



GLOBALNE PROGNOZY GOSPODARCZE – NASZE OBECNE NASTAWIENIE

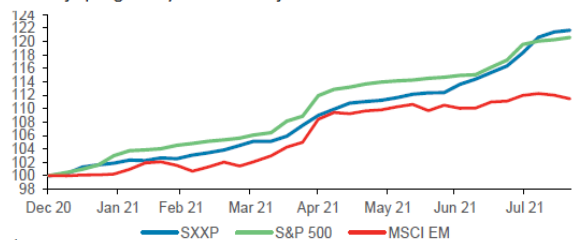
W najnowszej aktualizacji prognoz gospodarczych ekonomiści BNP Paribas rewidują w dół oczekiwaną dynamikę koniunktury w drugiej połowie bieżącego roku, równocześnie (i ponownie) podwyższają oczekiwania odnośnie inflacji. W przyszłym roku, polityka monetarna i fiskalna będzie nadal wspierać szybki wzrost gospodarczy, jednak w krótkim terminie światowa gospodarka będzie znajdować się pod wpływem negatywnego szoku podażowego. Zaburzone łańcuchy dostaw w skutek ubiegłorocznego lockdown oraz przejściowo ograniczona produkcja i zmniejszone poziomy zapasów ostatnich kwartałach z gwałtownym odbiciem popytu, co wpływa na wydłużenie czasu dostaw i rosnącą presję cenową. Spodziewamy się wygaśnięcia obecnych utrudnień w horyzoncie kolejnych kwartałów, jednak przyznajemy, że są one dotychczas większe od naszych oczekiwań.

Uważamy, że pomimo bardziej wymagającego środowiska, banki centralne państw rozwiniętych będą nadal utrzymywać niski poziom stóp procentowych, stawiając przede wszystkim na wsparcie wzrostu gospodarczego i uznając równocześnie większość czynników pro-inflacyjnych jako przejściowe. Oczekujemy, że proces zacieśniania polityki monetarnej będzie postępować stopniowo, a realne stopy procentowe pozostaną jeszcze przez pewien czas na niskim poziomie.

W takim otoczeniu prognozujemy wyższe rentowności obligacji skarbowych. Dla amerykańskich 10-letnich *Treasuries* widzimy przestrzeń do wzrostu w kierunku 1,7%, a dla 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych do -0,1% na koniec IV kwartału b.r. oraz odpowiednio 2,0% i 0,0% na koniec przyszłego roku.

Pozostajemy pozytywnie nastawieni do ryzykownych aktywów takich jak min. akcje. Zyski, jak i wyceny spółek powinny rosnąć 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 wybranych sektorów i krajów z obszaru Emerging Markets. O ile w krótkim terminie spowolnienie gospodarcze i zwiększony nacisk Chin na wprowadzenie regulacji ciąży notowaniom tamtejszych spółek, to w dłuższej perspektywie obecne wyceny robią się coraz bardziej atrakcyjne.

Rewizje prognoz zysków na akcje w 2021 r.



Źródło: Factset, BNP Paribas

W powyższym otoczeniu podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do obligacji korporacyjnych względem skarbowych. 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, ekonomiści grupy BNP Paribas prognozują aprecjację amerykańskiego dolara w II połowie b.r. (EUR/USD na poziomie 1,15 na koniec br. i 1,12 na koniec 2022 r.).

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. Analogicznie podchodzimy względem perspektyw kształtowania się cen ropy naftowej – zdaniem ekonomistów grupy BNP Paribas, notowania ropy Brent powinny konsolidować się na obecnych poziomach do końca roku (74 USD za baryłkę ropy Brent) i wzrosnąć do 80 USD/brk na koniec przyszłego roku. Z jednej strony obserwujemy postępującą odbudowę popytu na surowiec i produkty ropopochodne. Z drugiej strony państwa OPEC+ stopniowo ograniczają zaimplementowane w ubiegłym roku ograniczenia podażowe.



Również w przypadku złota, krótkoterminowe perspektywy są mniej korzystne z uwagi na oczekiwania rosnących, realnych rentowności obligacji skarbowych oraz umocnienie amerykańskiego dolara. Z drugiej strony podtrzymujemy długoterminowy cel dla notowań złota w przedziale 1 800 – 2 000 USD podkreślając rolę surowca jako elementu dywersyfikującego portfel inwestycyjny w okresie rynkowych zawirowań.

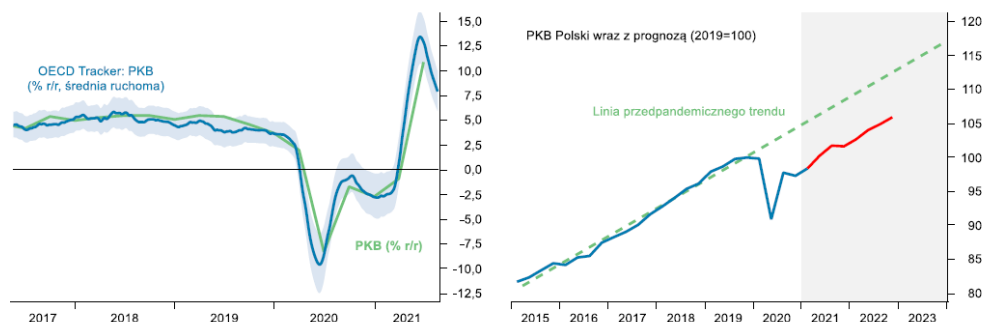
Jeżeli chodzi o krajowe aktywa to podtrzymujemy naszą umiarkowanie pozytywną ocenę rynku akcji. W ostatnim czasie obserwujemy poprawę relatywnej siły krajowego rynku akcji względem rynków bazowych. W efekcie, WIG20 kolejny raz wybił się w drugiej połowie sierpnia z kilkumiesięcznej konsolidacji i przekroczył poziom 2 300 pkt. Sprzyjającymi trendami dla WIG20 jest napływ kapitału w kierunku spółek cyklicznych oraz niskie wyceny. Z kolei segment średnich i mniejszych podmiotów wspierany jest rosnącymi napływami środków inwestorów do krajowych funduszy akcji, które zyskują na popularności w środowisku zerowych stóp procentowych. **Jeżeli chodzi o krajowy rynek długu jesteśmy umiarkowanie negatywnie nastawienie do obligacji skarbowych**, co oznacza preferencje dla papierów dłużnych 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 lekkiego umocnienia złotego w horyzoncie drugiej połowy roku (EUR/PLN = 4,5). Dla złotego kluczowym czynnikiem jest nastawienie Rady Polityki Pieniężnej – rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych w ślad za państwami w regionie (Czechy, Węgry) powinno sprzyjać umocnieniu złotego. Z drugiej strony utrzymanie dotychczasowej retoryki odnośnie faktu, że wysoka inflacja jest przejściowa i brak podwyżek stóp procentowych do końca roku może wpływać na deprecjację krajowej waluty.

WZROST GOSPODARCZY:

| PKB kw/kw [%] | 2021 | | | | 2022 | | | | PKB r/r [%] | | |
|-----------------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-------------|------|------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 2021 | 2022 | 2023 |
| USA | 1,5 | 1,6 | 1,3 | 1,5 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 0,9 | 6,0 | 5,3 | 3,3 |
| Strefa euro | -0,3 | 2,0 | 2,2 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 5,0 | 5,2 | 2,3 |
| Niemcy | -2,0 | 1,6 | 2,2 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 2,8 | 5,3 | 2,4 |
| Chiny | 0,4 | 1,3 | 0,5 | 1,8 | 1,4 | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 8,2 | 5,6 | 5,4 |
| Japonia | -0,9 | 0,3 | 0,1 | 1,0 | 0,5 | 0,7 | 0,5 | 0,6 | 2,1 | 2,4 | 1,6 |
| Wielka Brytania | -1,6 | 4,8 | 2,5 | 2,1 | 1,3 | 0,8 | 0,6 | 0,5 | 7,0 | 6,3 | 2,1 |
| Polska | 1,3 | 1,9 | 2,1 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 5,3 | 5,4 | 4,5 |

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 gospodarok 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.

Jeżeli chodzi o Polskę, to spodziewamy się, że wzrost gospodarczy utrzyma się na wysokim poziomie w najbliższych kwartałach, choć dane w ujęciu rocznym będą prawdopodobnie mniej spektakularne w pozostałej części roku, głównie ze względu na mniej korzystne efekty bazy. Mimo to przewidujemy wzrost powyżej 5% r/r przynajmniej do końca 2021 roku.



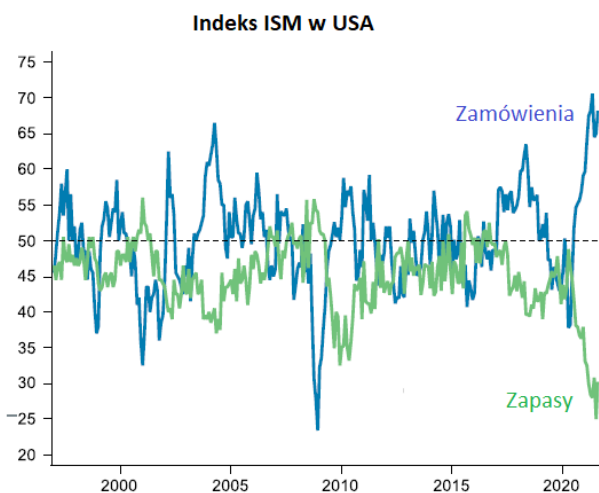
Poniżej zwracamy uwagę na cztery kluczowe tematy dla światowej gospodarki, które mogą stanowić zarówno pozytywne, jak i negatywne czynniki ryzyka dla globalnego wzrostu:

1) Inflacja pod wpływem szoku podażowego

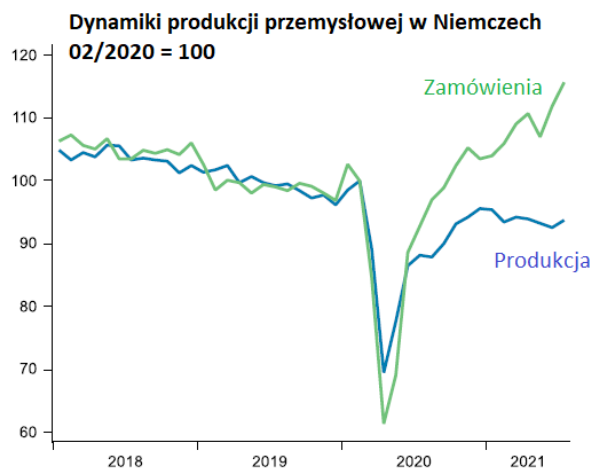
Ekspansywna polityka monetarna i fiskalna doprowadziła do szybkiej odbudowy popytu, co w połączeniu z rosnącymi cenami surowców przemysłowych i energetycznych spowodowało mocne odbicie dynamiki cen z uwagą na szybkie odrodzenie popytu. O ile pierwsza fala pandemii oraz lockdown mocniej wpłynęła właśnie na popyt, to podczas kolejnych epizodów z wprowadzonymi restrykcjami popyt ustabilizował się, a strona podażowa rynku była jeszcze ograniczona. Obecnie naszym bazowym scenariuszem jest ustabilizowanie się globalnych łańcuchów dostaw w horyzoncie połowy przyszłego roku. Nierównowaga w zakresie wysokiego popytu i nie mogącej mu sprostać podaży jest naszym głównym argumentem za obniżką krótkoterminowych prognoz wzrostu gospodarczego. Jednocześnie uważamy, że wysoki bufor w postaci oszczędności gospodarstw domowych i silny rynek pracy pozwolą na utrzymanie popytu w 2022 r., pomimo rosnących cen dóbr i usług.

| Inflacja r/r [%] | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------|------|------|------|
| USA | 4,2 | 2,8 | 2,4 |
| Strefa euro | 2,4 | 2,1 | 1,7 |
| Chiny | 1,2 | 2,8 | 2,5 |
| Japonia | -0,2 | 0,3 | 0,5 |
| Wielka Brytania | 2,3 | 3,3 | 2,0 |
| Polska | 4,5 | 4,2 | 3,6 |

W perspektywie krótkoterminowej widzimy więc możliwość utrzymania się zaskoczeń w odczytach wskaźnika inflacji. Spodziewamy się również dalszego wzrostu oczekiwań inflacyjnych konsumentów i biznesu także z powodu silniejszej presji płacowej. Ostatnie dane w zakresie dynamiki wzrostu wynagrodzeń w USA pokazały, że jest ona wysoka, w szczególności biorąc pod uwagę obecną stopę bezrobocia.

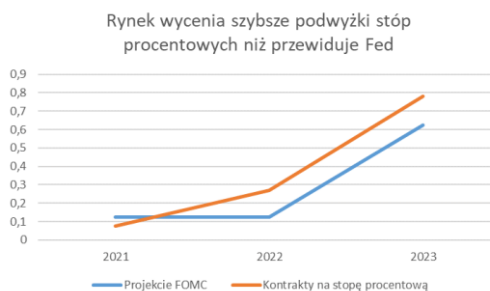


Źródło: BNP Paribas



2) Polityka monetarna banków centralnych

Podtrzymujemy nasz scenariusz bazowy, że presja inflacyjna nie spowoduje zmiany gołębiego podejścia banków centralnych państw rozwiniętych do polityki monetarnej, a Ekonomiści Grupy BNP Paribas spodziewają się, że proces jej normalizacji będzie postępował wolniej niż w przypadku poprzednich cykli gospodarczych. Pomimo coraz wyższej inflacji, banki centralne cały czas podkreślają wysoką niepewność odnośnie dalszego wzrostu gospodarczego. Ponadto, ryzyko przedwczesnego zacieśniania polityki pieniężnej jest cały czas oceniane jako większe, niż dopuszczenie gospodarki do „przeegrzania”.

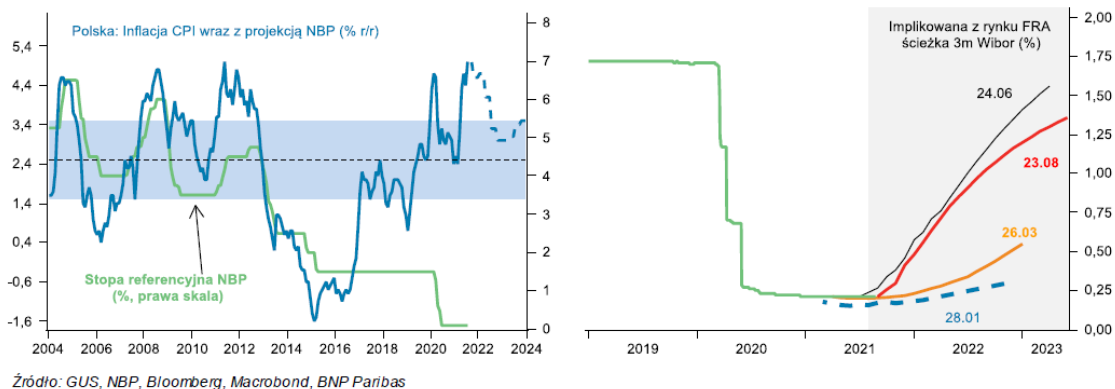


Źródło: BNP Paribas, Bloomberg

Pierwszym krokiem w zmianie prowadzonej polityki może być proces wygaszania programu skupu aktywów. Uważamy, że Fed rozpocznie ten proces już na początku przyszłego roku (wyjście ze skupu ogłoszone zostanie w grudniu), a

pierwsze podwyżki stóp procentowych w USA mogą mieć miejsce w IV kwartale 2022 roku. W przypadku Europejskiego Banku Centralnego nie spodziewamy się większych zmian w dotychczasowej polityce, tzn. może on utrzymać stopy procentowe na obecnym poziomie w horyzoncie 2024 r.

Z drugiej strony, uważamy że banki centralne państw rozwijających się będą w większym stopniu brać pod uwagę rosnącą inflację w swoich decyzjach. To powinno skutkować podwyżkami stóp procentowych, głównie w obszarze Ameryki Łacińskiej oraz CEEMEA (Europa Środkowo-Wschodnia, Bliski Wschód i Afryka). **Podtrzymujemy w związku z tym naszą prognozę dokonania pierwszej podwyżki stóp procentowych przez RPP (o 15 pb.) już w listopadzie br.**



3) Niepewność geopolityczna

Z uwagi na pandemię COVID-19, w ostatnim roku czynniki geopolityczne zeszły na dalszy plan. Mogą one jednak stopniowo powracać i wpływać na decyzje inwestorów w 2022 r.

Nowa administracja Joe Bidena w USA nie zmienia zasadniczo swojego jastrzębiego nastawienia wobec Chin, dzięki czemu ewentualne eskalacje napięć w tym zakresie mogą okresowo wpływać na podwyższoną zmienność na rynkach. **W krótkim terminie nie spodziewamy się jednak powrotu napięć na linii USA-Chiny obserwując rosnącą wymianę handlową pomiędzy tymi państwami oraz stabilny przebieg rozmów dyplomatycznych.**

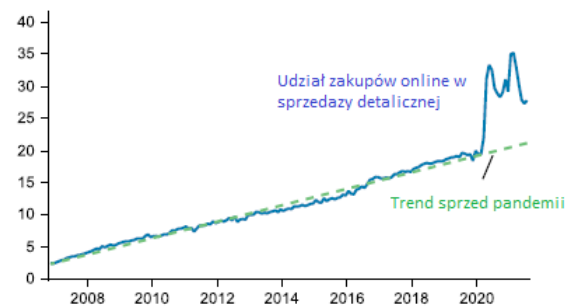
Wycofanie amerykańskich wojsk z Afganistanu, chociaż planowane od dłuższego czasu, nie przebiegło sprawnie. W dłuższym terminie pokazuje to, że trend de-globalizacji może postępować, co może mieć długoterminowy wpływ na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw i reorganizację łańcuchów dostaw. **W krótkim terminie skutkiem wycofania z Afganistanu jest drastyczny spadek popularności prezydenta Joe Bidena, co może negatywnie ważyć na popularności Demokratów w horyzoncie częściowych wyborów do Kongresu w 2022 r., a to z kolei stanowi ryzyko dla realizacji ambitnego programu inwestycyjnego i socjalnego obecnej administracji.**

W Europie zwracamy uwagę na wrześniowe wybory do niemieckiego Bundestagu. Obecnie w sondażach przewagę ma partia SPD, a utworzenie przez nią rządu zwiększa naszym zdaniem szansę na prowadzenie bardziej pro-wzrostowej polityki fiskalnej. Nie spodziewamy się natomiast większych zmian w prowadzonej polityce we Francji i Włoszech po planowanych tam wyborach prezydenckich (odpowiednio kwiecień i luty 2022).

4) COVID-19

Chociaż pandemia COVID-19 w coraz mniejszym stopniu wpływa na globalną gospodarkę, to cały czas jest to czynnik który powinien być brany pod uwagę w procesie inwestycyjnym. **Uważamy, że globalna populacja będzie musiała się zaadoptować do życia z wirusem. Stopniowy postęp w procesie szczepień oraz udowodniona w praktyce skuteczność szczepionek przełoży się na ograniczenie lockdown-ów do sfery regionalnej. Cały czas ograniczenia te będą jednak wpływać na stronę podażową rynku oraz łańcuchy logistyczne na świecie.** Rządy będą więc stawiać na promocję szczepień w celu zwiększenia w populacji udziału osób zaszczepionych przynajmniej jedną dawką, który globalnie

wynosi obecnie 40%. Ryzykiem w tym obszarze mogą być kolejne mutacje koronawirusa oraz malejąca skuteczność szczepionek, co jednak w pewnym stopniu powinno być mitygowane podawaniem przypominających dawek.



Źródło: Biuro statystyczne UK, BNP Paribas

W dłuższym terminie, pandemia wpłynęła na przyspieszenie strukturalnych trendów w światowej gospodarce jakimi są deglobalizacja i skracanie łańcuchów dostaw (tzw. reshoring), przyspieszenie rozwoju cyfrowej gospodarki (np. praca zdalna, e-commerce, rozrywka online) oraz wzrostu znaczenia i udziału wydatków rządowych dla wzrostu gospodarczego (szczególnie z naciskiem na tzw. zielone inwestycje).

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 ceny 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.bnpparibas.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.

