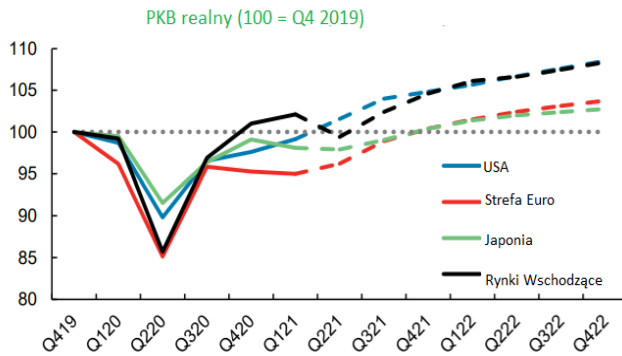




GLOBALNE PROGNOZY GOSPODARCZE – NASZE OBECNE NASTAWIENIE



Podczas gdy banki centralne państw rozwiniętych utrzymują nadal niski poziom stóp procentowych, uważamy że będą one musiały ostatecznie zareagować na prognozowane przez nas, mocne odbicie aktywności gospodarczej w najbliższym czasie, które wspiera reflacyjne otoczenie gospodarki. Oczekujemy, że proces zacieśniania polityki monetarnej będzie postępować stopniowo, a realne stopy procentowe pozostaną jeszcze przez pewien czas na niskim poziomie. Pierwszym krokiem w zmianie prowadzonej polityki może być tzw. „taper tantrum”, czyli proces wygaszania programu skupu

aktywów. Uważamy, że Fed rozpocznie ten proces już na początku przyszłego roku, a pierwsze podwyżki stóp procentowych w USA mogą mieć miejsce w I kwartale 2023 roku. Zwracamy uwagę, że kilka banków centralnych państw rynków wschodzących dokonało już podwyżek kosztu pieniądza (np. rosyjski), a kolejne mogą iść tą drogą już niebawem. Spodziewamy się, że po przeglądzie strategii (który prawdopodobnie zakończy się we wrześniu), EBC jasno zakomunikuje utrzymanie akomodacyjnej polityki monetarnej.

Inflacja może pozostać kluczową kwestią na rynkach finansowych w najbliższej przyszłości. Ekonomiści Grupy BNP Paribas zrewidowali swoje prognozy inflacyjne w górę zwracając uwagę, że podwyższona dynamika wzrostu cen może być obecna na rynkach w dłuższym okresie czasu.

W takim otoczeniu, prognozujemy dalszy wzrost rentowności obligacji skarbowych. Dla amerykańskich 10-letnich *Treasuries* widzimy przestrzeń do wzrostu w kierunku 1,7%, a dla 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych do 0% na koniec III kwartału b.r. Spodziewamy się, że krzywa rentowności w Europie będzie coraz bardziej stroma, natomiast w USA pozostanie płaska.

Pozostajemy pozytywnie nastawieni do ryzykownych aktywów takich jak min. akcje. Zyski, jak i wyceny spółek powinny rosnać w obliczu mocnego odbicia aktywności gospodarczej i środowiska reflacyjnego. Zagranicą preferujemy przede wszystkim akcje spółek europejskich i brytyjskich gdzie w indeksach dominują pozytywnie oceniane przez nas spółki cykliczne, szczególnie z sektora finansowego. Pozytywnie podchodzimy również do instrumentów udziałowych z obszaru Emerging Markets. Sezonowo, okres wakacyjny to czas lepszego zachowania bardziej defensywnych sektorów takich jak np. opieka zdrowotna.

W powyższym otoczeniu podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do obligacji korporacyjnych względem skarbowych. Stopniowa poprawa otoczenia makroekonomicznego powinna przełożyć się na fundamentalne polepszenie rynku kredytowego z uwagi min. na zwiększenie płynności kredytobiorców oraz delewarowanie bilansów przedsiębiorstw. W związku z poprawą wypłacalności przedsiębiorstw, ekonomiści grupy BNP Paribas posiadają pozytywne nastawienie do obligacji wysokodochodowych (high-yield). Zwracamy jednocześnie uwagę na wysokie wyceny obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym.

Biorąc pod uwagę wielkość planowanych wydatków fiskalnych w Stanach Zjednoczonych w połączeniu z rosnącymi oczekiwaniami odnośnie podwyżki stóp przez FED w 2023 roku, ekonomiści grupy BNP Paribas prognozują aprecjację amerykańskiego dolara w II połowie b.r. (EUR/USD na poziomie 1,17 na koniec br.).

W krótkim terminie jesteśmy neutralnie nastawieni do metali przemysłowych z uwagi na prognozowany, niższy popyt na surowce ze strony Chin w II połowie roku. Nie zmienia to jednak naszego długoterminowego, pozytywnego nastawienia do tej grupy aktywów. W krótkim terminie pozytywnie oceniamy perspektywy ropy naftowej – zdaniem ekonomistów grupy BNP Paribas, notowania ropy Brent powinny osiągnąć poziom 80 USD/brk na koniec III kwartału b.r. z uwagi na postępującą odbudowę popytu na surowiec i produkty ropopochodne. Pozytywnie na kwotowania

surowca powinny również wpłynąć ograniczenia podaży zaimplementowane przez państwa OPEC+. Zwracamy uwagę na potencjalne zawarcie porozumienia nuklearnego z Iranem, który może implikować wzrost eksportu ropy z tego obszaru.

Jeżeli chodzi o krajowe aktywa to podtrzymujemy naszą umiarkowaną pozytywną ocenę rynku akcji. W ostatnim czasie obserwujemy poprawę relatywnej siły krajowego rynku akcji względem rynków bazowych. W efekcie, WIG20 wybił się w pierwszej połowie maja z kilkumiesięcznej konsolidacji i przekroczył poziom 2 100 pkt. Sprzyjającymi trendami dla WIG20 jest napływ kapitału w kierunku spółek cyklicznych i emerging markets. Z kolei segment średnich i mniejszych podmiotów wspierany jest rosnącymi napływami środków inwestorów do funduszy akcji. Odbicie gospodarcze związane z zakończeniem pandemii COVID-19 może być ponadto przedłużone nowymi programami fiskalnymi („Polski Łód”), co jest sprzyjające dla wyników finansowych spółek notowanych na GPW. **Jeżeli chodzi o rynek długu jesteśmy umiarkowanie negatywnie nastawieni do obligacji skarbowych**, co oznacza preferencje dla obligacji skarbowych charakteryzujących się zapadalnością od 1,5 do 3,5 roku. Rentowności obligacji skarbowych mogą być jednak pod presją zachowania się globalnych rynków obligacji, dlatego **w przypadku rynku długu preferujemy ekspozycję na obligacje korporacyjne.** Na rynku walutowym podtrzymujemy nasze prognozy umocnienia złotego w horyzoncie drugiej połowy roku (EUR/PLN = 4,45).

WZROST GOSPODARCZY:

PKB kw/kw [%]	2021				2022				PKB r/r [%]		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	2021	2022
USA	1,6	2,4	2,4	0,8	0,8	1,0	0,9	0,9	-3,5	6,9	4,7
Strefa euro	-0,3	1,3	2,8	1,5	1,1	0,9	0,7	0,6	-6,7	4,8	5,2
Niemcy	-1,8	2,0	3,2	1,5	1,1	0,8	0,6	0,6	-5,1	3,7	5,5
Chiny	0,6	1,0	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	2,3	8,7	5,3
Japonia	-1,0	-0,2	1,2	1,4	1,0	0,6	0,4	0,3	-4,7	2,2	3,3
Wielka Brytania	-1,5	5,7	2,9	1,4	0,9	0,6	0,5	0,5	-9,8	7,8	5,6
Polska	1,1	2,0	2,6	1,3	1,2	0,9	0,9	0,7	-2,7	5,3	5,4

Szybka i silna reakcja rządów na pandemię COVID-19 pomogła utrzymać zdolności prędkiego odreagowania światowej gospodarki po recesji, co doprowadziło do okresu reflacji. Ostatnie odczyty wskaźników gospodarczych pokazują, że rynek pracy w państwach rozwiniętych gospodarek pozostaje relatywnie mocny. Nastroje wśród konsumentów również ulegają stopniowej poprawie, a nadmiar oszczędności nagromadzonych podczas pandemii stanowi bufor dla niekorzystnych zdarzeń oraz źródło ewentualnych, pozytywnych niespodzianek w zakresie konsumpcji gospodarstw.

Kluczowy czynnik leżący u podstaw prognoz ekonomistów Grupy BNP jest to, że wsparcie fiskalne i monetarne będzie trwało dłużej niż w typowym cyklu. Nie spodziewają się oni w tym roku istotnego zacieśniania polityki fiskalnej w państwach należących do grupy krajów rozwiniętych. Z kolei konsolidacja fiskalna na rynkach wschodzących będzie prawdopodobnie postępować w ograniczonym zakresie.

Zwracamy uwagę na pięć istotnych tematów w omawianym zakresie:

1) Inflacja

Ekspansywna polityka monetarna i fiskalna doprowadziła do szybkiej odbudowy popytu, co w połączeniu z rosnącymi cenami surowców przemysłowych i energetycznych spowodowało mocne odbicie dynamiki cen. W perspektywie krótkoterminowej widzimy możliwości dalszych zaskoczeń w przedmiocie odczytów wskaźnika inflacji. Możemy się również spodziewać dalszego wzrostu oczekiwań inflacyjnych konsumentów i biznesu, a także silniejszej presji płacowej. Ostatnie dane w zakresie dynamiki wzrostu wynagrodzeń w USA pokazały, że jest

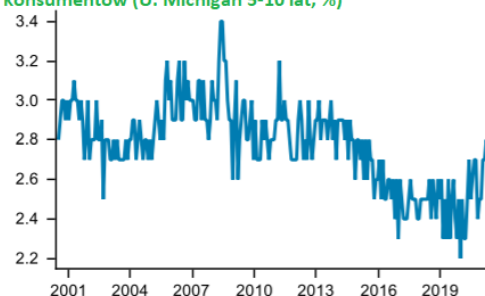
Inflacja r/r [%]	2020	2021	2022
USA	1,2	3,9	2,7
Strefa euro	0,3	2,1	1,8
Chiny	2,5	1,7	2,8
Japonia	0,0	0,0	0,2
Wielka Brytania	0,9	1,8	2,5
Polska	3,3	4,5	4,1



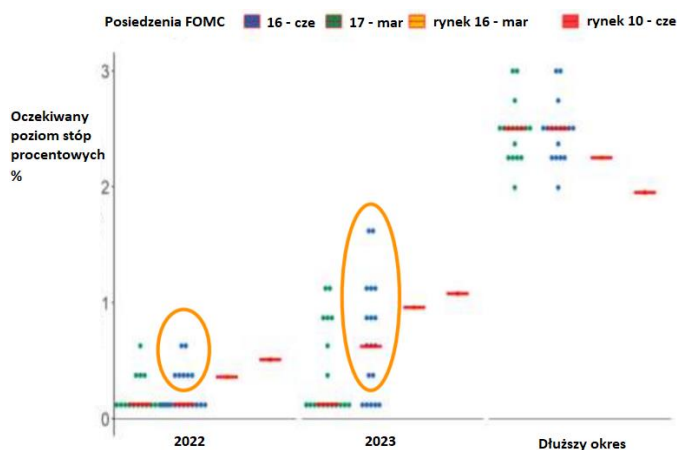
ona wysoka, w szczególności biorąc pod uwagę obecną stopę bezrobocia. Drugim czynnikiem mogącym wpływać istotnie na poziom cen w najbliższym czasie pozostaje nierównowaga podaży-popytu, która jest wynikiem min. zerwania łańcuchów dostaw i niedoborem siły roboczej.

W naszym scenariuszu bazowym, presja inflacyjna nie spowoduje jednak w tym roku zmiany gołębiego podejścia banków centralnych państw rozwiniętych do polityki monetarnej. Z kolei w przypadku rynków wschodzących, jastrzębie nastawienie powinno stopniowo przemawiać do coraz większej grupy decydentów. Wg ekonomistów Grupy BNP Paribas istnieje duża szansa, że wyższy poziom inflacji będzie się w tych państwach utrzymywał w dłuższym terminie, pomimo prowadzonej polityki normalizacji (zarówno fiskalnej, jak i monetarnej) z uwagi na presję cenową produktów żywnościowych i inflację bazową.

Długoterminowe oczekiwania inflacyjne amerykańskich konsumentów (U. Michigan 5-10 lat, %)



2) Polityka monetarna banków centralnych



Po czerwcowym posiedzeniu, więcej członków FED spodziewa się podwyżek stóp procentowych w najbliższych, dwóch latach. Źródło: FED, BNP Paribas.

Ekonomiści Grupy BNP Paribas spodziewają się, że proces normalizacji polityki monetarnej będzie postępował wolniej niż w przypadku poprzednich cykli gospodarczych, jednak banki centralne będą musiały skorzystać z tych narzędzi w celu ograniczenia presji inflacyjnej.

Zakładamy, że Fed dostarczy więcej informacji w kwestii planowanego zakończenia programu skupu aktywów na wrześniowym posiedzeniu. Pierwsze działania w zakresie tapering-u mogą mieć miejsce już w styczniu przyszłego roku, a pierwsze podwyżki stóp procentowych mogą nastąpić w I kwartale 2023 roku.

r. W zamian za to może zostać wprowadzony „elastyczny” program skupu aktywów, który będzie miał zasadnicze znaczenie dla zabezpieczenia korzystnych warunków finansowania w środowisku po zakończeniu PEPP. Nie spodziewamy się podwyższenia stopy depozytowej w strefie euro przed 2024 rokiem.

Z kolei w przypadku EBC, ekonomiści Grupy BNP prognozują zakończenie programu awaryjnego skupu aktywów na wypadek pandemii (PEPP) w marcu 2022

Banki centralne niektórych państw z obszaru Emerging Markets takich jak min. Brazylia, Rosja i Węgry dokonały już pierwszych podwyżek stóp procentowych. Spodziewamy się, że tym śladem pójdą w najbliższym czasie kolejne państwa tej grupy. Jeżeli tak jak się spodziewamy napływające w najbliższych miesiącach dane w kraju będą potwierdzać dobrą koniunkturę, to publikacja listopadowych projekcji NBP może być dobrym momentem na zmianę w polityce pieniężnej. W podobnym tonie wypowiedział się ostatnio najbardziej „gołębi” członek RPP Eryk Łon, który wskazał, że w listopadzie będzie można zastanowić się nad optymalnym sposobem prowadzenia polityki pieniężnej na przełomie 2021 i 2022 roku. W tym świetle w naszym scenariuszu bazowym przewidujemy podwyżkę stopy referencyjnej NBP o 15pb na listopadowym posiedzeniu RPP.

3) Niepewność geopolityczna

Nominacja Joe Biden’a na prezydenta USA spowodowała powrót do bardziej tradycyjnego i przewidywalnego stylu komunikacji w polityce zagranicznej, ożywiając jednocześnie globalną współpracę (przykładem jest niedawne porozumienie G7 w sprawie opodatkowania firm międzynarodowych). Ostatnia komunikacja na linii USA-Chiny potwierdza jednak nasz pogląd, że nowa administracja nie zmienia zasadniczo swojego jastrzębiego nastawienia wobec Chin, dzięki czemu ewentualne eskalacje napięć w tym zakresie mogą okresowo wpływać na podwyższoną zmienność na rynkach. Z kolei we wrześniu odbędą się wybory do niemieckiego Bundestagu, a we Francji rozpocznie się kampania wyborcza do przyszłorocznych wyborów Prezydenckich.





Z poważaniem,

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego,
Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.

NOTA PRAWNA

Nadzór nad Biurem Maklerskim BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej BM) dla klientów BM wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Niniejsza analiza nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta BNP Paribas Bank Polska S.A. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM, opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne i BM nie gwarantuje ich sprawdzenia się. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Analiza udostępniana jest na stronie [www BNP Paribas Bank Polska](http://www.bnp-paribas.pl) oraz wysyłana poprzez pocztę elektroniczną. Niniejsza analiza nie posiada daty ważności. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tej publikacji lub jej części bez zgody BM.

