



## GLOBALNE PROGNOZY

Utrzymująca się na podwyższonych poziomach inflacja wywołana wzrostami cen energii, będącymi efektem agresji Rosji na Ukrainę, spowodowała obniżenie naszych prognoz wzrostu gospodarczego na świecie. Pomimo odzwierciedlenia symptomów stagfacji w nadchodzących danych ekonomicznych, nie przewidujemy wejścia globalnej gospodarki w recesję. Spodziewamy się kontynuacji silniejszego zacieśniania polityki pieniężnej przez banki centralne, co przekłada się na słabsze dane dotyczące wzrostu światowego PKB.

Nasze nastawienie do globalnego rynku akcji pozostaje neutralne, przy czym w krótkim terminie oczekujemy zmniejszania się poziomu niepewności związanego z tą klasą aktywów. Pozytywnymi sygnałami dla rynku akcji są: znaczące wyprzedzenie indeksów i pesymizm towarzyszący inwestorom oraz wyraźny spadek wyce. Nasze nastawienie do polskiego rynku akcji pozostawiamy na poziomie umiarkowanie negatywnym. Na rynku surowców naszą preferowaną ekspozycją są surowce energetyczne, neutralnie oceniamy natomiast perspektywy metali szlachetnych i przemysłowych.

W związku z kontynuacją zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce przez NBP i rosnącymi rentownościami obligacji skarbowych, utrzymujemy nasze umiarkowanie negatywne nastawienie do tej klasy aktywów w naszym kraju. Nasze nastawienie do rządowych instrumentów dłużnych gospodarek rozwiniętych, takich jak Stany Zjednoczone i Niemcy, jest jednak neutralne. Podobnie postrzegamy obligacje korporacyjne z tych regionów o ratingi inwestycyjnym. Zaznaczamy jednak, że preferujemy krótsze terminy do zapadalności.

## NOWE PROGNOZY EKONOMICZNE

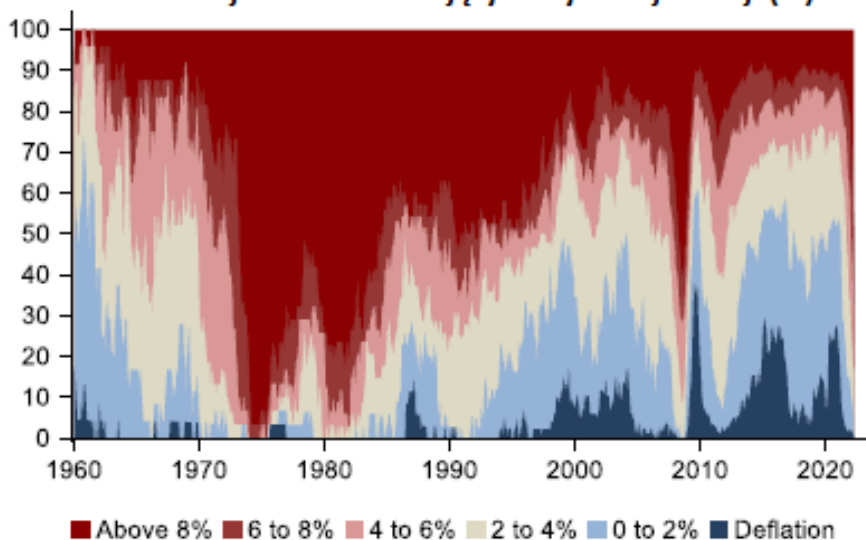
PKB r/r [%]	2021	2022		2023		2024
		Poprzednio	Aktualna prognoza	Poprzednio	Aktualna prognoza	Aktualna prognoza
USA	5,5	3,7	2,6	2,5	1,9	1,7
Strefa euro	5,0	2,8	2,5	2,7	2,3	2,2
Rynki rozwijające się	6,2	5,3	3,9	3,8	3,4	3,7
Chiny	7,9	4,9	3,7	5,5	5,7	5,0
Japonia	1,7	1,6	1,4	2,0	1,1	0,6
Wielka Brytania	7,1	3,6	3,6	1,7	1,5	1,6
Polska	5,8	3,5	5,5	2,5	1,5	3,0

W okolicznościach podwyższonej inflacji oraz oczekiwanego spowolnienia gospodarczego, ekonomiści BNP Paribas oczekują, że nadchodzące dane ekonomiczne odzwierciedlać będą stagflacyjny kontekst ostatnich kilku miesięcy. W związku z tym prognoza globalnego wzrostu PKB w 2022r. została obniżona do 3,4% względem poprzedniej prognozy na poziomie 4,8%, a w 2023r. do 3,5% z 3,8%. W 2024r., oczekujemy dynamiki na poziomie 3,3%. Zacieśniające się warunki finansowe (czyli m.in. wyższe stopy procentowe, niższy

popyt na kredyt, spadki wycen aktywów finansowych) w Stanach Zjednoczonych wpływają na obniżenie tempa wzrostu, jednakże silne fundamenty w postaci wydatków na konsumpcję oraz inwestycji biznesowych powstrzymują gospodarkę przed wejściem w recesję. W Strefie Euro w nadchodzących kwartałach oczekiwana jest sytuacja bliższa stagflacji, co spowodowane jest wysokimi cenami energii, problemami z przerwanyimi łańcuchami dostaw oraz lockdownami w Chinach wywołanymi kolejną falą pandemii. Jednym z podstawowych założeń naszych prognoz jest założenie braku recesji na rynku pracy. Powodem jest wysoki poziom oszczędności konsumentów (zgrupowanych w trakcie pandemii COVID-19) i ogólny niedobór pracowników na rynku. Głównym czynnikiem wpływającym na mocne

spowolnienie koniunktury w Polsce jest pokłosie rosyjskiej agresji na Ukrainę. Uważamy, że popyt pozostanie na stosunkowo wysokim poziomie oraz będzie wspierany przez ekspansywną politykę fiskalną i napływ uchodźców.

### Udział krajów doświadczających wysokiej inflacji (%)



Ekonomiści BNP Paribas oczekują, że inflacja stopniowo będzie powracać do przed-covidowych poziomów w większości gospodarek. W krótkim terminie najbliższych miesięcy tempo wzrostu cen będzie jednak wysokie, co spowodowane jest podwyższonymi oczekiwaniami inflacyjnymi, jak i wyższą dynamiką wynagrodzeń oraz czynnikami strukturalnymi, czyli deglobalizacją i dekarbonizacją. Przewidujemy, że inflacja w Stanach Zjednoczonych jest bliska swojego szczytu, jednak ścieżka spadku tempa wskaźnika będzie powolna. Obniżanie się inflacji powinno być wspomagane przez spowolnienie gospodarcze i odbudowujące się łańcuchy dostaw,

jednak silny rynek pracy będzie oddziaływał nadal proinflacyjnie. Nawet w okolicznościach braku dalszego wzrostu cen energii, problemy z produkcją energii oraz wyższe ceny żywności w Strefie Euro będą utrzymywały inflację na podwyższonych poziomach. Uważamy, że wraz ze wzrostem wynagrodzeń spowodowanym wzrostem cen, inflacja bazowa będzie utrzymywała się na podwyższonym poziomie. W Polsce, wg naszych przewidywań, inflacja w 2022r. sięgnie 13,5%, a spadek w 2023r. i 2024r. będzie bardzo powolny, przy średnich poziomach inflacji na znacznie wyższych poziomach niż przed pandemią. Taka sytuacja zmusi Narodowy Bank Centralny do kontynuacji podwyżek stóp procentowych.

Inflacja r/r [%]	2021	2022	2023	2024
		Prognoza	Prognoza	Prognoza
USA	4,7	7,5	3,9	2,4
Strefa euro	2,6	7,9	4,1	2,0
Rynki rozwijające się (EM)	5,5	11,7	8,0	5,8
Chiny	0,9	2,3	3,4	2,5
Japonia	-0,2	1,9	1,0	0,7
Wielka Brytania	2,6	8,0	4,4	2,1
Polska	5,0	13,5	10,5	6,0

### DZIAŁANIA BANKÓW CENTRALNYCH

W ostatnich tygodniach główne banki centralne podjęły szereg decyzji, które wzmocniły jastrzębią retorykę w ramach polityki pieniężnej co miało miejsce w odpowiedzi na narastającą presję inflacyjną. Największa niepewność dotyczyła ruchu ze strony Fed. Jeszcze kilka dni przed posiedzeniem rynek wycenił podwyżkę o 50 pb. w ramach scenariusza



osiągnięcia szczytu inflacji w marcu br. Niemniej po danych o dynamice CPI w maju, która osiągnęła nowy szczyt, rynek szybko dostosował oczekiwania, które finalnie Fed spełnił podnosząc stopy aż o 75 pb. **Nowe prognozy Fed sygnalizują, że tempo zacieśniania polityki pieniężnej w ciągu najbliższych kilku miesięcy będzie bardziej dynamiczne niż wcześniej przewidywano.**

W przypadku Europejskiego Banku Centralnego podtrzymujemy swoje prognozy odnośnie podwyżki stopy procentowej na lipcowym posiedzeniu o 25 pb. **Zaznaczamy jednak, że w obecnym otoczeniu utrzymującej się presji inflacyjnej otwarta pozostaje kwestia bardziej agresywnego ruchu tj. o 50 pb.** Co istotne, na ostatnim nadzwyczajnym posiedzeniu EBC bank ogłosił, że pracuje nad nowym mechanizmem, który ma zapobiec nieracjonalnym ruchom na rynku obligacji mogących wyrzucić presję na poszczególne kraje strefy euro, gdy bank centralny rozpocznie pierwsze od ponad dekady podwyżki stóp procentowych. Czekamy na jednak na szczegóły zapowiedzianych działań.

Zaskoczeniem dla rynków była czerwcową decyzją Szwajcarskiego Banku Centralnego, który zdecydował o podniesieniu stopy procentowej o 50 pb, tj. pierwszy raz od 15 lat. **Prezes SBC oświadczył po posiedzeniu, że utrzymująca się w kraju inflacja oznacza możliwość dalszych podwyżek kosztu pieniądza.** Stanowisko to stało w opozycji do wcześniejszych zapowiedzi, wedle których tamtejszy bank centralny miał jedynie oddziaływać na politykę pieniężną poprzez interwencje walutowe.

Z kolei Rada Polityki Pieniężnej w Polsce zdecydowała o dziewiątej już podwyżce stopy referencyjnej. **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami RPP podniosła stopę referencyjną o 75pb do poziomu 6.0%.** W komunikacie Rada zaznaczyła, że dostrzega sygnały osłabiającej się dynamiki aktywności gospodarczej, jednak jej zdaniem w II kw. utrzyma się korzystna koniunktura. W ocenie RPP w najbliższych kwartałach inflacja będzie w dalszym ciągu podwyższona m.in. ze względu na trwający konflikt w Ukrainie. Jednocześnie podwyższanie stóp procentowych NBP wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny będzie oddziaływać w kierunku stopniowego obniżania się inflacji w kolejnych latach. Podczas konferencji, prezes Glapiński podtrzymał swoje wcześniejsze stanowisko, że RPP będzie kontynuować podwyżki tak długo jak rośnie inflacja. Zaznaczył jednak, że znajdujemy się bliżej końca cyklu podwyżek stóp procentowych. **Biorąc pod uwagę całą konferencję uważamy, że wielkość lipcowej podwyżki stóp procentowych może wynieść 50-75pb. Jednocześnie podtrzymujemy naszą prognozę docelowej stopy referencyjnej na poziomie 8.0%.**

### Oczekiwania względem banków centralnych



#### Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych

- Czwarta podwyżka stóp o 50 pb. w lipcu 2022 r., kolejna o 50 pb. we wrześniu a następnie w listopadzie oraz grudniu podwyżki po 25 pb
- Na koniec 2024 r. oczekiwany poziom stopy referencyjnej Fed w okolicy 3,00-3,25% (obecnie 1,50%-1,75%)
- Rozpoczęcie zmniejszania bilansu aktywów w czerwcu 2022 r. w skali 47,5 mld USD miesięcznie, a następnie zwiększenie do 95,0 mld USD począwszy od września



#### Europejski Bank Centralny

- Zakończenie programu APP w lipcu 2022 r.
- Pierwsza podwyżka stopy depozytowej o 25 pb w lipcu 2022 r.
- Kolejne dwie podwyżki o 50 pb. każda we wrześniu oraz październiku, a od grudnia od marca 2023 r. podwyżki po 25 pb
- Osiągnięcie poziomu stopy procentowej w okolicy 2,0% na koniec 2023 r. (obecnie -0,50%)



#### Bank Anglii

- Oczekujemy jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych o 25 pb każda do końca 2022 r.
- W sierpniu możliwe informacje na temat zmniejszania bilansu aktywów, które ma się zacząć od 2023 r.
- W 2023 r. przewidujemy kolejne dwie podwyżki po 25 pb., co podniesie stopę referencyjną w okolicy 2,25% w horyzoncie końca 2024 r. (obecnie 1,25%)



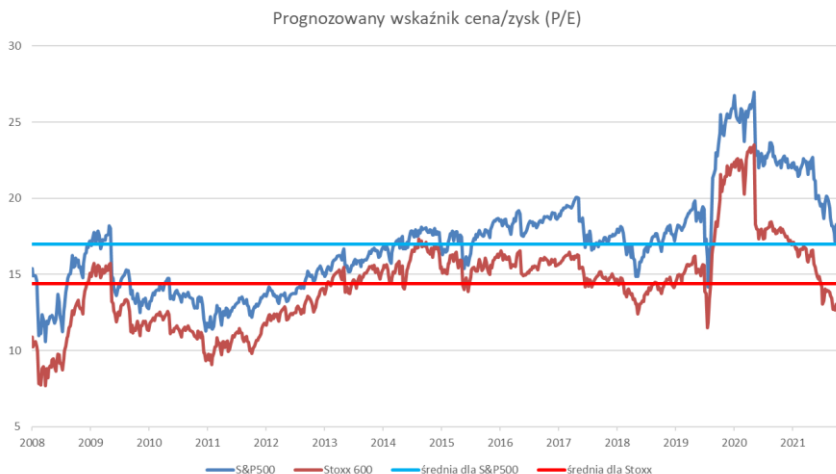
#### Narodowy Bank Polski

- Podwyżka o 75 pb na lipcowym i wrześniowym posiedzeniu RPP, a następnie o kolejne 50 pb. w październiku
- Osiągnięcie poziomu stopy referencyjnej w okolicy 8,0% na koniec 2022 r. (obecnie 6,00%)
- Przewidujemy w horyzoncie końca 2023 r. obniżki stóp o ok. 100 pb



## NASTAWIENIE WZGLĘDEM KLAS AKTYWÓW

Biorąc pod uwagę nasz scenariusz ekonomiczny, uważamy, że globalne rynki akcji w znacznym stopniu dyskontują już spodziewane spowolnienie gospodarcze oraz jastrzębią politykę banków centralnych.



Tempo redukcji wycen w Stanach Zjednoczonych (wskaźnik ceny do zysku, czyli P/E, spadek z 26x do 16x) było jednym z największych w ostatnich 30 latach. Historycznie, takie obniżenie wycen poprzedzało recesję, której obecnie się nie spodziewamy. Z kolei wyceny w Europie zbliżają się już do tych notowanych w marcu 2020 r. (PE poniżej 12x), podczas gdy prognozy zysków na akcje są cały czas rewidowane w górę. Biorąc pod uwagę obserwowane wyprzedanie głównych indeksów, negatywny sentyment oraz pozycjonowanie inwestorów, spodziewamy się korekcyjnego odbicia

na rynkach akcji w trakcie III kwartału. W dłuższym terminie podtrzymujemy natomiast nasze neutralne nastawienie do globalnych rynków akcji biorąc pod uwagę opisane powyżej trendy trwającego spowolnienia gospodarczego oraz rosnących stóp procentowych. **Podtrzymujemy równocześnie nasze dotychczasowe preferencje sektorowe na rynku akcji.** W obecnym otoczeniu uważamy, że najlepiej zachowywać się będą sektory korzystające na rosnących cenach surowców i wyższej inflacji, czyli m.in. spółki surowcowe i finansowe. Podwyższamy nasze nastawienie względem spółek energetycznych (ich notowania zaliczyły wyraźną korektę, podczas gdy spodziewamy się utrzymania cen ropy na wysokich poziomach) Wśród spółek defensywnych wyróżniamy sektor ochrony zdrowia. Z uwagi na przedstawione preferencje sektorowe, **relatywnie najlepiej wśród rynków rozwiniętych powinny zachowywać się akcje brytyjskie oraz europejskie**, z uwagi na duży udział spółek surowcowych i *value* w tamtejszych indeksach oraz atrakcyjne wyceny. Cały czas pozostajemy bardziej wstrzemięźliwi względem rynków rozwijających się, dla których dużą niewiadomą pozostaje koniunktura gospodarcza oraz sytuacja polityczna w Chinach. W wypadku złagodzenia retoryki chińskich władz odnośnie regulacji spółek technologicznych, lokalne znacząco przecenione aktywa miałyby przestrzeń do wzrostów, przekładając się również na pozostałe rynki rozwijające się. Istotne będzie także potencjalne kontynuowanie polityki „zero COVID-19”, która aktualnie ciąży na koniunkturze oraz oczekiwane wsparcie gospodarki przez Bank Centralny Chin. W kontekście światowych rynków akcji, ekonomiści BNP Paribas spodziewają się w 2022 roku wyraźnej przewagi spółek realizujących politykę ESG w związku z kontynuacją napływów do funduszy realizujących strategię inwestycyjną opartą o powyższe kryteria. **W kontekście opisanego powyżej tła rynkowego, podtrzymujemy obecnie umiarkowanie negatywne nastawienie względem krajowych akcji.** Na postrzeganie polskiego rynku wpływ ma bliskość konfliktu zbrojnego Rosji i Ukrainy, ponowny wzrost czynnika ryzyka politycznego i regulacyjnego w sektorze bankowym i paliwowym oraz wyższy poziom stóp procentowych względem oferowanych przez akcje stóp dywidendy.

Uważamy, że banki centralne na świecie z uwagi na coraz wyższą inflację będą kontynuować zacieśnianie polityki monetarnej nawet pomimo spowalniającego tempa wzrostu gospodarczego. Przełoży się to na dalszy wzrost rentowności obligacji skarbowych, szczególnie w przypadku długu państw europejskich. Spodziewamy się, że rentowność 10-letnich obligacji niemieckich osiągnie 1,80% do końca bieżącego roku. W przypadku Stanów Zjednoczonych uważamy, że rynek zdyskontował już dokonany przez Fed zwrot w polityce monetarnej, a tamtejsze rentowności powinny pozostać w szerokiej konsolidacji do końca br. Biorąc pod uwagę trend rosnących stóp procentowych i spowalniającej gospodarki zmieniamy nasze preferencje względem globalnych obligacji *high-yield* na neutralne, preferując obecnie obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym z uwagi na atrakcyjniejszy stosunek oferowanego zysku względem ryzyka. **W kraju podtrzymujemy umiarkowanie negatywne nastawienie względem obligacji skarbowych, preferujemy obligacje korporacyjne i obligacje skarbowe o krótkim terminie zapadalności lub zmiennokuponowe.** Takie instrumenty i fundusze je posiadające powinny zachowywać się relatywnie lepiej na tle



obligacji skarbowych stałokuponowych i funduszy obligacji skarbowych długoterminowych w trakcie trwającego cyklu podwyżek stóp procentowych.

**Na rynku surowców naszą preferowaną ekspozycją są surowce energetyczne.** Oczekujemy, że notowania ropy Brent powinny utrzymywać się w okolicy 120 USD za baryłkę do końca roku. Pomimo rosnących obaw o negatywny wpływ spowolnienia gospodarczego na popyt, obecna korzystna sezonowość (wzrost zużycia ropy w trakcie roku), możliwe łagodzenie lockdown w Chinach, niskie zapasy ropy w USA oraz zmniejszająca się produkcja surowca w Rosji powinny wpływać na utrzymanie się wysokich cen. Naszym zdaniem spadające tempo koniunktury i schłodzenie popytu powinno w większym stopniu wpłynąć na notowania metali przemysłowych (szczególnie miedzi albo niklu), co do których obniżamy nastawienie do neutralnego. W przypadku metali szlachetnych podtrzymujemy neutralne podejście. Z jednej strony ceny wspierane są przez popyt inwestycyjny i chęć zabezpieczenia inwestorów przed rosnącą inflacją, z drugiej strony ryzykiem dla notowań jest umocnienie amerykańskiego dolara oraz wzrost stóp procentowych na świecie, co zmniejsza atrakcyjność przechowywania środków na rynku złota.

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 Grzybowskiej 78, 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 publikacja 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. 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 udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Publikacja udostępniana jest na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska. i nie posiada daty ważności. Niniejsza publikacja jest publikacją handlową o której mowa w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. i nie została ona przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega ona żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A., ul. Grzybowska 78, 00-844 Warszawa - BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 593 150 zł, w całości wpłacony.

