



GLOBALNE PROGNOZY GOSPODARCZE – NASZE OBECNE NASTAWIENIE

W związku z wybuchem wojny pomiędzy Rosją, a Ukrainą, ekonomiści BNP Paribas obniżają prognozy dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie. W naszej opinii najbardziej dotknięta ekonomicznymi skutkami wojny będzie sytuacja gospodarcza w Europie. Z drugiej strony, zwiększone wydatki rządowe i nowe programy inwestycyjne związane z obronnością i transformacją energetyczną będą ograniczać negatywny wpływ wyższej niepewności oraz wyższych cen na konsumpcję i inwestycje przedsiębiorstw. Ekonomiści BNP Paribas podtrzymują natomiast dotychczasowe prognozy dotyczące kontynuacji trendu podwyżek stóp procentowych w kraju i na świecie.

Podsumowując nasze nastawienie względem klas aktywów, w krótkim terminie pozostajemy neutralnie nastawieni do zagranicznych rynków akcji, wśród których preferujemy indeksy państw rozwiniętych (z wyróżnieniem Wielkiej Brytanii) względem rynków rozwijających się. Sektorowo preferujemy akcje spółek surowcowych, ochrony zdrowia, finansów (poza bankami) oraz europejskich nieruchomości. Podtrzymujemy także naszą umiarkowanie negatywną ocenę krajowego rynku akcji.

Jesteśmy ponadto negatywnie nastawieni do obligacji skarbowych w kraju, jak i na świecie, w związku z utrzymującym się trendem wzrostowym rentowności (a więc spadkami ich cen) w ślad za rosnącymi stopami procentowymi. W obrębie inwestycji konserwatywnych preferujemy obligacje zmiennokuponowe i posiadające je fundusze inwestycyjne (w kraju głównie fundusze obligacji korporacyjnych i obligacji skarbowych krótkoterminowych). Zwracamy także uwagę na produkty strukturyzowane z bezwarunkową ochroną kapitału. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie względem szerokiego indeksu surowców, z wyróżnieniem metali przemysłowych. Obniżamy natomiast naszą ocenę surowców energetycznych do neutralnej – uważamy, że ostatnie silne wzrosty zdyskontowały nowe perspektywy dla tego rynku.

PROGNOZY EKONOMICZNE DLA POLSKI

| Kluczowa założenie: | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------------------------------------|------|-------|-------|
| <i>Ropa naftowa Brent (USD, koniec okresu)</i> | 74,9 | 110,0 | 110,0 |
| Główne wskaźniki dla Polski: | | | |
| Wzrost PKB (% r/r) | 5,7 | 3,5 | 2,5 |
| Inflacja CPI (% r/r) | 5,1 | 10,0 | 10,0 |
| Stopa referencyjna NBP (%) | 1,75 | 5,00 | 5,00 |
| EURPLN | 4,59 | 4,70 | 4,55 |

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Bank BNP Paribas

Obecnie ekonomiści BNP Paribas zakładają, że dynamika wzrostu PKB w Polsce może być w tym roku niższa o około 1,0 pkt. proc niż poprzednie prognozy i wyniesie 3,5%. Skala wyhamowania dynamiki wzrostu będzie ograniczana przez bardzo wysoką aktywność gospodarczą na początku roku. Jednakże, biorąc pod uwagę wysoką niepewność co do ekonomicznych skutków trwającej wojny, widzimy ryzyko że wzrost gospodarczy w tym roku może okazać się niższy zwłaszcza, jeśli znacząco osłabłaby koniunktura w strefie euro. Jednocześnie wzrost cen surowców, słabszy kurs walutowy oraz zaburzenia w łańcuchach dostaw będą dodatkowo podsycać i tak wysoką inflację, która według prognoz ekonomistów BNP Paribas średniorocznie może osiągnąć poziom 10%, przy założeniu utrzymania obecnych tarcz antyinflacyjnych do końca 2022 r.. Ze względu na znaczne wahania cen surowców prognoza ta obarczona jest jednak wyjątkowo dużym ryzykiem. Wojna w Ukrainie będzie oddziaływać na polską gospodarkę poprzez kilka kanałów. Droższe surowce, spadek poziomu wymiany handlowej, wyższa niepewność oraz wyjazd pracujących w Polsce obywateli Ukrainy będą negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą. Z drugiej strony napływ uchodźców, luźniejsza polityka fiskalna oraz ewentualne szybsze porozumienie się z instytucjami unijnymi w sprawie

praworządności mogą działać korzystnie na wzrost gospodarczy w Polsce. Sądzymy, że sytuacja w Ukrainie zwiększa prawdopodobieństwo większego zacieśnienia polityki pieniężnej w Polsce. Prognozy ekonomistów BNP Paribas przewidują, że Rada Polityki Pieniężnej podwyższy stopę referencyjną NBP jeszcze o przynajmniej 150 pkt bazowych do 5,0%. Uważamy, że przestrzeń do trwałego osłabienia się kursu złotego jest ograniczona, natomiast wyraźniejsze umocnienie polskiej waluty będzie dopiero możliwe w momencie zmniejszenia napięć geopolitycznych.

| PKB r/r [%] | 2021 | 2022 | | 2023 | | | |
|-----------------|------|------------|-------------------|---------------------------|------------|-------------------|---------------------------|
| | | Poprzednio | Scenariusz bazowy | Scenariusz intensyfikacji | Poprzednio | Scenariusz bazowy | Scenariusz intensyfikacji |
| USA | 5,5 | 4,1 | 3,7 | 3,2 | 2,4 | 2,5 | 2,7 |
| Strefa euro | 5,0 | 3,6 | 2,8 | 2,0 | 2,5 | 2,7 | 3,0 |
| Chiny | 7,9 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 5,5 | 5,5 | 5,5 |
| Japonia | 1,7 | 2,6 | 1,6 | 1,4 | 1,8 | 2,0 | 2,1 |
| Wielka Brytania | 7,1 | 4,1 | 3,6 | 2,7 | 2,1 | 1,7 | 2,0 |

NOWE PROGNOZY EKONOMICZNE NA ŚWIECIE

W obecnej chwili niemożliwe jest pełne i precyzyjne oszacowanie ekonomicznego wpływu wojny w Ukrainie na globalną gospodarkę - będzie on w dużej mierze zależał od tego, jak długo potrwać będą działania zbrojne i jakie będą ich geopolityczne konsekwencje. Ekonomiści BNP Paribas przygotowali więc prognozy dotyczące koniunktury gospodarczej w zależności od potencjalnego rozwoju wydarzeń. W bazowym scenariuszu przyjęty został wpływ dotychczas nałożonych sankcji na Rosję i obserwowane obecnie ograniczenia dostępności i wyższe ceny surowców. W scenariuszu intensyfikacji wojny na wschodzie założono natomiast większy, negatywny wpływ niepewności na decyzje konsumentów i przedsiębiorstw. W takim scenariuszu ekonomiści BNP Paribas przyjęli także możliwość przejściowego wzrostu cen ropy naftowej powyżej 150 USD/bbl.

Kanały oddziaływania wojny pomiędzy Rosją a Ukrainą na wzrost gospodarczy

Ograniczenie handlu i powrót problemów w łańcuchach dostaw

- Nałożone przez państwa zachodnie sankcje na Rosję wpłyną na silne ograniczenie handlu międzynarodowego. Szacujemy, że bezpośredni efekt nie jest duży i wynosi poniżej 1,0% PKB w przypadku ekspozycji strefy euro.
- Silniejszy będzie pośredni wpływ problemów logistycznych i z dostępnością oraz wysokimi cenami wybranych towarów, których Rosja albo Ukraina były znacznymi producentami, czyli m.in. ropa naftowa i gaz ziemny, wybrane metale przemysłowe (np. aluminium, nikiel, platyna, pallad), nawozy (saletra amonowa), stal albo produkty rolne.

Ryzyko geopolityczne i zmniejszenie płynności na rynku finansowym

- O ile wartość bezpośrednich inwestycji firm europejskich w Rosji była relatywnie niewielka (ok. 2% PKB), podobnie jak ekspozycja europejskich banków (zmniejszana po 2014 r.) to jednak wycofywanie się firm z tego rynku i dokonywanie odpisów może w krótkim terminie zmniejszyć potencjał finansowy w zakresie nowych inwestycji.

Wyższa inflacja ogranicza wzrost dochodu konsumentów

- Dalsze przyspieszenie tempa wzrostu cen ogranicza realne dochody ludności, co z kolei negatywnie wpływa na poziom wydatków konsumentów.

Niepewność opóźnia decyzje inwestycyjne

- W krótkim terminie firmy oraz konsumenci mogą odkładać decyzje inwestycyjne lub zakupowe w obliczu niepewnej sytuacji geopolitycznej w Europie, rosnących kosztów finansowania i cen surowców.

Transformacja energetyczna

- Konieczność odejścia od zakupu surowców z Rosji (w szczególności tych energetycznych) i ich wyższe ceny będą stanowiły dodatkowy koszt dla konsumentów i przedsiębiorstw w krótkim terminie.



Chociaż udział eksportu do Rosji w sprzedaży zagranicznej Unii Europejskiej jest niewielki (około 1,5%) to zależność energetyczna Europy od Rosji oraz fakt, że zakłócenia w łańcuchach dostaw mogą nasilić i tak wysokie problemy z dostępnością materiałów, mogą negatywnie wpływać na koniunkturę w UE w najbliższych miesiącach w porównaniu do innych regionów na świecie. Zwracamy przy tym uwagę, że import gazu ziemnego w UE zdominowany jest przez Rosję, która jest odpowiedzialna za około 45% dostaw, podczas gdy produkcja własna pokrywa tylko około 15% zapotrzebowania na gaz. Alternatywą dla kierunku rosyjskiego wydają się być dostawy skroplonego gazu (LNG), które stanowią ponad 20% importu UE.

Korzystnie na wzrost gospodarczy wpływać może luźniejsza polityka fiskalna w następstwie wojny. Wzrost wydatków na pomoc dla uchodźców, a także zbrojenia powinien dać pozytywny impuls gospodarce, choć nie na tyle silny, by całkowicie zrównoważyć wpływ negatywnych czynników oddziałujących na aktywność gospodarczą. Tak jak w przypadku odpowiedzi na pandemię COVID-19, także obecnie spodziewamy się skoordynowanego działania na poziomie Unii Europejskiej. Komisja Europejska poinformowała już o planowanym zawieszeniu na rok 2023 reguł wydatkowych dla rządów, ponadto możliwe jest uchwalenie kolejnych programów pomocowych oraz programów inwestycyjnych finansowanych wspólną emisją długu (obecne doniesienia prasowe mówią o potencjalnych kwotach w wysokości 200-400 mld EUR).

Oczekiwania względem banków centralnych



Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych

- Pierwsza podwyżka stóp o 25 pb. w marcu 2022 r.
- Łącznie sześć podwyżek stóp do końca 2022 r.
- Rozpoczęcie zmniejszania bilansu aktywów w lipcu 2022 r. (ogłoszone w czerwcu br.)
- W 2023 r. zakres stopy referencyjnej Fed powinien wynieść 2,25-2,50% (trzy podwyżki w 2023 r.)



Europejski Bank Centralny

- Zakończenie programu TLTRO w czerwcu br. oraz programu skupu aktywów w III kwartale br.
- Pierwsza podwyżka stopy depozytowej o 25 pb w grudniu 2022 r.
- Kolejne dwie podwyżki o 25 pb. każda do końca 2023 r., co podniesie stopę depozytową do 0,25%



Bank Anglii

- Oczekujemy jeszcze trzech podwyżek stóp procentowych o 25 pb każda do końca 2022 r.
- W maju 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 do 1,50%.



Narodowy Bank Polski

- Możliwa podwyżka o 50pb na kwietniowym posiedzeniu RPP
- Przewidujemy dalsze podwyżki stóp procentowych do 5,0% w połowie 2022 r.

NASTAWIENIE WZGLĘDEM KLAS AKTYWÓW

Trend niepewności geopolitycznej oraz rosnących stóp procentowych oznaczać będzie wysoką zmienność na rynkach akcji w najbliższych miesiącach. Historycznie wyższe stopy procentowe i rosnące realne rentowności obligacji skarbowych przekładały się na niższe wyceny (np. wskaźnik C/Z czyli ceny do zysku) rynku akcji. Tym samym **podtrzymujemy nasze, obniżone w lutym, neutralne nastawienie do globalnych rynków 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. Obniżamy jednak do neutralnego nastawienie



względem spółek energetycznych (z uwagi na ich silny wzrost od początku roku, który dyskontuje już wyższe perspektywy zysków) oraz banków (spowalniająca koniunktura gospodarcza równoważy pozytywny wpływ podwyżek stóp procentowych). Wśród spółek defensywnych wyróżniamy sektor ochrony zdrowia. W związku z rosnącymi rentownościami obligacji relatywnie gorzej mogą zachowywać się spółki technologiczne, FMCG albo użyteczności publicznej. Z uwagi na przedstawione preferencje sektorowe, **relatywnie najlepiej wśród rynków rozwiniętych powinny zachowywać się akcje brytyjskie**, z uwagi na duży udział spółek surowcowych i *value* w tamtejszych indeksach. Pozostajemy bardziej wstrzemięźliwi względem rynków rozwijających się. Ekonomiści BNP Paribas oczekują, że stopa zwrotu z indeksu MSCI Emerging Markets pozostanie niższa od indeksu dla rynków rozwiniętych w 2022 roku, lecz wciąż przyniesie pozytywny wynik. Kluczowe znaczenie będzie miał czynnik regulacyjny w Chinach. W wypadku złagodzenia retoryki chińskich władz, 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 opisanych powyżej czynników ryzyka, podtrzymujemy obecnie umiarkowanie negatywne nastawienie do krajowego rynku akcji. Na postrzeganie polskiego rynku wpływ ma bliskość konfliktu zbrojnego Rosji i Ukrainy 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. **W kraju podtrzymujemy więc umiarkowanie negatywne nastawienie względem obligacji skarbowych, preferując obligacje i fundusze obligacji korporacyjnych. W Polsce, większość obligacji korporacyjnych posiada zmienny kupon, więc wyższe stopy procentowe oznaczają wyższe wypłacane odsetki.**

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 jakkolwiek 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. Analiza udostępniana jest na stronie www BNP Paribas Bank Polska oraz wysyłana poprzez pocztę elektroniczną. Niniejsza analiza nie posiada daty ważności. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tej publikacji lub jej części bez zgody BM.

