypadku Europy potwierdzamy nasze oczekiwania dotyczące recesji napędzanej kosztami życia i inflacją w nadchodzącym sezonie zimowym.
- Inflacja w Stanach Zjednoczonych osiągnęła szczyt. Oczekujemy stopniowego wyhamowania zarówno głównych wskaźników inflacji, jak i wskaźników inflacji bazowej, choć utrzymują się oznaki większej niż normalna trwałości. W strefie euro inflacja może być bliska szczytu, ale oczekuje się, że jeszcze przez kilka miesięcy utrzyma się w pobliżu wysokich, dwucyfrowych poziomów.
- 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

- Po ostatniej korekcie akcje wyglądają na mniej kosztowne, ale mimo to nie dostrzegamy żadnych znaczących katalizatorów dla punktów wejścia w najbliższych tygodniach.
- Mnożniki akcji wyglądają na bardziej zgodne z obecnym środowiskiem inflacyjnym i zacieśnioną polityką monetarną, ale nie dyskontują jeszcze w pełni oczekiwanej recesji zysków. W ujęciu względnym, biorąc pod uwagę wysokie stopy, dane fundamentalne sprzyjają aktywom ryzykownym.
- Fundamenty uległy dalszemu pogorszeniu, a recesja zysków jest scenariuszem centralnym również na pierwsze półrocze 2023 r.



### ASPEKTY TECHNICZNE

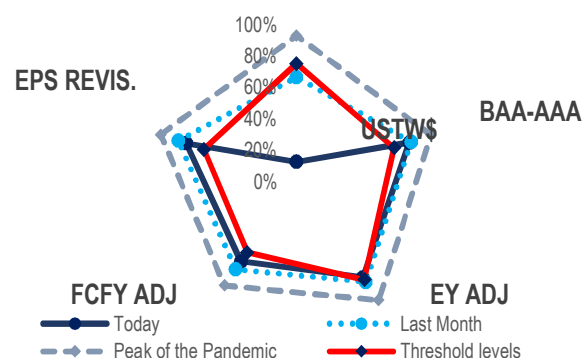
- W obecnym układzie rynkowym aspekty techniczne pozostają wysoce zmienne, a w grudniu 2022 roku zaczęły sygnalizować spadki. Nasze wskaźniki śledzące trendy nie sygnalizują wartości pozycji długiej na aktywach ryzykownych, ponieważ w grudniu większość trendów zmieniła charakter na fragmentaryczny.

### NASTROJE

- Niższa presja inflacyjna w Stanach Zjednoczonych spowodowała spadek zmienności stóp procentowych, a w reakcji na to warunki finansowe uległy złagodzeniu. Wskaźniki nastawienia do ryzyka pozostają słabe. Warunki finansowe są napięte, ale uległy już znacznemu złagodzeniu. Gwałtowna wyprzedaż dolara wpływa na dane wejściowe naszego modelu CAST, który obecnie sygnalizuje znacznie niższe prawdopodobieństwo odejścia od ryzyka niż w listopadzie.

### „Czujki” Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST):

- Wyprzedaż USD w listopadzie jest silnym czynnikiem wspierającym. Defensywność CAST jest nieznacznie niższa.



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) pozostają negatywne, a premia za ryzyko kredytowe pozostaje wysoka i utrzymuje się powyżej poziomu alarmowego, jednak ruchy na USD składają o przyjęciu mniej defensywnej postawy. Prawdopodobieństwo CAST OFF jest poza maksimami i wchodzi w strefę neutralną.

**Metodologia:** Rozważamy pięć wskaźników, 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 czerwoną linią, tym większe jest postrzegane ryzyko, a tym samym potrzeba wdrożenia defensywnej alokacji aktywów.

## WIADOMOŚCI INSTYTUTU AMUNDI

### 1 Perspektywy globalnego wzrostu

- Prognozy globalnego wzrostu PKB na rok 2023 zostały zrewidowane w dół, z 2,5% do 2,2% w ujęciu rocznym. Oczekuje się, że wysoka inflacja bazowa utrzyma się w krajach rozwiniętych, natomiast rynki wschodzące stopniowo wyłaniają się jako zwycięzcy w walce ze wzrostami cen.
- Bank centralne grupy G3 mogą skończyć z dużymi podwyżkami stóp, podczas gdy około 40% banków centralnych z rynków wschodzących zakończyło już cykl zacieśniania.
- „Miękkie lądowanie” w Stanach Zjednoczonych zostało potwierdzone, z bardzo słabym wzrostem PKB przewidzianym na II półrocze 2023 r. i niepomijalnym ryzykiem recesji. Główny wskaźnik inflacji w Stanach Zjednoczonych wyraźnie spowolnił w I półroczu. Wśród komponentów inflacji bazowej dobra podstawowe będą miały charakter deflacyjny, natomiast usługi podstawowe będą głównym czynnikiem sprzyjającym utrzymywaniu się inflacji powyżej celu.
- Gospodarka strefy euro powinna się łagodnie skurczyć w IV kw. 2022 r. i I kw. 2023 r. Jest zbyt wcześnie, aby mówić o szczycie inflacji. W ciągu najbliższych kilku miesięcy przewidujemy znaczne spowolnienie głównego wskaźnika inflacji i bardziej stopniowe wyhamowanie inflacji bazowej.
- Wzrost na rynkach wschodzących spowolnił, pomimo możliwego wcześniejszego ponownego otwarcia w Chinach. Do października inflacja osiągnęła szczyt na około 60% rynków wschodzących.

#### Konsekwencje dla inwestorów

- W 2023 r. tło gospodarcze i cykl zysków pozostaną niepewne.
- W kontekście korekty utrzymujemy defensywne pozycjonowanie portfeli wieloaktywowych: niedoważenie globalnych akcji i przeważenie obligacji skarbowych, obligacji indeksowanych inflacją, obligacji klasy inwestycyjnej oraz złota.

### 2 Perspektywy Fedu

- Fed prawdopodobnie zmniejszy wielkość podwyżek stóp, ale nie oznacza to, że w krótkim terminie prawdopodobne jest znaczące złagodzenie polityki monetarnej („pivot”).
- Fed pozostanie zaangażowany w walkę z inflacją, podczas gdy dotychczasowe zacieśnienie będzie ciężać rynkowi pracy.
- Obniżyliśmy nasz 12-miesięczny cel dla rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych z 3,9-4,1% do 3,5-3,7% — oczekujemy też, że w drugim półroczu 2023 r. nachylenie amerykańskiej krzywej dochodowości wzrośnie.

#### Konsekwencje dla inwestorów

- Taktyczne niedoważenie duracji przed przejściem do stanowiska neutralnego.
- Spread między obligacjami skarbowymi Stanów Zjednoczonych i niemieckimi Bundami powinien spadać.

### 3 Perspektywy zacieśnienia ilościowego w 2023 r.

- Fed prawdopodobnie będzie kontynuował program zacieśniania ilościowego w obecnej formie, z miesięcznymi limitami na poziomie 60 mld USD i 35 mld USD na odpływy z obligacji skarbowych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką, a bilans tej instytucji powinien skurczyć się o około 1 bilion USD w 2023 roku.
- Jeśli chodzi o EBC, zacieśnianie ilościowe prawdopodobnie będzie ograniczone do papierów wartościowych objętych programem skupu aktywów APP i rozpocznie się w połowie 2023 roku. Spodziewamy się skokowego wzrostu podaży netto po uwzględnieniu przepływów z EBC.

#### Konsekwencje dla inwestorów

- Niedoważenie duracji w przypadku stóp ze strefy euro.
- Spready obligacji z peryferii strefy euro mogą być pod presją.

### 4 Ostatnie złagodzenie warunków finansowych nie jest uzasadnione

- Nie zgadzamy się z przyjętą przez rynki gołębią interpretacją wystąpienia przewodniczącego Powella.
- Warunki udzielania pożyczek już uległy zaostrzeniu w wielu segmentach amerykańskiej gospodarki — banki amerykańskie zaostryżyły standardy udzielania kredytów przemysłowych w tempie odpowiadającym recesji.

#### Konsekwencje dla inwestorów

- Wyceny obligacji z rynków wschodzących po wzrostach stały się zbyt wysokie.
- Rynki być może źle ulokowały swoje nadzieje na domniemany gołębi pivot Fedu.

### 5 Dolarowa hossa traci impet

- Obecne środowisko zmienia się i szereg źródeł wsparcia dla dolara zanika, ponieważ inflacja w Stanach Zjednoczonych zwalnia, a Fed zasugerował, że może złagodzić tempo podwyżek stóp.
- Uwaga rynku może się gwałtownie przesunąć z premii za ryzyko związane z Fedem — która była silnym czynnikiem napędzającym dolara w 2022 roku — na premię za dolara w stosunku do danych fundamentalnych, jako czynnik ryzyka spadków.

#### Konsekwencje dla inwestorów

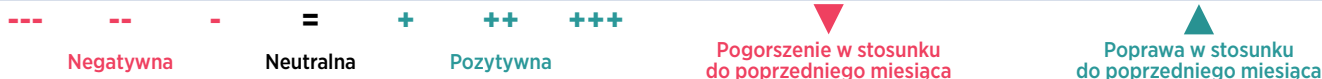
- Głębsza deprecjacja dolara w 2023 r: sześciomiesięczny cel dla EUR/USD podniesiony do z 0,92 do 1,00; 12-miesięczny do z 1,04 do 1,10.
- Obecnie utrzymujemy ograniczoną ekspozycję na dolara (preferowane pozycje krótkie: EUR, GBP i CAD).
- Krótka na USD wobec JPY i CHF.



## KLASY AKTYWÓW – POGLĄDY AMUNDI

|   | Klasa aktywów                          | Pogląd | Zmiana 1M | Teza   |
|---|--|--------|-----------|--|
| PLATFORMA AKCJI                         | USA                                    | =      | ▼         | Rynki wydają się wyceniać scenariusz miękkiego lądowania, ale uważamy, że istnieją czynniki ryzyka dla zysków w związku z pogarszającą się dynamiką gospodarczą. Recesja zysków nie wystarczy, aby Fed zmienił swoje stanowisko, co pozostaje kluczowe dla aktualizacji naszych poglądów. Utrzymujemy nasze selektywne podejście oddolne, koncentrując się na spółkach niedowartościowanych, jakościowych i dywidendowych.   |
|   | Segment „wartości”, USA                | +      |           | Podobają nam się wartościowe spółki o odpornych modelach biznesowych, zdolne do utrzymania wzrostu zysków i udziału w rynku. Uważamy, że połączenie inwestowania w wartość z cechami jakościowymi jest pewniejszym sposobem zabezpieczenia się przed ryzykiem gospodarczym.  |
|   | Segment „wzrostu”, USA                 | -      |           | Wyższe stopy procentowe mogą mieć wpływ na rozwój największych spółek i nierentowny sektor spółek wzrostowych, ponieważ ich wyceny opierają się na przepływach pieniężnych sięgających daleko w przyszłość. Śledzimy jednak segmenty, w których wyceny uległy korekcie.  |
|   | Europa                                 | -      |           | Wysoka inflacja energii w 2023 roku może oznaczać długotrwałe obciążenie dla wzorców konsumpcji, a w konsekwencji dla zysków przedsiębiorstw. W połączeniu z ostatnią hossą i utrzymującymi się napięciami geopolitycznymi skłania nas to do ostrożności. Uważnie obserwujemy poziom zysków i analizujemy spółki z takimi atrybutami jak silny bilans czy zróżnicowana oferta produktowa.  |
|   | Japonia                                | =/+    | ▲         | Japonia, będąca gospodarką nastawioną na eksport, to także sposób na rozegranie ponownego otwarcia w Chinach, które powinno sprzyjać krajowym rynkom. Spowolnienie tempa globalnego wzrostu gospodarczego i silny jen to jednak czynniki, na które należy uważać.  |
|   | Chiny                                  | =/+    | ▲         | Ostatnie oznaki odejścia od polityki „zero Covid” i wiadomości o szczepieniach dla seniorów wskazują na stopniowe ponowne otwarcie gospodarcze, które powinno poprawić mobilność i uwolnić zahamowany popyt. Uważamy, że trajektoria ożywienia nie będzie liniowa i utrzymujemy podejście selektywne w świetle czynników ryzyka geopolitycznego i presji na eksport.   |
|   | Rynki wschodzące bez Chin              | =      |           | W świetle czynników specyficznych dla poszczególnych krajów, takich jak popyt wewnętrzny oraz polityka monetarna i fiskalna, w całym uniwersum rynków wschodzących kluczowe znaczenie ma selekcja. Pozytywnie oceniamy Brazylię (choć podchodzimy z rezerwą do polityki gospodarczej prezydenta Luli), a ostrożność zachowujemy wobec Filipin i Malezji (wysokie wyceny). Z perspektywy sektorowej preferujemy energię w stosunku do materiałów.   |
| PLATFORMA INSTRUMENTÓW STAŁODOCHODOWYCH | Skarbowe USA                           | =/+    |           | Naszym zdaniem obniżenie przez Fed skali podwyżek stóp nie musi oznaczać gołębiego „pivotu”. Zamiast tego pokazuje raczej, że przed podjęciem dalszych działań bank centralny weźmie pod uwagę skumulowane efekty dotychczasowego zacieśniania. Dlatego pozostajemy czujni i utrzymujemy aktywne stanowisko w kwestii duracji. Jednocześnie uważamy, że spowolnienie gospodarcze i dezinflacja są pozytywne dla amerykańskich obligacji skarbowych. Pozytywnie podchodzimy również do nieruchomości. |
|   | Korporacyjne inwestycyjne USA          | =/+    |           | Klasa inwestycyjna zapewni atrakcyjne okazje do carry trade — wyceny są atrakcyjne, a bilanse spółek zdrowe, co pozwala nam przyjmować podejście umiarkowanie konstruktywne. Walory dobieramy jednak selektywnie ze względu na malejące zasoby pieniężne spółek i obawy związane z recesją.  |
|   | Korporacyjne wysokodochodowe USA       | -      |           | Dane fundamentalne emitentów instrumentów wysokodochodowych, takie jak dźwignia i pokrycie odsetek, pozostają dobre, ale pozycja płynnościowa ulega pogorszeniu. Segment ten może ucierpieć w środowisku wysokich kosztów finansowania i niższego wzrostu gospodarczego. Pozostajemy więc ostrożni, zwłaszcza w segmentach o niższych ratingach (CCC).   |
|   | Skarbowe Europa                        | =      |           | Pozostajemy neutralni w zakresie ogólnego aktywnego nastawienia do duracji w rdzeniu strefy euro, ponieważ oceniamy politykę monetarną EBC oraz jego poglądy na temat inflacji i wzrostu gospodarczego. EBC nadal będzie utrzymywał stopy na restrykcyjnym terytorium. Utrzymujemy ostrożne podejście do ekspozycji na obligacje z peryferii strefy euro.  |
|   | Korporacyjne inwestycyjne Europa       | =      |           | Podczas gdy rynki oczekują, że EBC spowolni proces podwyżek, my widzimy utrzymujące się ryzyko dla spreadów klasy inwestycyjnej ze strony słabego wzrostu gospodarczego, wysokiej inflacji i napięć geopolitycznych (kryzys energetyczny). W rezultacie bacznie obserwujemy potrzeby firm w zakresie refinansowania.   |
|   | Korporacyjne wysokodochodowe Europa    | -      |           | Instrumenty wysokodochodowe z Unii Europejskiej mogą charakteryzować się większą zmiennością w świetle możliwego wzrostu ryzyka płynności i niewykonania zobowiązań, które na razie jest ograniczone. Ponieważ stopy procentowe pozostają na wysokim poziomie, a konsumpcja jest stłumiona, rosnący koszt kapitału i słabe perspektywy zysków mogą mieć negatywny wpływ.   |
|   | Chińskie obligacje skarbowe            | =      | ▼         | Dekorelacja cyklu koniunkturalnego Chin i Stanów Zjednoczonych zapewnia korzyści dywersyfikacyjne dla globalnych inwestorów, a stopniowa zmiana stanowiska w sprawie polityki „zero Covid” powinna pobudzić mobilność i aktywność gospodarczą. Jesteśmy neutralni w ocenie polityki ChBL.  |
|   | Obligacje z rynków wsch. twarda waluta | =/+    |           | Stabilizacja stóp w Stanach Zjednoczonych powinna być czynnikiem wspierającym, wraz z atrakcyjnymi okazjami do carry trade i korzystnymi wycenami. Spready oferują dobre punkty wejścia, ale przyjmujemy podejście selektywne w świetle zmieniającej się dynamiki wzrostu w całym uniwersum rynków wschodzących, w tym w Brazylii i Chinach.   |
|   | Obligacje z rynków wsch. wal. lokalne  | =      |           | Choć wyceny niektórych instrumentów dłużnych denominowanych w walutach lokalnych stają się atrakcyjne, zachowujemy ostrożność względem Azji i walut rynków wschodzących w ogóle. W przypadku niektórych walut, takich jak MXN, IDR i INR, zmiana trajektorii dolara i chińskiej polityki wobec Covid w przyszłości mogą jednak wpływać pozytywnie na okazje związane z carry trade. Na razie utrzymujemy podejście neutralne i uważnie obserwujemy tendencje w zakresie płynności.                   |
| INNE                                    | Surowce                                |        |           | Chociaż obawy związane ze wzrostem gospodarczym prawdopodobnie stłumią wzrost cen ropy w krótkim okresie, ograniczenia podaży mogą powrócić na pierwszy plan w perspektywie średnioterminowej. Ponowne otwarcie gospodarki w Chinach wyznacza dolną granicę dla cen metali nieszlachetnych, ale trwałe odbicie wymagałoby szerszego wsparcia. Potencjalne zmiany w polityce banków centralnych oraz osłabienie dolara stanowiłyby dalsze wsparcie dla złota (cel 6-miesięczny: 1900 USD za uncję).   |
|   | Waluty                                 |        |           | Zaostrzenie polityki Fedu było głównym motorem umocnienia dolara w 2022 r., ale w połączeniu z oznakami potencjalnej zmiany (w ramach ogólnego zaostrzenia) zaczynamy przyjmować nieco mniej konstruktywne podejście do „zielonego”.   |

### LEGENDA



Źródło: Amundi, na dzień 20 grudnia 2022 r., poglądy dotyczące inwestycji rozliczanych w EUR. Niniejszy materiał stanowi ocenę otoczenia rynkowego w określonym momencie, a jego celem nie jest prognozowanie przyszłych zdarzeń lub zagwarantowanie przyszłych wyników. Czytelnicy nie powinni polegać na niniejszych informacjach jako wynikach badań, poradach inwestycyjnych bądź rekomendacjach dotyczących jakichkolwiek konkretnych funduszy lub papierów wartościowych. Niniejsze informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i edukacyjny, a ponadto mogą ulec zmianie. Niniejsze informacje nie odzwierciedlają faktycznej bieżącej, historycznej bądź przyszłej alokacji aktywów bądź portfela któregośkolwiek z produktów Amundi.

IG = obligacje korporacyjne klasy inwestycyjnej, HY = wysokodochodowe obligacje korporacyjne, EM Bonds HC / LC = obligacje z rynków wschodzących denominowane w twardej walucie / walucie lokalnej, WTI = West Texas Intermediate, QE = luzowanie ilościowe.





## KRAJE ROZWIŃIĘTE

### Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-12-28

| Średnie roczne (%)      | Rzeczywisty wzrost PKB, % |      |      | Inflacja (CPI, r/r, %) |      |      |
|-------------------------|---------------------------|------|------|------------------------|------|------|
|                         | 2022                      | 2023 | 2024 | 2022                   | 2023 | 2024 |
| <b>Świat</b>            | 3,4                       | 2,2  | 2,8  | 8,2                    | 6,2  | 4,0  |
| <b>Kraje rozwinięte</b> | 2,6                       | 0,4  | 0,9  | 7,5                    | 5,1  | 2,5  |
| <b>USA</b>              | 2,0                       | 0,9  | 0,6  | 8,1                    | 4,3  | 2,3  |
| <b>Japonia</b>          | 1,3                       | 0,5  | 1,2  | 2,4                    | 0,5  | 0,4  |
| <b>Wlk. Brytania</b>    | 4,4                       | -0,9 | 0,8  | 9,2                    | 8,2  | 3,9  |
| <b>Strefa euro</b>      | 3,3                       | -0,5 | 0,8  | 8,5                    | 7,3  | 3,2  |
| Niemcy                  | 1,8                       | -0,7 | 0,9  | 9,0                    | 7,6  | 2,9  |
| Francja                 | 2,5                       | -0,1 | 0,9  | 6,0                    | 5,4  | 2,9  |
| Włochy                  | 3,8                       | -0,4 | 1,0  | 8,8                    | 8,3  | 2,8  |
| Hiszpania               | 4,5                       | 0,3  | 1,3  | 8,4                    | 4,0  | 3,3  |

Źródło: Instytut Amundi.

- **Stany Zjednoczone:** gospodarka amerykańska wykazuje oznaki spowolnienia, przy czym restrykcyjna polityka pieniężna zaczyna ciążyć na aktywności gospodarczej i stopniowo ściąga wzrost PKB poniżej potencjału. Na drugie półrocze 2023 r. przewidujemy zwiększone ryzyko recesji — spodziewamy się wówczas stagnacji wzrostu gospodarczego oraz bardzo słabej kompozycji popytu wewnętrznego, sugerującej wzrost ryzyka recesji. Choć wydaje się, że inflacja osiągnęła szczyt, w nadchodzących miesiącach stabilność inflacji oczyszczonej z czynników tymczasowych może pozostać kluczowym aspektem, przy czym inflacja bazowa będzie powoli spadać, ale utrzyma się powyżej celu.
- **Strefa euro:** oczekujemy, że PKB strefy euro skurczy się w IV kwartale 2022 r. i I kwartale 2023 r. w wyniku kryzysu kosztów utrzymania, po czym nastąpi umiarkowane ożywienie wiosną i latem. Choć inflacja pozostanie znacznie powyżej celu EBC, jej wyhamowanie powinno zacząć przynosić ulgę konsumentom. Przeszkodą będzie również zacieśnianie polityki pieniężnej. W 2023 r. średnia dynamika będzie słabsza niż wcześniej oczekiwano, co przełoży się na wzrost poniżej potencjału w latach 2023–24. Ryzyko związane z komponentem energetycznym pozostaje istotne dla perspektyw zarówno inflacji, jak i wzrostu gospodarczego.
- **Wielka Brytania:** przy prognozach inflacji skorygowanych w górę do poziomu powyżej 10% na kilka miesięcy i utrzymywaniu się jej powyżej celu przez kilka kwartałów, spodziewamy się, że recesja związana z kosztami utrzymania dotknie Wielką Brytanię tej zimy i utrzyma się przez kilka kwartałów, nasilając się z powodu zaostrzenia warunków finansowych. Również w przypadku ożywienia gospodarczego przewidywanego na rok 2024 gospodarka będzie funkcjonować poniżej swojego potencjału. Znaczenie ryzyka jest ponadprzeciętnie wysokie, ponieważ komponent energetyczny pozostaje istotnym zagrożeniem dla perspektyw zarówno inflacji, jak i wzrostu gospodarczego.
- **Japonia:** utrzymujemy naszą niższą od konsensusu prognozę wzrostu PKB na rok 2023 na poziomie 0,5% i uważamy, że nierównomierne ożywienie powinno się utrzymać. Poprawa PMI w grudniu była napędzana przez sektor usług, który skorzystał na ponownym otwarciu gospodarki. Z kolei indeks produkcji utrzymał się poniżej 50 — oczekuje się, że na początku 2023 roku powróci do trendu spadkowego ze względu na słaby popyt ze strony krajów rozwiniętych. Efekt nadrabiania zaległości związany z ponownym otwarciem może tylko częściowo zrównoważyć spowolnienie globalnego popytu. Oczekuje się, że w pierwszej połowie 2023 roku PKB skurczy się ze względu na spowolnienie eksportu. Jednocześnie oczekujemy, że inflacja bazowa będzie nadal rosła w najbliższych miesiącach i pozostanie powyżej celu Banku Japonii w wysokości 2% do połowy 2023 r.

### Prognoza kluczowych stóp procentowych

|                      | 28.12. 2022 | Amundi + 6 m. | Konsensus + 6 m. | Amundi + 12m. | Konsensus + 12 m. |
|----------------------|-------------|---------------|------------------|---------------|-------------------|
| <b>USA</b>           | 4,50        | 5,25          | 5,00             | 5,25          | 4,50              |
| <b>Strefa euro</b>   | 2,00        | 3,25          | 3,30             | 3,25          | 3,50              |
| <b>Japonia</b>       | -0,10       | 0,00          | 0,08             | 0,00          | 0,30              |
| <b>Wlk. Brytania</b> | 3,50        | 4,50          | 4,70             | 4,50          | 4,70              |

Źródło: Instytut Amundi.

- **Fed:** na ostatnim [posiedzeniu](#) FOMC zmniejszono tempo podwyżek stóp z 75 p.b. do 50 p.b., ustalając docelową stopę Fed Funds na poziomie 4,25-4,50% i rewidując w górę jej prognozę, do mediany na poziomie 5,125% na koniec 2023 r. (w stosunku do wrześniowych przewidywań na poziomie 4,625%). Nowe prognozy gospodarcze wskazują na pogorszenie perspektyw, przy czym przewiduje się znaczny spadek PKB oraz wzrost stopy bezrobocia i bazowego wskaźnika wydatków na konsumpcję indywidualną (PCE). Ogólnie uważamy, że wykres „dot plot” i konferencja prasowa Jerome’a Powella sygnalizują restrykcyjne nastawienie polityki, przy czym prezes Fedu pozostaje w pełni skoncentrowany na walce z inflacją. Wspiera to nasze oczekiwania co do 5,25% oczekiwanej stopy końcowej.
- **EBC:** na grudniowym [posiedzeniu](#) EBC podniósł stopy o 50 p.b., do 2,0% (stopa depozytowa). Bank wydał też bardzo jastrzębi w tonie komunikat. Inflacja pozostaje głównym problemem i najwyższym priorytetem. EBC oczekuje, że inflacja w strefie euro będzie trwała i napędzana głównie przez ceny energii. Kluczową rolę odgrywa również polityka fiskalna, która wspiera popyt. Spodziewamy się krótkoterminowej presji na benchmarkowe obligacje skarbowe i spready peryferyjne. Zrewidowaliśmy naszą prognozę dotyczącą ostatecznej stopy depozytowej dla obecnego cyklu z 2,5% do 3,0%, ponieważ czynniki ryzyka wskazują na możliwość dalszych podwyżek.
- **Bank Japonii:** na grudniowym posiedzeniu Bank Japonii zaskoczył rynki, zwiększając docelowy przedział YCC z +/-0,25% do +/-0,5% dla dziesięcioletnich obligacji skarbowych wcześniej niż oczekiwano. Ze względu na to, że rentowności tych walorów mają tendencję do ruchu w górę, jest to de facto zacieśnianie. Pojawiła się też nowa „wola polityczna” do normalizacji polityki pieniężnej. Istnieją przesłanki mogące świadczyć o tym, że wspólne oświadczenie rządu i Banku Japonii z 2013 roku może zostać zrewidowane. Ostateczny cel nie jest obecnie jasny, ale zakończenie etapu polityki ujemnych stóp procentowych (NIRP) jest prawdopodobne. Zanim to nastąpi, Bank Japonii musi albo całkowicie zlikwidować swoją politykę kontroli krzywej dochodowości (YCC), albo działać jeszcze szybciej i zrezygnować zarówno z NIRP, jak i z YCC jednocześnie.
- **Bank Anglii:** na ostatnim posiedzeniu Bank Anglii podwyższył stopy o 50 p.b. Podobnie jak na poprzednich posiedzeniach, głosowanie było podzielone, jednak tym razem różnica zdań była wyraźniejsza — dwóch członków głosowało za utrzymaniem stóp bez zmian, a kolejny za ich podniesieniem o 75 p.b. Posiedzenie nie przyniosło żadnych znaczących niespodzianek w zakresie wytycznych dotyczących stóp procentowych, które pozostały zasadniczo niezmienione, perspektyw gospodarczych oczekiwanych w świetle ostatnich komunikatów dotyczących polityki fiskalnej, a także w zakresie zacieśniania ilościowego. Po ostatniej podwyżce stóp potwierdziliśmy nasze prognozy dotyczące ścieżki stóp i oczekiwanej stopy końcowej, która w naszym scenariuszu centralnym powinna osiągnąć szczyt na poziomie 4,5%.

### Terminarz pol. monetarnej

| Banki centralne                 | Następne posiedzenie |
|---------------------------------|----------------------|
| <b>Bank Japonii (MPM)</b>       | <b>18 stycznia</b>   |
| <b>EBC (Rada Prezesów)</b>      | <b>25 stycznia</b>   |
| <b>Rezerwa Federalna (FOMC)</b> | <b>1 lutego</b>      |
| <b>Bank Anglii (MPC)</b>        | <b>2 lutego</b>      |

Źródło: Instytut Amundi.

## KRAJE WSCHODZĄCE

### Prognoza makroekonomiczna

Dane z dnia 2022-12-28

| Średnie roczne (%)      | Rzeczywisty wzrost PKB, % |      |      | Inflacja (CPI, r/r, %) |      |      |
|-------------------------|---------------------------|------|------|------------------------|------|------|
|                         | 2022                      | 2023 | 2024 | 2022                   | 2023 | 2024 |
| <b>Świat</b>            | 3,4                       | 2,2  | 2,8  | 8,2                    | 6,2  | 4,0  |
| <b>Kraje wschodzące</b> | 3,9                       | 3,4  | 4,1  | 8,8                    | 6,9  | 5,0  |
| <b>Chiny</b>            | 3,0                       | 4,4  | 4,9  | 2,0                    | 2,2  | 2,1  |
| <b>Brazylia</b>         | 3,1                       | 0,5  | 1,7  | 9,3                    | 4,5  | 4,2  |
| <b>Meksyk</b>           | 3,2                       | 1,5  | 0,9  | 7,9                    | 5,6  | 4,5  |
| <b>Rosja</b>            | -3,3                      | -1,5 | 2,0  | 13,8                   | 7,5  | 4,5  |
| <b>Indie</b>            | 7,0                       | 5,4  | 6,0  | 6,7                    | 5,4  | 5,9  |
| <b>Indonezja</b>        | 5,2                       | 4,5  | 4,8  | 4,2                    | 4,4  | 4,1  |
| <b>RPA</b>              | 2,4                       | 1,2  | 1,5  | 6,9                    | 5,9  | 4,9  |
| <b>Turcja</b>           | 4,9                       | 3,1  | 4,3  | 72,5                   | 55,2 | 29,8 |

Źródło: Instytut Amundi.

- **Chiny:** władze ogłosiły odstąpienie od zasad kwarantanny dla zagranicznych gości z dniem 8 stycznia — tuż przed świętem chińskiego Nowego Roku (22 stycznia), czyli znacznie wcześniej niż spodziewaliśmy się jeszcze miesiąc temu. Pełne ponowne otwarcie wydaje się obecnie prawdopodobne przed końcem pierwszego kwartału. Rzeczywistość wygląda obecnie raczej ponuro. W listopadzie tempo wzrostu gospodarczego ponownie spadło. Biorąc pod uwagę szybsze niż oczekiwano ponowne otwarcie gospodarki, oczekujemy, że produkcja zostanie wznowiona w lutym, a znaczne ożywienie nastąpi w marcu i w drugim kwartale. Odbicie popytu konsumpcyjnego spowoduje wzrost inflacji bazowej, ale deflacja PPI i energii pozwoli utrzymać ogólną inflację na poziomie około 2%.
- **Azja:** banki centralne w Azji Południowej kontynuowały zacieśnianie polityki pieniężnej, choć w niektórych przypadkach w wolniejszym tempie w porównaniu ze swoimi ostatnimi decyzjami (np. Filipiny i Indonezja). Azja pozostaje w tyle pod względem normalizacji polityki pieniężnej, ponieważ inflacja wzrosła tu później i mniej gwałtownie niż w innych regionach wschodzących, takich jak Ameryka Łacińska czy Europa Wschodnia. Choć żaden z tutejszych banków centralnych nie ogłosił pauzy w prowadzeniu polityki pieniężnej, uważamy, że cykl polityki pieniężnej niemal osiągnął dojrzałość, mimo iż w regionie nadal należy spodziewać się pewnych podwyżek stóp.
- **Polska, Węgry i Rumunia:** poza Rumunią, gdzie dane o realnym PKB ustabilizowały się w ujęciu kwartalnym i przyspieszyły w ujęciu rocznym, odczyty realnego PKB za trzeci kwartał wykazały silne spowolnienie w ujęciu zarówno kwartalnym, jak i rocznym. Inflacja jest dobrze ugruntowana powyżej 10% i uniemożliwi bankom centralnym rozpoczęcie cyklu spadkowego w najbliższej przyszłości. Wysoka inflacja, restrykcyjna polityka pieniężna, (częściowe) zniesienie wsparcia dla cen energii i gazu oraz konsolidacja fiskalna w niektórych krajach będą kolejnymi czynnikami hamującymi wzrost gospodarczy w nadchodzących miesiącach. Oczekujemy, że Czechy i Węgry wejdą w recesję już w IV kwartale bieżącego roku.
- **RPA:** mimo że dane o realnym PKB za III kwartał były wyższe niż w II kwartale, kraj ten odnotował
- trudny miesiąc, z silną zmiennością na rynkach obligacji i walut. Prezydent Ramaphosa został uwikłany w skandal korupcyjny znany jako „Farm gate”. Po tym jak parlament zagłosował przeciwko impeachmentowi aktywa z RPA odzyskały wartość. Ramaphosa został ponownie wybrany na lidera ANC, ale nie jest jeszcze wolny od zarzutów, ponieważ w sprawie prowadzone są inne dochodzenia — jedno przez SARB, czyli obrońcę publicznego, a drugie przez policję. Wszyscy będą koncentrować się na roku 2023 i ewentualnych postępach reform.

### Prognoza kluczowych stóp procentowych

|                 | 20.12. 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>    | 6,25        | 6,50         | 6,45            | 6,50          | 6,30             |
| <b>Brazylia</b> | 13,75       | 13,50        | 13,55           | 11,50         | 11,60            |
| <b>Rosja</b>    | 7,50        | 7,50         | 7,15            | 7,50          | 7,00             |

Źródło: Instytut Amundi.

- **ChBL (Chiny)** ChBL utrzymał w grudniu swoje kluczowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W związku z potwierdzeniem ścieżki ponownego otwarcia gospodarki nie spodziewamy się kolejnych obniżek stóp. Bank centralny nie ma też pilnej potrzeby ich podnoszenia. Inflacja utrzyma się na poziomie poniżej 3% przez cały rok 2023. Prawdopodobny wzrost stóp realnych w związku z poprawą perspektyw wzrostu gospodarczego doprowadzi do umiarkowanego zacieśnienia warunków finansowych. Sygnały z corocznej konferencji ekonomicznej KPCh sugerują, że ChBL wycofa się z szeroko zakrojonego luzowania. Kontynuowane będzie natomiast ukierunkowane łagodzenie polityki pieniężnej poprzez narzędzia kredytowania strukturalnego i specjalne programy finansowe.
- **RBI (Indie):** zgodnie z oczekiwaniami, RBI w grudniu kontynuował cykl podwyżek stóp, choć w wolniejszym tempie. Stopa repo została podniesiona o 35 p.b., do 6,25%. Gubernator RBI stwierdził, że dalsze wyważone działania w ramach polityki pieniężnej są uzasadnione w celu utrzymania oczekiwań inflacyjnych na stałym poziomie, przełamania uporczywości inflacji bazowej i ograniczenia efektów drugiej rundy. W związku z tym oczekujemy kolejnej podwyżki o 25 p.b. do 6,5% w lutym, przy czym realne stopy procentowe są już nieznacznie dodatnie lub bliskie neutralności, zgodnie z celem RBI wyznaczonym na początku cyklu podwyżek w maju.
- **BCB (Brazylia):** w grudniu BCB utrzymał status quo i nie zainicjował cyklu luzowania, a stopa Selic pozostała bez zmian na poziomie 13,75%. Chociaż ryzyko dla perspektyw inflacji wydaje się zrównoważone, Copom podkreślił niepewność związaną z ramami polityki fiskalnej: z jednej strony ze względu na dodatkowe środki stymulacji fiskalnej mające na celu wsparcie zagregowanego popytu i podniesienie oczekiwań inflacyjnych, a z drugiej strony ze względu na oczekiwane — choć niepewne — odwrócenie cięć podatkowych. Oczywiście kolejne działania z zakresu polityki pieniężnej będą zależały od przyszłych ram fiskalnych.
- **CBR (Rosja):** na grudniowym posiedzeniu CBR pozostawił stopę procentową na niezmiennym poziomie 7,5%, a przekazany komunikat wpasował się w coraz mniej głośnie ostatnio stanowisko. Utrzymując prognozy inflacji na niezmiennym poziomie, CBR podkreślił, że czynniki proinflacyjne dominują nad deflacyjnymi, takimi jak pogorszenie sytuacji na rynku pracy, podwyższone oczekiwania inflacyjne, słabszy rubel i potencjalnie luźniejsza polityka fiskalna. Inflacja nadal spadała i wyniosła w listopadzie 12,0% r/r, wobec 12,6% w październiku. Biorąc pod uwagę ten coraz bardziej ostrożny ton i presję inflacyjną, nie oczekujemy dalszych obniżek stóp w ciągu najbliższych sześciu miesięcy, a wręcz przewidujemy cykl podwyżek stóp pod koniec 2023 roku.

### Terminarz pol. monetarnej

| Banki centralne      | Następny komunikat |
|----------------------|--------------------|
| <b>ChBL</b>          | <b>20 stycznia</b> |
| <b>BCB, Brazylia</b> | <b>1 lutego</b>    |
| <b>BRI</b>           | <b>8 lutego</b>    |
| <b>CBR</b>           | <b>10 lutego</b>   |

Źródło: Instytut Amundi.

## PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE

### Prognozy makroekonomiczne

28 grudnia 2022

| Średnie roczne (%) | Rzeczywisty wzrost PKB, % |      |      | Inflacja (CPI, r/r, %) |      |      |
|--------------------|---------------------------|------|------|------------------------|------|------|
|                    | 2022                      | 2023 | 2024 | 2022                   | 2023 | 2024 |
| USA                | 2,0                       | 0,9  | 0,6  | 8,1                    | 4,3  | 2,3  |
| Japonia            | 1,3                       | 0,5  | 1,2  | 2,4                    | 0,5  | 0,4  |
| Strefa euro        | 3,3                       | -0,5 | 0,8  | 8,5                    | 7,3  | 3,2  |
| Niemcy             | 1,8                       | -0,7 | 0,9  | 9,0                    | 7,6  | 2,9  |
| Francja            | 2,5                       | -0,1 | 0,9  | 6,0                    | 5,4  | 2,9  |
| Włochy             | 3,8                       | -0,4 | 1,0  | 8,8                    | 8,3  | 2,8  |
| Hiszpania          | 4,5                       | 0,3  | 1,3  | 8,4                    | 4,0  | 3,3  |
| Wlk. Brytania      | 4,4                       | -0,9 | 0,8  | 9,2                    | 8,2  | 3,9  |
| Chiny              | 3,0                       | 4,4  | 4,9  | 2,0                    | 2,2  | 2,1  |
| Brazylia           | 3,1                       | 0,5  | 1,7  | 9,3                    | 4,5  | 4,2  |
| Meksyk             | 3,2                       | 1,5  | 0,9  | 7,9                    | 5,6  | 4,5  |
| Rosja              | -3,3                      | -1,5 | 2,0  | 13,8                   | 7,5  | 4,5  |
| Indie              | 7,0                       | 5,4  | 6,0  | 6,7                    | 5,4  | 5,9  |
| Indonezja          | 5,2                       | 4,5  | 4,8  | 4,2                    | 4,4  | 4,1  |
| RPA                | 2,4                       | 1,2  | 1,5  | 6,9                    | 5,9  | 4,9  |
| Turcja             | 4,9                       | 3,1  | 4,3  | 72,5                   | 55,2 | 29,8 |
| Kraje rozwinięte   | 2,6                       | 0,4  | 0,9  | 7,5                    | 5,1  | 2,5  |
| Kraje wschodzące   | 3,9                       | 3,4  | 4,1  | 8,8                    | 6,9  | 5,0  |
| Świat              | 3,4                       | 2,2  | 2,8  | 8,2                    | 6,2  | 4,0  |

### Prognoza kluczowych stóp procentowych

Kraje rozwinięte

|               | 28.12.2022 | Amundi +6 m. | Konsensus +6 m. | Amundi +12 m. | Konsensus +12 m. |
|---------------|------------|--------------|-----------------|---------------|------------------|
| USA           | 4,50       | 5,25         | 5,00            | 5,25          | 4,50             |
| Strefa euro   | 2,00       | 3,25         | 3,30            | 3,25          | 3,50             |
| Japonia       | -0,10      | 0,00         | 0,08            | 0,00          | 0,30             |
| Wlk. Brytania | 3,50       | 4,50         | 4,70            | 4,50          | 4,70             |

Kraje wschodzące

|          | 20.12.2022 | Amundi +6 m. | Konsensus +6 m. | Amundi +12 m. | Konsensus +12 m. |
|----------|------------|--------------|-----------------|---------------|------------------|
| Chiny    | 3,65       | 3,65         | 3,65            | 3,65          | 3,65             |
| Indie    | 6,25       | 6,50         | 6,45            | 6,50          | 6,30             |
| Brazylia | 13,75      | 13,50        | 13,55           | 11,50         | 11,60            |
| Rosja    | 7,50       | 7,50         | 7,15            | 7,50          | 7,00             |

### Prognoza stóp długoterminowych

Rentowności obligacji 2-letnich

|               | 28.12.2022 | Amundi +6 m. | Forward +6 m. | Amundi +12 m. | Forward +12 m. |
|---------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| USA           | 4,34       | 4,0/4,20     | 4,09          | 3,40/3,60     | 3,86           |
| Niemcy        | 2,64       | 2,40/2,60    | 2,61          | 2,40/2,60     | 2,42           |
| Japonia       | 0,01       | 0,1/0,20     | 0,08          | 0,1/0,2       | 0,13           |
| Wlk. Brytania | 3,52       | 3,20/3,40    | 3,48          | 3,30/3,50     | 3,67           |

Rentowności obligacji 10-letnich

|               | 28.12.2022 | Amundi +6 m. | Forward +6 m. | Amundi +12 m. | Forward +12 m. |
|---------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| USA           | 3,83       | 3,60/3,80    | 3,80          | 3,50/3,70     | 3,77           |
| Niemcy        | 2,49       | 2,30/2,50    | 2,48          | 2,30/2,50     | 2,46           |
| Japonia       | 0,45       | 0,40/0,60    | 0,59          | 0,40/0,60     | 0,67           |
| Wlk. Brytania | 3,69       | 3,60/3,80    | 3,76          | 3,60/3,80     | 3,84           |

### Prognoza dla walut

|         | 29.12.2022 | Amundi II kw. 2023 r. | Konsensus II kw. 2023 r. | Amundi IV kw. 2023 r. | Konsensus IV kw. 2023 r. |         | 29.12.2022 | Amundi II kw. 2023 r. | Konsensus II kw. 2023 r. | Amundi IV kw. 2023 r. | Konsensus IV kw. 2023 r. |
|---------|------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|---------|------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|
| EUR/USD | 1,07       | 1,02                  | 1,05                     | 1,10                  | 1,08                     | EUR/SEK | 11,16      | 11,02                 | 10,80                    | 10,31                 | 10,50                    |
| USD/JPY | 133        | 132                   | 135                      | 123                   | 131                      | USD/CAD | 1,35       | 1,37                  | 1,32                     | 1,28                  | 1,30                     |
| EUR/GBP | 0,88       | 0,89                  | 0,88                     | 0,90                  | 0,88                     | AUD/USD | 0,68       | 0,65                  | 0,67                     | 0,75                  | 0,70                     |
| EUR/CHF | 0,98       | 0,94                  | 0,99                     | 1,03                  | 1,01                     | NZD/USD | 0,63       | 0,60                  | 0,62                     | 0,66                  | 0,65                     |
| EUR/NOK | 10,53      | 10,43                 | 10,15                    | 9,74                  | 9,85                     | USD/CNY | 6,96       | 7,10                  | 7,00                     | 6,80                  | 6,85                     |

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 różnicowanie 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 PORTFOLIO STRATEGY



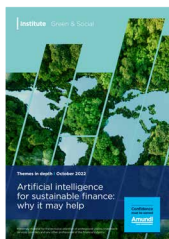
**How do institutions segment their investment universe? (25-10-2022)**

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

**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 Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

### THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



**Themes in depth/ Artificial intelligence for sustainable finance: why it may help (13-10-2022)**

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

**Themes at a glance/ Artificial Intelligence and ESG: How do they fit? (13-10-2022)**

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

### COMPASS



**Inflationary era demands new approach from pension plans (08-12-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

### DISCUSSION PAPERS



**Pension funds: reorienting asset allocation in an inflation-fuelled world (1-12-2022)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

### INVESTMENT INSIGHTS MARKET STORIES



**Emerging Markets Charts and Views - EM investing after the great repricing (27-10-2022)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - DEFEND Monica, Head of 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



#### **Hawkish surprise from the ECB (19-12-2022)**

AINOUZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy – Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

#### **Fed: Staying the course until the job is done (16-12-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Padesh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute

#### **UK Fiscal Budget: main political, social and market implications (21-11-2022)**

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategy Research - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - MIJOT Eric, Head of Global Equity Strategy - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics, Amundi Institute

#### **US mid-term election: no red tide (10-11-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics - Amundi Institute - UPADHYAYA Padesh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

### WORKING PAPERS



#### **The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)**

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

#### **Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)**

BARAHHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Nouredine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

#### **Incorporating ESG Risk In Fundamental Market Risk Models (18-11-2022)**

Dr. SCHWEIMAYER Gerhard, Amundi Germany - STOYANOVA Niya, LMU (University of Munich)

### INVESTMENT OUTLOOK



#### **2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)**

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

### ASSET CLASS VIEWS



#### **Asset Class Return Forecasts - Q4 2022 (04-11-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

### ESG



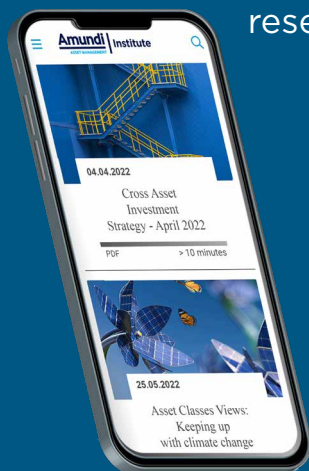
#### **ESG Thema - Special COP15 - The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)**

CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst - DUTTA Basundhara, ESG Advocacy Analyst - DAY Apolline, Institutional Marketing Analyst

#### **Biodiversity : It's Time to Protect Our Only Home (07-12-2022)**



**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 High Forecasts  
ESG Quant Investment Yield Real Estate  
Strategies Allocation

## WAŻNE INFORMACJE

Niniejszy dokument służy wyłącznie celom informacyjnym.

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

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

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

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie pochodzą od Amundi Asset Management SAS i są aktualne na dzień 29 grudnia 2022 r. Dywersyfikacja nie gwarantuje zysku ani nie chroni przed stratą. Niniejszy dokument dostarczany jest bez jakichkolwiek gwarancji, a użytkownik tych informacji przyjmuje na siebie całe ryzyko związane z ich wykorzystaniem. Dane historyczne i analizy nie powinny być traktowane jako wskazówki ani gwarancje dla celów jakichkolwiek analiz przyszłych wyników, prognoz lub przewidywań. Poglądy wyrażone w odniesieniu do trendów rynkowych i gospodarczych są poglądami autorów, a niekoniecznie Amundi Asset Management SAS, i mogą ulec zmianie w dowolnym momencie w oparciu o warunki rynkowe i inne, przy czym nie można mieć pewności, że kraje, rynki lub sektory będą funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami. Opinie te nie powinny być traktowane jako porady inwestycyjne, rekomendacje dotyczące papierów wartościowych ani jako wskazanie do obrotu jakimkolwiek produktem Amundi. Inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym ryzykiem rynkowym, politycznym, płynności i walutowym.

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

Data pierwszego użycia: 2 stycznia 2023

Dokument wydany przez Amundi Asset Management, spółkę typu société par actions simplifiée — SAS — o kapitale zakładowym 1 143 615 555 EUR – Menedżera portfela regulowanego przez AMF i posiadającego numer GPO4000036 – Siedziba: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Zdjęcia: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - bjdldz;

## Redaktor naczelny

**DEFEND Monica**, Szef Instytutu Amundi  
**MORTIER Vincent**, Szef Grupy ds. inwestycji

## Redaktorzy

**BERTINO Claudia**, Szef jednostki Amundi Investment Insights & Publishing  
**FIOROT Laura**, Szef Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów

## Autorzy z Instytutu Amundi

**AINOUZ Valentine**, Szef ds. globalnej strategii instrumentów stałochodowych, CFA  
**BERARDI Alessia**, Szef ds. badań makroekonomicznych i strategicznych rynków wschodzących  
**BERTONCINI Sergio**, Starszy specjalista ds. strategii badań instrumentów stałochodowych  
**BOROWSKI Didier**, Szef ds. badań polityki makroekonomicznej  
**CESARINI Federico**, Szef ds. walut rynków rozwiniętych, specjalista ds. analiz strategii wieloaktywowych  
**DROZDIK Patryk**, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących  
**GEORGES Delphine**, Starszy specjalista ds. analiz instrumentów stałochodowych

## Z udziałem Amundi Investment Insights

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

## Koncepcja i produkcja

**BERGER Pia**, Specjalista ds. komunikacji  
**PONCET Benoît**, Specjalista ds. komunikacji

## Zastępcy redaktorów

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

**HERVÉ Karine**, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych na rynkach wschodzących  
**HUANG Claire**, Starszy specjalista ds. strategii makroekonomicznych rynków wschodzących  
**PANELLI Francesca**, Specjalista Działu Analiz Inwestycyjnych i Klientów  
**PORTELLI Lorenzo**, Szef ds. strategii portfeli wieloaktywowych, szef ds. analiz Amundi Italy  
**USARDI Annalisa**, Starszy ekonomista  
**VARTANESYAN Sosi**, Starszy analityk ds. obligacji skarbowych

**NIALL Paula**, Pion Analiz Inwestycyjnych i Pion Klientów