



ALERT RYNKOWY



2022-09-07 09:30

GLOBALNE PROGNOZY

Utrzymująca się na podwyższonych poziomach inflacja wywołana m.in. wzrostami cen energii, będącymi efektem agresji Rosji na Ukrainę, przekłada się na dalsze podwyżki stóp procentowych przez banki centralne na świecie, co spowodowało ponowne obniżenie naszych prognoz wzrostu gospodarczego.

Nasze nastawienie do globalnego rynku akcji pozostaje neutralne. Po korekcyjnym odbiciu notowań w lipcu i do połowy sierpnia, na rynki może powrócić zwiększona zmienność. Pomimo wyraźnego spadku wycen, pogarszające się perspektywy dla koniunktury gospodarczej będą przekładać się na obniżanie prognoz dotyczących zysków spółek. Szczególnie widoczne będzie to w przypadku europejskich akcji. Nasze nastawienie do polskiego rynku akcji pozostawiamy na poziomie umiarkowanie negatywnym. Na rynku surowców naszą preferowaną ekspozycją są surowce energetyczne, w krótkim terminie pod presją mogą znaleźć się notowania metali szlachetnych i przemysłowych.

Podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie względem krajowego rynku obligacji. Wsparciem dla notowań instrumentów dłużnych na GPW będzie zbliżający się koniec cyklu podwyżek stóp procentowych oraz perspektywa spowolnienia koniunktury gospodarczej na świecie. W przypadku rynków zagranicznych uważamy, że rentowności amerykańskich obligacji skarbowych zdyskontowały już w znacznej mierze zacieśnienie polityki monetarnej przez Fed. Przestrzeń do wzrostów rentowności widzimy natomiast w przypadku obligacji skarbowych na rynku Europy Zachodniej. W przypadku długu korporacyjnego pozostawiamy preferencję emitentów o wysokiej jakości (ang. *investment grade*) względem obligacji wysokodochodowych (ang. *high-yield*).

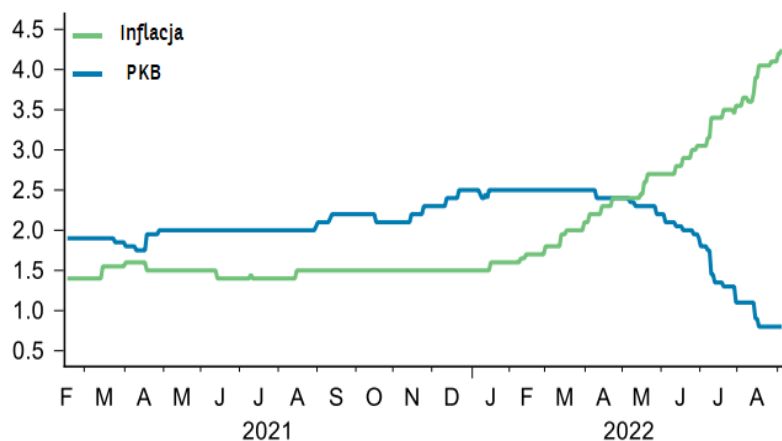
NOWE PROGNOZY EKONOMICZNE

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

Niekorzystne warunki gospodarcze w postaci podwyższonej inflacji, kryzysu na europejskim rynku energetycznym oraz pogarszające się nastroje konsumentów i firm przekładają się na oczekiwane spowolnienie gospodarcze. Ekonomiści BNP Paribas rewidują w związku z tym prognozę globalnego wzrostu PKB. W 2022 r. została ona obniżona do 3,0% względem poprzedniej prognozy na poziomie 3,4%, a

w 2023r. do 3,0% z 3,5%. W 2024 r., oczekujemy dynamiki na poziomie 3,1%. Zacieśniające się warunki finansowe (czyli m.in. wyższe stopy procentowe, niższy popyt na kredyty, spadki wycen aktywów finansowych) w Stanach Zjednoczonych wpływają na obniżenie tempa wzrostu, jednakże silne fundamenty w postaci wydatków na konsumpcję (wspieranych przez dobrą sytuację na rynku pracy i wysoki poziom oszczędności) oraz inwestycji biznesowych powstrzymają tamtejszą gospodarkę przed wejściem w recesję. W strefie euro w nadchodzących kwartałach oczekiwana jest przejściowa recesja, co spowodowane jest przede wszystkim wysokimi cenami energii, które mocno ciąży zarówno na konsumpcji, jak i inwestycjach firm. Uważamy jednak, że skutki recesji zostaną mocno złagodzone ekspansywną polityką fiskalną poszczególnych rządów.

Konsensus prognoz wg Bloomberg dla strefy euro na 2023 r. (r/r)



Źródło: Bloomberg, Macrobond, BNP Paribas

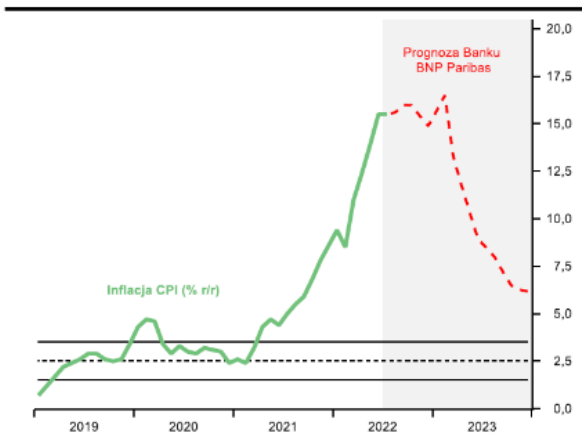
podwyżki stóp procentowych w Polsce w ostatnich miesiącach obniżyły akcję kredytową w obszarze hipotek, co wpływa negatywnie na sytuację na rynku nieruchomości. Spodziewamy się, że dynamika PKB będzie obniżać się do końca br. a gospodarka powróci na ścieżkę wzrostu na przelomie zimy i wiosny przyszłego roku.

W świetle pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, w tym zwłaszcza w strefie euro, oraz słabnącej koniunktury w krajowym przemyśle i sektorze budowlanym obniżamy naszą prognozę wzrostu gospodarczego w Polsce w tym i przyszłym roku do 4,5% i 0,5% z odpowiednio 5,5% i 1,5%. Spadek aktywności gospodarczej w Polsce wynika zarówno ze słabszego popytu krajowego jak i zagranicznego. Wysoka inflacja na świecie i w Polsce negatywnie wpłynęła na realne dochody gospodarstw domowych, co ogranicza popyt, zwłaszcza na dobra trwałe. Dodatkowo, bardzo znaczące

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

Uważamy, że presja inflacyjna w najbliższych miesiącach będzie się nadal utrzymywać na wysokim poziomie. Spowodowane to jest podwyższonymi oczekiwaniami inflacyjnymi firm oraz konsumentów, jak i wyższą dynamiką wynagrodzeń oraz czynnikami strukturalnymi, czyli deglobalizacją i dekarbonizacją. Przewidujemy jednak, że inflacja w Stanach Zjednoczonych jest bliska swojego szczytu, choć ścieżka spadku tempa wskaźnika będzie powolna, a dynamika inflacji w dłuższym terminie może pozostawać na relatywnie wyższych poziomach niż przed pandemią. Obniżanie się inflacji powinno być wspomagane przez spowolnienie gospodarcze i odbudowujące się łańcuchy dostaw, jednak silny rynek pracy będzie nadal oddziaływał proinflacyjnie. Nawet w okolicznościach braku dalszego wzrostu cen energii, problemy z jej produkcją oraz wyższe ceny żywności w strefie euro będą utrzymywały inflację na podwyższonych poziomach, a jej szczytu w Europie spodziewamy się na przelomie 2022 i 2023 r.





W Polsce, pomimo spadku aktywności gospodarczej przewidujemy, że w nadchodzących miesiącach presja inflacyjna pozostanie wysoka. Szacujemy, że na koniec bieżącego roku inflacja CPI oscylować będzie w pobliżu 15% r/r a w przyszłym roku ceny średniorocznie wzrosną o 10%. Prognoza na 2023 rok obarczona jest jednak dużą niepewnością ze względu na decyzje administracyjne dotyczące terminu zakończenia Tarczy Antyinflacyjnej oraz wysokości taryf na zakup energii elektrycznej i gazu. W zależności od ostatecznych decyzji w tych obszarach ścieżka inflacji w przyszłym roku może wahać się nawet o 10pp. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że wprowadzone w ramach Tarczy obniżki podatków zostaną utrzymane do końca przyszłego roku, zaś rachunki za prąd i gaz wzrosną od stycznia o około 25%.

DZIAŁANIA BANKÓW CENTRALNYCH

Uważamy, że w obliczu wysokiej inflacji, banki centralne na całym świecie, będą nadal kontynuować podwyżki stóp procentowych, nawet pomimo rosnącego ryzyka dla wzrostu gospodarczego. Powyższe działania były zasugerowane w przemówieniu prezesa Fed w Jackson Hole – Jerome Powell stwierdził, że jest w stanie poświęcić wzrost gospodarczy celem ratowania stabilności cen. Rozwój sytuacji na europejskim rynku energii sprzyja także, naszym zdaniem, szybszym podwyżkom stóp procentowych w Europie. Europejski Bank Centralny będzie chciał zapobiec utrwaleniu się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych i równocześnie zdążyć podwyższyć stopy przed możliwą recesją pod koniec roku.

Oczekiwania względem banków centralnych

	<p>Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych</p> <ul style="list-style-type: none"> Przewidujemy kolejną podwyżkę stóp o 50 pb. we wrześniu a następnie w listopadzie oraz grudniu podwyżki po 25 pb W efekcie oczekujemy stóp w przedziale 3,25%-3,50% na koniec bieżącego roku. Po jeszcze jednej podwyżce o 25 pb. na początku 2023 r., spodziewamy się utrzymania stóp bez zmian w przedziale 3,50-3,75% do końca 2024 r.
	<p>Europejski Bank Centralny</p> <ul style="list-style-type: none"> Kolejna podwyżka stopy depozytowej o 75 pb we wrześniu 2022 r. Przewidujemy szybki cykl podwyżek stóp do 1,5% na koniec 2022 r. oraz do 2,0% w 1Q'23 Z uwagi na niepewność gospodarczą, EBC może pozostawić stopy bez zmian, na poziomie 2,0%, przez kolejne 2 lata.
	<p>Bank Anglii</p> <ul style="list-style-type: none"> Oczekujemy kolejnych 100 pb podwyżek stóp do końca roku, co doprowadzi stopę referencyjną z 1,75% do 2,75% Ostatnia podwyżka do 3,0% na początku 2023 r..
	<p>Narodowy Bank Polski</p> <ul style="list-style-type: none"> Podwyżka o 25 pb na wrześniowym posiedzeniu RPP Osiągnięcie poziomu stopy referencyjnej w okolicy 7,0% na koniec 2022 r. (obecnie 6,50%) Po przerwie w końcówce br., możliwe wznowienie podwyżek do 8,0% w 1Q'23 w razie wyraźnego osłabienia złotego oraz dalszych zaskoczeń inflacyjnych Przewidujemy w horyzoncie końca 2023 r. obniżki stóp o ok. 100 pb oraz o kolejne 200 pb. w 2024 r.

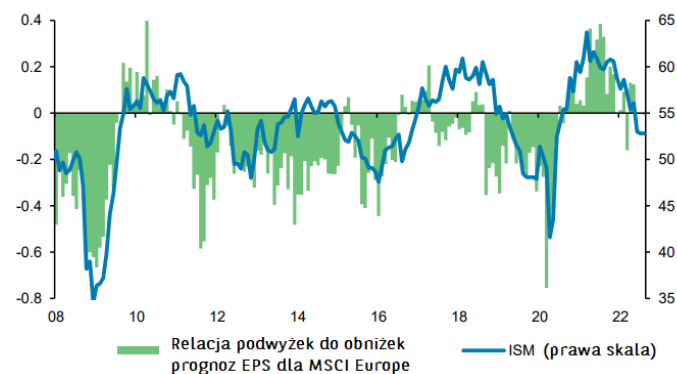
Uważamy że w warunkach spadającej aktywności gospodarczej Rada Polityki Pieniężnej złagodzi swoje nastawienie i w bieżącym roku podniesie stopę referencyjną NBP maksymalnie o 50pb do 7.00%. Sądzymy jednak, że Rada może powrócić do zaostrzania polityki pieniężnej na początku 2023 roku, kiedy gospodarka zacznie ponownie nabierać rozpędu. Jest to przede wszystkim związane z przewidywanym przez nas osłabieniem kursu złotego w najbliższych

miesiącach. W efekcie widzimy przestrzeń do podwyższenia stóp procentowych o dodatkowe 100pb do 8.00% w pierwszych miesiącach 2023 roku, choć na koniec roku przyszłego roku przewidujemy, że stopa referencyjna NBP powróci do poziomu 7.00%. Jeżeli jednak waluta okaże się być bardziej odporna niż obecnie przewidujemy i/lub spadek aktywności będzie głębszy sądzimy, że RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie na początku roku i być może zdecyduje się na obniżki w dalszej części roku.

NASTAWIENIE WZGLĘDEM KLAS AKTYWÓW

Biorąc pod uwagę nasz scenariusz ekonomiczny, **podtrzymujemy ostrożne podejście względem globalnych rynków akcji**. Z jednej strony, od początku roku obserwujemy bardzo wyraźną redukcję wycen (np. w Stanach Zjednoczonych wskaźnik ceny do zysku, czyli P/E, spadł z 26x do 16x, w Europie wyceny są na poziomach notowanych w marcu 2020 r. - PE poniżej 12x). Z drugiej strony głównym czynnikiem ryzyka jest obecnie zmiana trendu odnośnie prognozowanych zysków na akcje, gdzie obserwujemy rozpoczęcie trendu rewizji w dół. W krótkim terminie niekorzystnymi czynnikami dla rynku akcji są m.in. jastrzębia polityka banków centralnych oraz panująca niepewność geopolityczna.

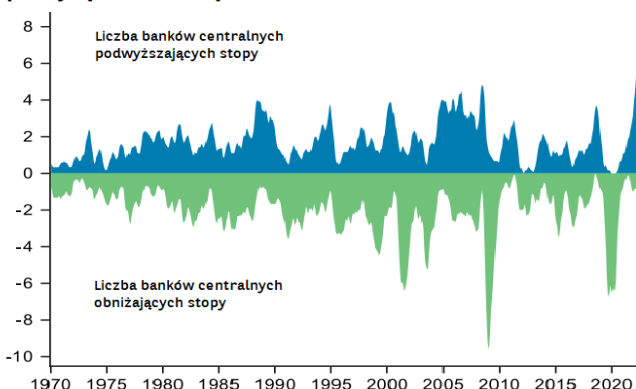
Odwroćcie trendu rewizji zysków dla europejskich akcji



Źródło: Bloomberg, Reuters, BNP Paribas

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 umiarkowane 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.

Historycznie wysoka liczba banków centralnych zacieśnia politykę monetarną



Źródło: BIS, Macrobond, BNP Paribas

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. Biorąc pod uwagę ryzyka związane z koniunkturą i sytuacją na rynku energii, **w krótkim terminie relatywnie lepiej powinny zachowywać się akcje amerykańskie w porównaniu do akcji europejskich.** 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, znacząco

Uważamy, że pomimo spowalniającego tempa wzrostu gospodarczego, banki centralne na całym świecie będą kontynuować zacieśnianie polityki monetarnej. Przełoży się to na dalszy wzrost rentowności obligacji skarbowych, szczególnie w przypadku długu państw europejskich. Spodziewamy się, że rentowność 10-letnich obligacji niemieckich osiągnie 1,90% 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 preferujemy obecnie obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym





względem instrumentów *high-yield*, z uwagi na atrakcyjniejszy stosunek oferowanego zysku względem ryzyka. **W kraju podtrzymujemy neutralne nastawienie względem obligacji skarbowych.** Wsparciem dla notowań instrumentów dłużnych na GPW będzie zbliżający się koniec cyklu podwyżek stóp procentowych oraz perspektywa spowolnienia koniunktury gospodarczej na świecie.

Na rynku surowców naszą preferowaną ekspozycją są surowce energetyczne. Obniżamy przy tym prognozy dotyczące notowań ropy Brent do 100 USD za baryłkę do końca roku. W krótkim terminie na rynku surowca przeważają rosnące obawy o negatywny wpływ spowolnienia gospodarczego na popyt, kontynuację lockdown-ów w Chinach oraz sprzedaż zapasów z amerykańskich rezerw strategicznych. W średnim terminie zwracamy jednak uwagę na takie czynniki jak możliwe łagodzenie ograniczeń Covid-owych w Chinach, niskie zapasy ropy w USA oraz zmniejszające się wydobycie surowca w Rosji i krajach OPEC. Powyższe czynniki powinny wpływać na utrzymanie się wysokich cen – oczekujemy wzrostu notowań za baryłkę Brent do 115 USD do końca 2023 r.. 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 umiarkowanie negatywnego. W przypadku metali szlachetnych podtrzymujemy neutralne podejście w dłuższym terminie, w krótkim podchodzimy jednak negatywnie do wycen - ryzykiem dla notowań jest umocnienie amerykańskiego dolara oraz wzrost stóp procentowych na świecie, co zmniejsza atrakcyjność przechowywania środków na rynku srebra lub złota.

W przypadku walut, ekonomiści podtrzymują swoje długoterminowe, negatywne nastawienie względem amerykańskiego dolara. Uzasadnione jest to wysoką alokacją inwestorów zagranicznych w aktywa dolarowe, wysoką wyceną USD względem parytetu siły nabywczej oraz prognozowanym zmniejszeniem różnicy pomiędzy wysokością stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych a pozostałymi państwami rozwiniętymi na skutek przyspieszających podwyżek kosztu pieniądza m.in. w strefie euro. Z drugiej strony, w krótkim terminie, przeważają czynniki wpływające na aprecjację dolara, szczególnie względem EUR. Są to trwający kryzys energetyczny w strefie euro, który przekłada się na odpływy kapitału z tego obszaru geograficznego oraz relatywnie lepsze wyniki amerykańskiej gospodarki względem europejskiej. **W horyzoncie do 2Q'23 spodziewamy się więc konsolidacji kursu EUR/USD w rejonie 1,00-1,02, a następnie jego odbicia w kierunku 1,06 do końca przyszłego roku,** wraz z wygasaniem europejskich problemów na rynku energii.

W naszej ocenie, w najbliższych miesiącach niekorzystnie na złotego mogą oddziaływać przede wszystkim spowodowane kryzysem energetycznym gorsze perspektywy wzrostu gospodarczego w Europie. Osłabieniu sprzyjać będzie także wysoka inflacja CPI i inflacja bazowa, które naszym zdaniem do końca bieżącego roku nie zaczną zwalniać. **Kurs EUR/PLN może więc przebywać na podwyższonych poziomach do maksymalnie 5,0 w horyzoncie kolejnych dwóch kwartałów.** Umocnienia polskiej waluty oczekujemy dopiero w drugiej połowie przyszłego roku, kiedy hamująca inflacja bazowa i rosnące realne stopy procentowe powinny oddziaływać korzystnie na napływ kapitału portfelowego do Polski. **Na koniec 2023 r. kurs EUR/PLN może więc wynieść 4,70. W przypadku USD/PLN również przewidujemy maksymalny wzrost do 5,0, a następnie stopniowy spadek kursu w kierunku 4,43 do końca 2023 r.**

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.

