



**2022  
TEMATY  
INWESTYCYJNE –  
AKTUALIZACJA**

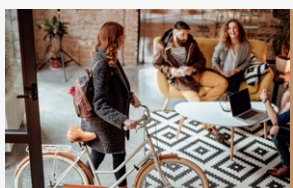


**BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLERSKIE**

Bank  
zmieniającego się  
świata



# 2022 TEMATY INWESTYCYJNE



Prognozy  
makroekonomiczne



**TEMAT 3**  
Odzyskaj, napraw  
i użyj ponownie



**TEMAT 1**  
Nowy reżim  
inflacyjny



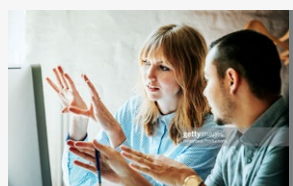
**TEMAT 4**  
Małe jest piękne



**TEMAT 2**  
Inwestycje  
i innowacje



**TEMAT 5**  
Poznaj wirtualne  
światy



Podsumowanie





**PROGNOZY  
MAKROEKONOMICZNE**



# PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE



## MOCNA ZMIANA OTOCZENIA RYNKOWEGO

- Na początku 2022 roku, wraz z przystosowaniem się gospodarek do funkcjonowania w warunkach pandemii oczekiwaliśmy, że tempo koniunktury w latach 2022-2023 znajdzie się powyżej swojego historycznego trendu. Niemniej jednak, nasze prognozy sugerowały, że skala wzrostu gospodarczego pozostanie zróżnicowana w poszczególnych regionach. Podczas gdy szacunki dotyczące większości gospodarek krajów rozwiniętych przewidywały rozwój szybszy od oczekiwań, tak w krajach rozwijających się, w tym w Chinach, oczekiwaliśmy relatywnie niższego wzrostu gospodarczego ze względu na mniej wspierającą politykę lokalnych banków centralnych i władz fiskalnych.
- W styczniu świat mierzył się z kolejną falą COVID-19, która była największą z dotychczas występujących, jednak zgodnie z naszymi oczekiwaniami co do podejścia decydentów do walki z pandemią, rządy nie wprowadzały już tak drastycznych lockdown-ów jak w przypadku poprzednich fal. Jednak agresja Rosji na Ukrainę, która rozpoczęła

się pod koniec lutego, miała znaczący wpływ na zmiany na globalnych rynkach, co przełożyło się na rewizję prognoz wzrostu gospodarczego. Wybuch wojny zaowocował serią sankcji gospodarczych na Rosję ze strony krajów rozwiniętych, co przełożyło się na wzrosty cen na rynkach surowców, których Rosja i Ukraina są eksporterami. W efekcie najbardziej wzrosły ceny paliw, metali oraz żywności. Wzrost cen surowców stwarza coraz większą presję inflacyjną, a co za tym idzie zwiększa oczekiwania inwestorów na zacieśnianie polityki pieniężnej przez banki centralne.

- W powyższe wpisuje się obecna polityka Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, która na drugim posiedzeniu z rządu (w maju) dokonała podwyżki głównej stopy procentowej do poziomu 0,75-1,00%. Szacujemy, że w horyzoncie do drugiego kwartału 2023 roku stopa Fed wzrośnie do przedziału 3,00-3,25%.

## OCZEKIWANIA WZGLĘDEM STÓP PROCENTOWYCH

■ W związku z najwyższymi od wielu lat poziomami inflacji w Polsce (wstępny odczyt za kwiecień to +12,3% r/r), także Rada Polityki Pieniężnej kontynuuje cykl podwyżek stopy referencyjnej i na posiedzeniu w maju podniosła ją o 75 punktów bazowych do poziomu 5,25%. Ekonomiści BNP Paribas szacują, że w czwartym kwartale 2022 roku stopa referencyjna

NBP wzrośnie do 8,00%. Europejski Bank Centralny natomiast w trzecim kwartale 2022 roku planuje zakończyć program skupu aktywów (APP), a cykl podwyżek mógłby zacząć po zakończeniu wspomnianego skupu.



### Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych

- Kontynuacja podwyżek o 50 pb. na kolejnych posiedzeniach w czerwcu, lipcu i wrześniu
- Kolejne podwyżki po 25 pb. doprowadzą stopy Fed do przedziału 3,00-3,25% na początku 2023 r.
- Rozpoczęcie zmniejszania bilansu aktywów w czerwcu 2022 r.



### Europejski Bank Centralny

- EBC ogłosi w czerwcu zakończenie programu zakupów aktywów w 3Q'22
- Rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych mocno zależne od napływających danych, ale wg nas najbardziej prawdopodobny scenariusz to trzy podwyżki po 25 pb. w lipcu, wrześniu oraz grudniu 2022 r.



### Narodowy Bank Polski

- Kolejne podwyżki stóp procentowych w II oraz III kw. 2022 r.
- Obecnie oczekujemy podwyżki stopy referencyjnej do 8,0%
- Niewykluczone są pierwsze obniżki stóp w 2H'23

## CORAZ WYRAŹNIEJSZE SPOWOLNIENIE GOSPODARCZE

- Obecna sytuacja geopolityczna budzi pytania o spowolnienie gospodarcze. Obawy spowodowane są utrzymującą się na podwyższonym poziomie inflacją, zacieśnianiem polityki pieniężnej przez banki centralne w największych gospodarkach, w tym w Stanach Zjednoczonych oraz pogorszeniem sentymentu inwestorów i konsumentów w Europie. Przyczynami niepewności jest przedłużający się efekt pandemii COVID-19, której kolejna fala panuje obecnie w Chinach oraz wpływ sytuacji geopolitycznej spowodowanej wojną w Ukrainie. Efektami powyższego są wyższe ceny energii i surowców, przekładające się na podwyższony poziom inflacji, co z kolei wymusza na bankach centralnych zaostrzenie polityki pieniężnej, w tym podnoszenie stóp procentowych.
- Chociaż oczekujemy obecnie wyraźnego spowolnienia koniunktury gospodarczej w kolejnych kwartałach, to obawy o potencjalną recesję w przypadku Stanów Zjednoczonych są naszym zdaniem przesadzone ze

względu na stabilne fundamenty w sektorze prywatnym. Opisane powyżej elementy są w naszej ocenie w pewnym stopniu równoważone przez potencjał odbicia koniunktury w sektorze usługowym po zakończeniu pandemii COVID-19 oraz przez dobrą sytuacją na rynku pracy i silne bilanse przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Inaczej wygląda sytuacja Europy Zachodniej, gdzie perspektywy spowolnienia są wyraźne. Oczekujemy, że przed wejściem gospodarki europejskiej w recesję, może jednak ochronić polityka fiskalna.

- W Polsce opublikowane dane o aktywności gospodarczej wskazują na solidny wzrost gospodarczy w pierwszym kwartale br. PKB wzrósł w tym okresie o 8,5% r/r, co było wynikiem powyżej rynkowych oczekiwań. Mimo dużej niepewności na rynku, aktywność gospodarcza utrzymuje się na razie na relatywnie stabilnym poziomie. Negatywny wpływ wojny w Ukrainie złagodzony został w kwietniu przez odroczający się popyt w związku z niemal całkowitym otworzeniem się gospodarek po pandemii.

■ Na ten moment zakładamy, że wzrost gospodarczy w Polsce może w tym roku wynieść około 5,5% r/r, co oznaczałoby wyhamowanie dynamiki PKB w dalszej jego części. 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 osłabie-

niu uległaby aktywność w strefie euro. Jeżeli chodzi o inflację, to w kolejnych miesiącach, poza czynnikami zewnętrznymi takimi jak ceny paliw, czy żywności spodziewamy się, że istotnie na wzrost indeksu CPI oddziaływać będą również czynniki wewnętrzne, takie jak szybki wzrost zarobków utrwalające ryzyko utworzenia spirali cenowo - płacowej.

## PROGNOZY PKB ORAZ INFLACJI

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

Prognozy dla Polski		2021				2022				2023			
	r/r	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
PKB	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5	6,7	4,3	2,5	0,2	0,9	1,8	2,8	
Inflacja CPI	2,7	4,5	5,5	7,7	9,6	13,5	15,0	13,7	15,2	10,2	7,7	7,0	
Inflacja bazowa	3,8	3,8	3,9	4,8	6,6	8,2	9,3	9,6	9,0	7,5	6,6	5,8	

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE – PODEJŚCIE DO KLAS AKTYWÓW

Akcje	Globalnie	0 ⊖	Nasze obecne, krótkoterminowe nastawienie do zagranicznych rynków akcji jest neutralne. Obserwujemy zwiększoną liczbę czynników ryzyka, które w pierwszej połowie roku mogą przekładać się na wysoką zmienność notowań. Przede wszystkim jest to niepewność odnośnie wydarzeń geopolitycznych (wojna pomiędzy Rosją i Ukrainą) oraz narastające oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz Europie. Ponadto, wysoka dynamika inflacji i zacieśnienie polityki pieniężnej mogą wpływać na dalsze rewizje w dół prognoz tempa wzrostu gospodarczego, a w ślad za tym zysków spółek. Preferujemy indeksy państw rozwiniętych względem rynków rozwijających się. Jesteśmy przede wszystkim pozytywnie nastawieni do rynku akcji w Wielkiej Brytanii, co jest pochodną zakończenia tzw. „umownego” brexit-u, niskich wycen, a także dużej liczby spółek value oraz surowcowych obecnych na tamtejszym rynku.
	Polska	-1 ⊖	Oceniamy, że relatywna słabość krajowego rynku akcji względem rynków zagranicznych może być utrzymana w najbliższym czasie, za czym stoi kilka powodów. Są nimi przede wszystkim odpływy kapitału zagranicznego z rynków Europy Środkowo-Wschodniej z powodu ryzyka geopolitycznego, rosnącej inflacji oraz obaw przed bardziej jastrzębią polityką amerykańskiego Fed. Krajowe spółki mogą być także pod większą presją (względem światowych podmiotów) strony kosztowej i wyższych stóp procentowych w Polsce niż na świecie. Ponadto rosnące rentowności obligacji skarbowych, w porównaniu do oferowanej przez akcje stopy dywidendy, zmniejszają relatywną atrakcyjność inwestycji na rynku akcji. Wreszcie zwracamy uwagę, iż z punktu widzenia analizy technicznej, główne krajowe indeksy znalazły się w trendzie spadkowym, a do pierwszej połowy maja nie ma sygnałów jego odwrócenia. Zwracamy przy tym uwagę na coraz mocniejsze wyprzedanie krajowego rynku, co może skutkować korekcyjnym odbiciem w krótkim terminie.
	Sektory	+1 ⊕	W obecnym otoczeniu jesteśmy pozytywnie nastawieni względem akcji spółek surowcowych, ochrony zdrowia oraz finansowych (z wyłączeniem banków). Relatywnie gorzej powinny zachowywać się akcje spółek wzrostowych z obrębu sektora konsumenckiego oraz technologii.
Obligacje	Skarbowe - zagraniczne	0 ⊖	Po silnych wzrostach rentowności obligacji długoterminowych w USA i Niemczech, podnosimy nasze nastawienie do neutralnego wobec tej klasy aktywów. Jesteśmy również pozytywnie nastawieni do krótkoterminowych obligacji skarbowych z USA.
	Skarbowe - Polska	-1 ⊖	Nasze nastawienie jest obecnie umiarkowanie negatywne, co oznacza, że preferujemy instrumenty o zapadalności do 3,5 roku, oraz głównie obligacje zmiennokuponowe. Wysokie odczyty inflacji przy utrzymującej się koniunkturze gospodarczej w Polsce będą naszym zdaniem argumentem do dalszych podwyżek stóp procentowych przez RPP w trakcie 2022 r.
	Korporacyjne - zagraniczne	0 ⊖	Wśród obligacji korporacyjnych na rynkach zagranicznych w związku z obecnym poziomem wycen preferujemy obligacje high-yield względem podmiotów o ratingu inwestycyjnym, tym niemniej w otoczeniu rosnących stóp procentowych oraz obaw o spowolnienie gospodarcze, oba segmenty mogą notować spadki wycen.
Waluty	EUR/USD	0 ⊖	Ekonomiści BNP Paribas wyznaczają 12 miesięczny poziom docelowy dla pary EUR/USD na 1,14 z uwagi na jastrzębi zwrot w polityce EBC oraz zdyskontowanie przez rynek podwyżek stóp procentowych przez amerykański Fed.
	EUR/PLN	0 ⊖	Przewidujemy, że notowania EUR/PLN będą konsolidować się do końca roku w zakresie 4,60-4,70. Złoty wspierany jest m.in. przez jasne stanowisko NBP o gotowości do kontynuowania podwyżek stóp procentowych, z drugiej strony czynnikami ryzyka są m.in. sytuacja geopolityczna, spowalniająca koniunktura oraz odpływy kapitału z rynków rozwijających się.
Surowce	Ropa naftowa	0 ⊖	Zmienność cen powinna pozostać wysoka. Zgodnie z naszym bazowym scenariuszem, który wyklucza całkowite sankcje na import rosyjskiego surowca, kwotowania gatunku Brent powinny ustabilizować się w przedziale 95-105 USD na koniec 2022 roku.
	Złoto	0 ⊖	Z punktu widzenia metali szlachetnych, ważny pozostaje aspekt rosnących realnych stóp procentowych, co wraz z umacniającym się dolarem stanowi główny czynnik ryzyka dla notowań złota. Z drugiej strony złoto pozostaje aktywem służącym do zabezpieczenia portfela przed nieoczekiwanymi wydarzeniami politycznymi i dalszym wzrostem inflacji.
	Metale przemysłowe	+1 ⊕	Jesteśmy pozytywnie nastawieni względem metali przemysłowych z uwagi na utrzymujący się wzrost gospodarczy, problemy podażowe i zwiększenie inwestycji infrastrukturalnych oraz związanych z OZE.



1 2 3 4 5

# NOWY REŻIM INFLACYJNY

 HORYZONT  
ŚREDNIOTERMINOWY

 ŚREDNIE  
RYZYO



# NOWY REŻIM INFLACYJNY

HORYZONT  
ŚREDNIOTERMINOWY

ŚREDNIE  
RYZYO

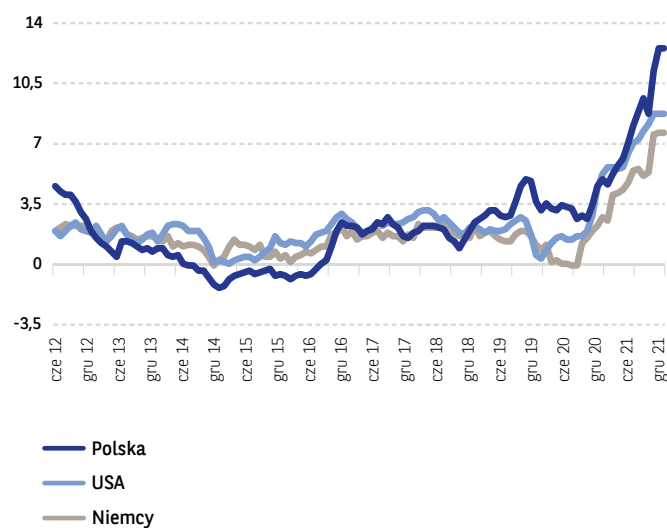


**Przedstawiamy cztery klasy rozwiązań inwestycyjnych w otoczeniu presji inflacyjnej. Niektóre z nich oferują ochronę kapitału inwestora:**

- W segmencie instrumentów dłużnych jesteśmy pozytywnie nastawieni przede wszystkim do rozwiązań opartych o obligacje krótkoterminowe i zmiennokuponowe, dodatkowo zwracamy uwagę na fundusze inwestycyjne z alternatywnymi strategiami inwestycyjnymi (np. rozwiązania z ujemnym duration).
- Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego poprzez zakup certyfikatów strukturyzowanych (dla inwestora konserwatywnego z bezwarunkową ochroną kapitału).
- W segmencie instrumentów akcyjnych ekspozycja na spółki posiadające zdolność do szybkiego podnoszenia cen (ang. pricing power) oraz nisko kapitałochłonny model biznesowy. Pozytywne otoczenie dla sektora ochrony zdrowia.
- Ekspozycja na rynek surowców: energetycznych (również poprzez spółki wydobywcze), jak i złota.

## REKORDOWE ODCZYTY INFLACJI NA CAŁYM ŚWIECIE

### Inflacja konsumencka r/r (%)



Źródło: Bloomberg

## PODWYŻSZONA INFLACJA NIEKORZYSTNA DLA INWESTORÓW OBECNYCH NA RYNKU DŁUGU

Omawiany temat okazał się kluczową kwestią w pierwszych miesiącach 2022 roku. Nasze rozważania co do modelowego pozycjonowania się inwestora w otoczeniu inflacyjnym okazały się słuszne. Konflikt zbrojny na linii Ukraina – Rosja wpłynął dodatkowo na wyższe ceny surowców, co może przekładać się na przedłużenie okresu podwyższonej inflacji w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy nasze stanowisko, iż wzrost cen powinien być napędzany przede wszystkim utrzymującymi się zakłóceniami w globalnych łańcuchach dostaw oraz bardzo dobrą sytuacją na rynku pracy, co w konsekwencji sprzyja nakręcaniu spirali płacowo-cenowej. **Stagflacja nie jest naszym bazowym scenariuszem, jednak pozostaje kluczowym ryzykiem dla typowego portfela inwestycyjnego złożonego jedynie z akcji i obligacji.**

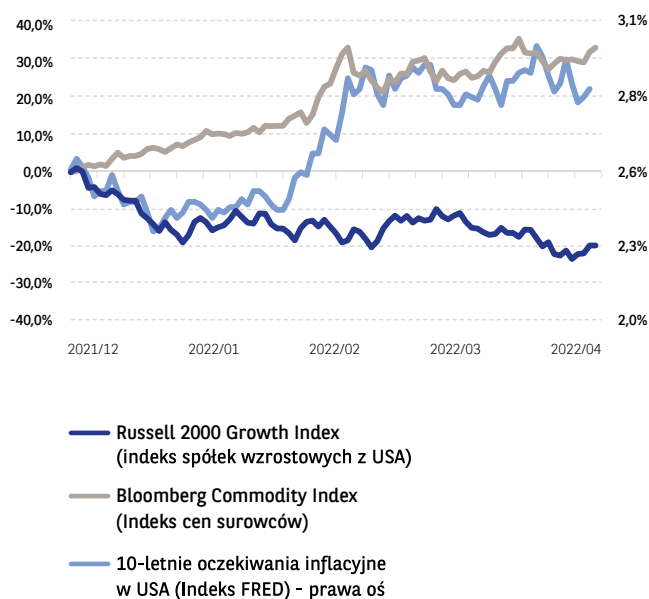
Nadal uważamy, że obecne otoczenie będzie niekorzystne dla inwestorów obecnych na rynku długu. Wyceny obligacji skarbowych mogą wciąż znajdować się pod presją rosnących rentowności, co jest wynikiem zacieśniania polityki pieniężnej przez banki centralne w otoczeniu utrzymującej się wysokiej inflacji. Zwracamy uwagę, że rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych osiągnęły w pierwszej połowie maja poziom 3,0% (vs. 1,5% na początku stycznia), a polskich 7,0% (vs. 3,7% na początku roku). Podobnie wygląda sytuacja na rynku obligacji inflacyjnych – oczekiwania inflacyjne znajdują się obecnie na historycznie wysokich poziomach, co implikuje wysokie wyceny instrumentów tej klasy. Relatywnie atrakcyjnie wygląda rynek obligacji zamiennych na akcje, jednak trzeba pamiętać o wysokim ryzyku inwestycyjnym w tym obszarze.

## EKSPOZYCJA NA AKCJE I SUROWCE ODPOWIEDZIĄ NA OBECNE OTOCZENIE INFLACYJNE

### Główne czynniki ryzyka:

Najważniejsze ryzyko związane z tym tematem, to podejście banków centralnych do kwestii inflacji. Uznanie jej przez większość organów za trwałe i mocno szkodliwe zjawisko implikuje kontynuację cyklu dynamicznych podwyżek stóp procentowych, co może zaszkodzić wzrostowi gospodarstwu.

### Zachowanie wybranych klas instrumentów finansowych w okresie wzrostu oczekiwań inflacyjnych.



Źródło: Bloomberg



1 2 3 4 5

# INWESTYCJE I INNOWACJE

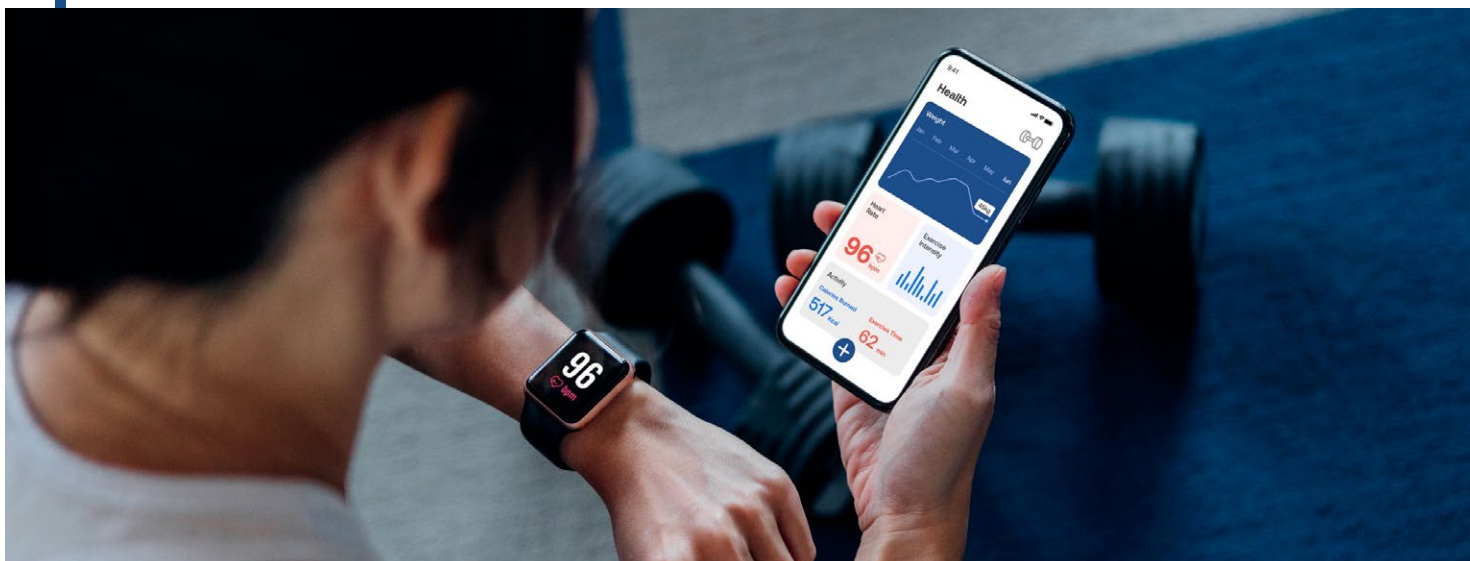
 HORYZONT  
ŚREDNIOTERMINOWY

 ŚREDNIE  
RYZYSKO

# INWESTYCJE I INNOWACJE

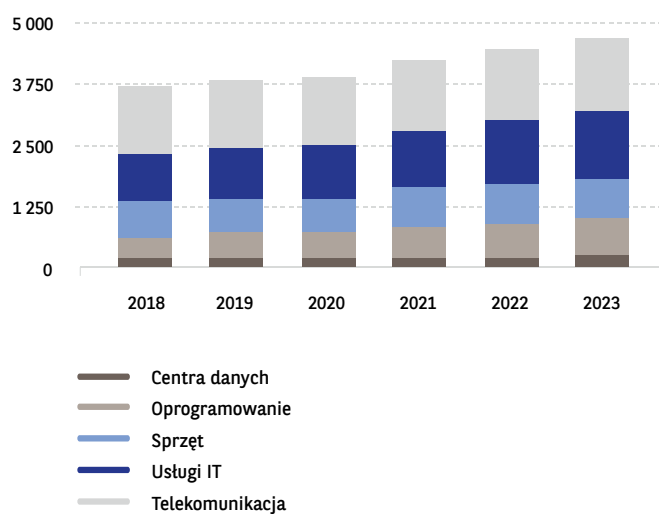
HORYZONT  
ŚREDNIOTERMINOWY

ŚREDNIE  
RYZYO



- Otoczenie pandemii COVID-19 zmusiło firmy do radykalnej zmiany sposobu i strategii działania, zarówno w kontekście samego modelu biznesowego, ale również w aspekcie formy zatrudnienia, co wyzwoliło falę poprawy wydajności. Inwestycje przedsiębiorstw w technologię naturalnie przyspieszyły, ponieważ obostrzenia w gospodarce wymusiły praktyki pracy zdalnej, co zintensyfikowało potrzebę aktualizacji m.in. infrastruktury technologicznej.
- Wysoka dynamika wzrostu płac zachęca przedsiębiorstwa do inwestycji w automatyzację – w szczególności w sektorze usługowym, gdzie koszty wynagrodzeń stanowią największy udział.

Globalne wydatki na IT (mln USD)



Źródło: Gartner

## DŁUGOTERMINOWY TREND INWESTYCJI W INNOWACJE VS KRÓTKOTERMINOWE OBawy O SPOWOLNIENIE KONIUNKTURY GOSPODARCZEJ

Otoczenie pandemii COVID-19 zmusiło firmy do radykalnej zmiany sposobu i strategii działania, zarówno w kontekście coraz większej cyfryzacji modelu biznesowego, ale również w aspekcie formy zdalnego

zatrudnienia. Aby umożliwić taką transformację, inwestycje przedsiębiorstw w technologię przyspieszyły, co zintensyfikowało potrzebę aktualizacji m.in. infrastruktury technologicznej. Niemniej sektor tech-



nologiczny i e-commerce w pierwszych czterech miesiącach 2022 roku radził sobie relatywnie słabiej od szerokiego rynku akcji. Z jednej strony bardzo dobre wyniki finansowe generowane w okresie COVID-19 zbudowały wysoką bazę do pokonania – w szczególności w branży e-commerce, a z drugiej strony rozpoczęty cykl podwyżek stóp procentowych na świecie negatywnie przekłada się na wyceny sektora (wysoki udział wartości rezydualnej, której poziom spada wraz z rosnącymi stopami). **Chociaż powyższe przełożyło się na uatrakcyjnienie wycen wskaźnikowych sektora, a perspektywy wzrostu prowadzonego biznesu w długim terminie pozostają dobre, to w krótkim okresie notowaniom może ciążyć kontynuowany cykl zacieśniania monetarnego oraz pogarszające się otoczenie makroekonomiczne.**

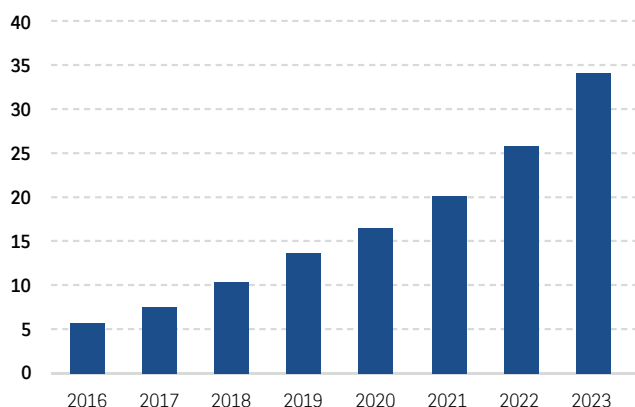
**Mimo przyspieszenia w ostatnich dwóch latach, rewolucja technologiczna jest nadal na początkowym etapie i tym samym wciąż generuje potencjał do istotnych wzrostów produktywności.** Wraz z rozwojem dostępności sieci 5G wykorzystanie technologii jak np. rozwiązania w chmurze, blockchain, Internet Rzeczy, wirtualna oraz rozszerzona rzeczywistość istotnie nabierze ponownej dynamiki. Jednocześnie sytuacja geopolityczna wzmocniła zapotrzebowanie na rozwiązania z zakresu cyberbezpieczeństwa oraz przełożyła się na utrzymanie deficytów na rynku półprzewodników.

Po tym jak wydatki rządowe przyspieszyły w otoczeniu pandemii, koncentrując się na inwestycjach w podstawową infrastrukturę, w tym segment energii odnawialnej, transport i opiekę zdrowotną, obecnie wiele rządów zapowiada zwiększone nakłady w zakresie obronności i infrastruktury militarnej.

## WZROST WYDAJNOŚCI WYMAGA CIERPLIWOŚCI

- Doświadczenia pandemii przełożyły się na modyfikację, czy nawet odejście od koncepcji „just in time” – chociaż wcześniej optymalizacja procesów produkcji czy logistyki przyniosła wymierne oszczędności kosztowe, to zaburzone łańcuchy dostaw uwypukliły towarzyszące ryzyka stosowanych procedur. Obecnie firmy pracują nad większą niezawodnością łańcuchów dostaw, co będzie wymagało czasu i nakładów finansowych.
- Czerpanie realnych korzyści z wprowadzenia nowych technologii następuje później niż mogłoby się wydawać.
- Ochrona zdrowia, odnawialne źródła energii oraz infrastruktura informatyczna to kluczowe sektory, w których obserwuje się trend przyspieszających innowacji.

Globalne wydatki na automatyzację (mld USD)



Źródło: Statista.com

## OBECNE OTOCZENIE WPŁYWA NA WZROST INWESTYCJI

Mocnym argumentem w minionych kwartałach do ponadprzeciętnego zwiększenia nakładów na inwestycje i rozwój były również inne aspekty, jak zaburzone łańcuchy dostaw, czy rosnąca presja płacowa, która zachęca do poprawy produktywności i zwiększania automatyzacji. Co więcej, klienci coraz większą wagę przywiązują do dostępności oraz terminowości dostawy produktów i komponentów, przystając przy tym na wyższą cenę. Powyższe premiuje lokalnych dostawców oraz rozpoczyna trend relokacji zakładów z regionów mniej stabilnych i bardziej odległych od odbiorców. Otoczenie wojny wymusza niejako skupienie się na większej niezawodności łańcuchów dostaw, co będzie wymagało czasu i nakładów finansowych.

Poza ponownymi perturbacjami w zakresie kanałów dostaw, wybuch wojny za naszą wschodnią granicą pośrednio przełożył się również na rosnące ceny energii, które dodatkowo podbijają wzrost cen w gospodarce. Powyższe oraz chęć uniezależnienia się od importu surowców energetycznych z Rosji powinna przyspieszyć oraz zwiększyć nakłady na transformację energetyczną.

## FIRMY PONOWNIE CHCĄ INWESTOWAĆ – JAK NA TYM ZYSKAĆ?


**We wspomniane trendy wpisują się inwestycje zarówno na rynku długu, nieruchomości, private equity jak i na rynku akcji:**

- zielone obligacje finansujące zrównoważone inwestycje przedsiębiorstw i rządów oraz wydatki infrastrukturalne;
- nieruchomości komercyjne oferujące usługi logistyczne i magazynowe, z ekspozycją na infrastrukturę sieci 5G czy centra danych;
- rozwiązania udziałowe (akcje, fundusze akcji, fundusze typu ETF) z ekspozycją na infrastrukturę, transformację energetyczną, magazyny energii oraz producentów baterii;
- rozwiązania udziałowe (akcje, fundusze akcji, fundusze typu ETF) z ekspozycją na wybrane obszary innowacyjne (m.in. 5G, półprzewodników i cyberbezpieczeństwa) oraz ochrony zdrowia.



1 2 **3** 4 5

# ODZYSKAJ, NAPRAW I UŻYJ PONOWNIE

 HORYZONT  
DŁUGOTERMINOWY

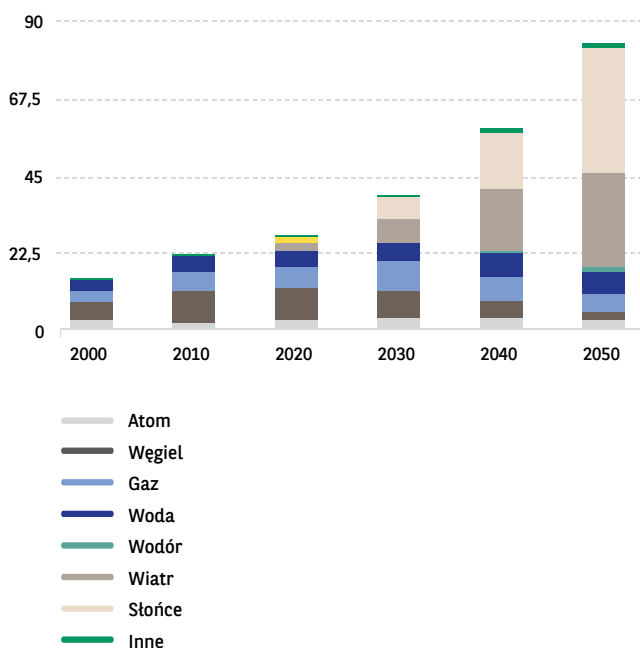
 ŚREDNIE  
RYZYSKO

# ODZYSKAJ, NAPRAW I UŻYJ PONOWNIE



- Z roku na rok świadomość konsumentów wzrasta, a koncepcja gospodarki o obiegu zamkniętym, która zakłada zwiększenie efektywności gospodarowania zasobami, implementowana jest w coraz większej liczbie sektorów. Dodatkowo coraz powszechniejsze staje się określenie „niebieska gospodarka”, która zakłada wykorzystanie zasobów morskich i oceanicznych zapewniające zrównoważony rozwój gospodarczy.
- Zmieniające się oblicze konsumpcji, zwiększone działania organizacji społecznych oraz otoczenie presji politycznej zaowocowało licznymi planami działania na rzecz gospodarki o obiegu zamkniętym. Powyższe wiąże się z ogromnymi inwestycjami publicznymi, które często przecierają szlak dla inwestycji prywatnych. W ramach europejskiego Zielonego Ładu do 2030 roku planowane są wydatki w ramach zrównoważonych inwestycji przekraczające 1,1 biliona USD. Podobne programy infrastrukturalne planowane są w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie czy Wielkiej Brytanii.

Udział OZE w globalnym mixie energetycznym (tys. TWh)



Źródło: McKinsey



## DBANIE O ŚRODOWISKO JEST TRENDDEM DŁUGOTERMINOWYM, NIEZALEŻNYM OD OTOCZENIA GOSPODARCZEGO

Z roku na rok świadomość konsumentów wzrasta, a koncepcja gospodarki o obiegu zamkniętym, która zakłada zwiększenie efektywności gospodarowania zasobami, implementowana jest w coraz większej liczbie sektorów. Jest to jeden z tak zwanych megatrendów w globalnej gospodarce, a dodatkowo można mu przypisać defensywny charakter, tzn. spółki działające w omawianych branżach powinny sobie radzić lepiej również w otoczeniu większej niepewności oraz spowolnienia gospodarczego.

W rezultacie wskazane przez nas sektory i segmenty korzystające na wspomnianym trendzie zachowywały się relatywnie lepiej od szerokiego rynku od początku roku. Wsparciem dla powyższego rezultatu było między innymi otoczenie zmienności, a także wyższych cen energii oraz surowców energetycznych. Przełożyło się to na większe zainteresowanie odnawialnymi źródłami energii, co jest również istotnym elementem w planowanym procesie uniezależnienia się od importu surowców energetycznych z Rosji. Wybuch wojny w Ukrainie pośrednio przyspieszył plany transformacji energetycznej w Europie, co powinno przełożyć się na dodatkowe środki na inwestycje w OZE w ramach programów krajowych oraz unijnych. Z kolei w Stanach Zjednoczonych stopniowo wdrażane są założenia planu odbudowy infrastruktury i przekształcenia gospodarki w bardziej zrównoważoną o wartości ponad 2 bilionów USD, które będą wydatkowane w perspektywie następnych ośmiu lat.

Zarówno zmieniające się oblicze konsumpcji, zwiększone działania organizacji społecznych oraz otoczenie presji politycznej zaowocowało licznymi planami działania na rzecz gospodarki o obiegu zamkniętym. Poza energią z alternatywnych źródeł, odzyskiwaniem i ponownym wykorzystaniem surowców w trend efektywnego wykorzystania zasobów wpisuje się również koncepcja ekonomii współdzielenia, którą już obecnie można spotkać w wielu aspektach życia, również pod postacią produktów jako usługa (z ang. PaaS).

**W perspektywie kolejnych miesięcy podtrzymujemy pozytywną opinię o instrumentach posiadających ekspozycję na podmioty z takich branż jak: OZE, magazyny energii, zagospodarowanie odpadami, czy spółki dostarczające usługi i platformy, dzięki którym można zwiększyć efektywność wykorzystania zasobów (leasing, wynajem, itp.).**

1 2 3 4 5

# MAŁE JEST PIĘKNE

 HORYZONT  
ŚREDNIOTERMINOWY

 WYSOKIE  
RYZYO



## MAŁE JEST PIĘKNE



- Globalnie do segmentu małych spółek należą notowane przedsiębiorstwa o kapitalizacji poniżej 5 mld USD albo 5 mld EUR. W Polsce małe spółki reprezentuje indeks SWIG80.
- Badania naukowe wykazują, że historycznie mniejsze podmioty osiągały wyższe stopy zwrotu względem dużych, szczególnie podczas silnej ekspansji gospodarczej, z czym mieliśmy do czynienia w drugiej połowie 2020 i w 2021 roku. Otoczenie gospodarcze w 2022 roku uległo jednak diametralnej zmianie, co przekłada się na słabsze zachowanie notowań mniejszych spółek na globalnych rynkach akcji.
- W Polsce wpływ ryzyka geopolitycznego przełożył się natomiast na odpływ kapitału zagranicznego i mocniejszy spadek WIG20 względem mniejszych spółek w ostatnich miesiącach.

### Relatywna siła mniejszych względem większych spółek



Źródło: BNP Paribas, Bloomberg

## POZYTYWNE OCZEKIWANIA WZGLĘDEM MAŁYCH SPÓŁEK...

Dobrze zdywersyfikowane portfele inwestycyjne powinny naszym zdaniem zawierać akcje małych oraz średnich przedsiębiorstw (MiŚ). Historyczne statystyki wskazują, że wskazana grupa spółek w dłuższym terminie osiąga wyższe stopy zwrotu względem dużych spółek. Mniejsze przedsiębiorstwa działają często w bardziej innowacyjnych obszarach gospodarki, zajmują nisze w swoich branżach, co wiąże się z niższą konkurencją i bardziej elastycznie dostosowują się do bieżącej sytuacji na rynku. Dzięki temu mają zdolność do szybkiego podnoszenia cen (ang. pricing power), co jest szczególnie atrakcyjne w obecnym otoczeniu wysokiej inflacji i rosnących kosztów produkcji oraz usług.

Ceną za potencjalnie wyższą stopę zwrotu jest jednak mniejsza płynność oraz większa zmienność notowań takich spółek. W związku z niższą kapitalizacją i obrotami mniejsze spółki nie należą do głównych indeksów giełdowych, więc są rzadziej analizowane przez duże instytucje finansowe. Jednakże w takim otoczeniu aktywni inwestorzy mogą łatwiej znaleźć ciekawsze cele inwestycyjne. Ponadto długoterminowi inwestorzy mogą

uzyskać wysoką stopę zwrotu jako premię za płynność. Jest to możliwe dzięki wejściu do akcjonariatu instytucji finansowych w sytuacji, gdy spółka na skutek rozwoju biznesu zwiększy swoją kapitalizację i zostanie zakwalifikowana do głównych indeksów giełdowych.

Średnie oraz mniejsze przedsiębiorstwa są jednak bardziej zależne od cyklu gospodarczego niż duże spółki. W skład indeksów mniejszych podmiotów wchodzi w większym stopniu spółki cykliczne (55% udziału w MSCI World Small Cap vs 43% udziału w MSCI World). Na początku roku oczekiwaliśmy kontynuacji wysokiego tempa wzrostu koniunktury oraz stopniowego rozwiązywania problemów związanych z globalnymi łańcuchami dostaw, dlatego uważaliśmy, że globalnie segment średnich i mniejszych spółek może zachowywać się lepiej od dużych spółek. Ponadto zwracaliśmy uwagę na bardzo wysokie dyskonto w notowaniach małych spółek względem blue chipów na rynku amerykańskim. Z kolei na rynku europejskim i w Polsce po okresie kiedy mniejsze spółki były wyceniane z premią, pod koniec 2021 roku relacja wycen powróciła do wieloletniej średniej.

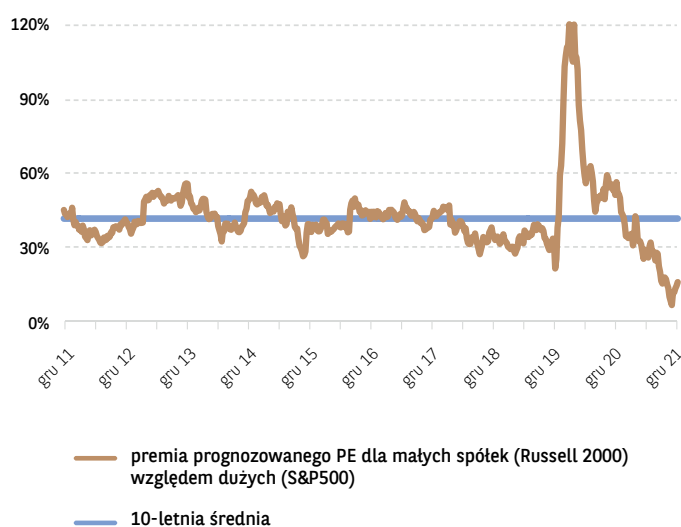
## PREFEROWANE SEKTORY I REGIONY INWESTYCJI

- Regiony: obecnie głównie rynek polski.
- Ryzyko: mocniejsze spowolnienie wzrostu gospodarczego, silniejsze zacieśnianie polityki monetarnej przez banki centralne, utrzymanie problemów logistycznych w światowych łańcuchach dostaw.

Sposoby inwestowania:

- Rynek długu: fundusze długu prywatnego oraz fundusze i notowane obligacje korporacyjne mniejszych przedsiębiorstw (zwracamy uwagę, że często należą do bardziej ryzykownego segmentu high-yield).
- Rynek akcyjny: akcje, ETFy i fundusze inwestujące w instrumenty udziałowe średnich i mniejszych spółek.

### Historycznie niskie wyceny małych spółek w USA względem dużych spółek



Źródło: BNP Paribas Wealth Management, Bloomberg



## ... ZOSTAŁY ZWERYFIKOWANE PRZEZ ZMIENNE WARUNKI RYNKOWE

Narastająca presja inflacyjna, coraz mocniejsze oczekiwania dotyczące podwyżek stóp procentowych, wojna pomiędzy Rosją a Ukrainą oraz kolejne lockdown-y w Chinach przełożyły się na pogorszenie prognozowanej koniunktury w światowej gospodarce. Czynnikiem ten wpłynął na gorsze zachowanie się indeksów średnich i mniejszych spółek względem blue chipów na zagranicznych rynkach akcji. Natomiast w Polsce sWIG80 odnotował zdecydowanie mniejsze spadki w porównaniu do mWIG40 oraz WIG20. Działo się to za sprawą większej dywersyfikacji sektorowej w obrębie mniejszych spółek – w przypadku mWIG40 oraz WIG20 negatywnie oddziaływała ekspozycja na sektor finansowy oraz konsumencki. Ponadto ryzyko geopolityczne przełożyło się na odpływy kapitału zagranicznego z największych i najbardziej płynnych spółek w ramach WIG20 oraz mWIG40.

**W krótszym terminie oczekujemy utrzymania się bardzo zmiennego otoczenia makroekonomicznego i rynkowego, co może przełożyć się na kontynuację gorszego zachowania średnich i mniejszych spółek na globalnych rynkach akcji. Równocześnie z tego samego powodu krajowe mniejsze podmioty mogą wykazywać relatywną siłę notowań.**


## SPOSOBY INWESTYCJI I PODEJMOWANE RYZYKO

Głównym czynnikiem ryzyka przedstawionego tematu inwestycyjnego jest tempo spowolnienia koniunktury w 2022 roku. Zbyt szybkie zacieśnienie polityki monetarnej na świecie, utrzymanie się ryzyka geopolitycznego albo przedłużanie się problemów w globalnych łańcuchach dostaw mogą wpłynąć na spadki indeksów małych spółek zarówno w Polsce, jak i na świecie.

Naszym zdaniem dobrym sposobem na zbudowanie ekspozycji na segment średnich i mniejszych spółek są fundusze inwestycyjne zarządzane w sposób aktywny. Z uwagi na mniejsze pokrycie analityczne będące rezultatem niższej płynności „MiŚ”, aktywne fundusze mają większą szansę na wyselekcjonowanie ciekawych firm. Może to dotyczyć zarówno instrumentów udziałowych, jak i dłużnych. W przypadku bezpośrednich inwestycji w akcje inwestorzy mają do dyspozycji notowane na giełdach fundusze ETF. **Na polskim rynku akcji rozwiązaniem może być usługa doradztwa inwestycyjnego do rachunku maklerskiego.** Portfele modelowe w tej usłudze mogą posiadać znaczący udział średnich i mniejszych spółek notowanych na GPW, które równocześnie spełniają kryteria wystarczającej płynności obrotu.

1 2 3 4 5

# POZNAJ WIRTUALNE ŚWIATY

 HORYZONT  
DŁUGOTERMINOWY

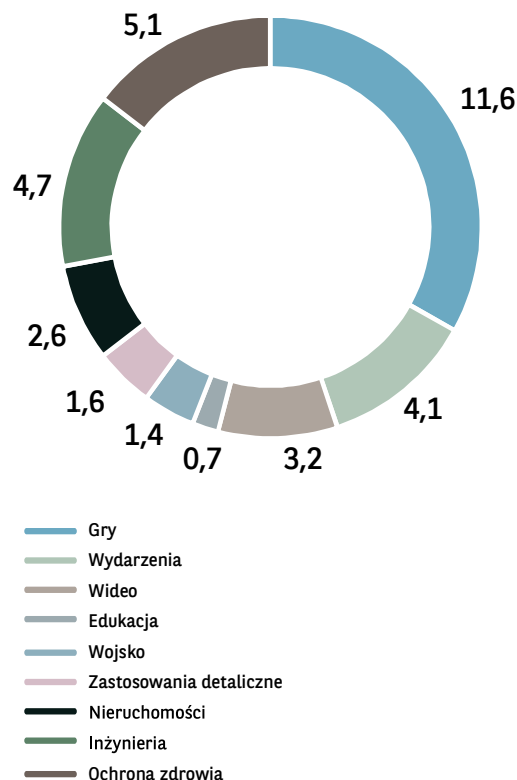
 WYSOKIE  
RYZYO

## POZNAJ WIRTUALNE ŚWIATY



- Zdecydowany wzrost znaczenia Metawersum i rozpoczynający się wyścig wśród spółek do pozycji lidera w Internecie przyszłości, stwarza wiele okazji inwestycyjnych, co prowadzi do naszego pozytywnego nastawienia względem producentów gier, spółek z sektora cyberbezpieczeństwa, elektronicznych płatności, tokenizacji, blockchain (NFT), dostawców szybkich łącz sieciowych, e-commerce i dużych platform rozrywkowych.

Prognozowana wartość rynku VR/AR w 2025 roku [mld USD]



Źródło: BNP Paribas Wealth Management, Bloomberg



## STOPNIOWY ROZWÓJ WIRTUALNEGO ŚWIATA

Czym jest Metawersum? Jest to szeroka koncepcja stworzenia światów wirtualnych realnymi. Przekładając powyższe na bardziej szczegółowy opis, Metawersum jest zbiorem światów wirtualnych, które stworzone będą w grafice trójwymiarowej i będą w pełni interaktywne, immersyjne i pozwalające na współdziałanie z pozostałymi użytkownikami. Metawersum jest Internetem przyszłości.

Wyścig do zajęcia pozycji lidera w świecie Metawersów już się rozpoczął, a legitymuje go ubiegłoroczna zmiana nazwy spółki Facebook na Meta (od ang. Metaverse), co jednoznacznie wskazuje na wysokość stawki o jaką zabiegają technologiczni liderzy. Rynek spółek wchodzących w ten niezwykle perspektywiczny obszar działalności powiększa się z każdym dniem, co pozwala identyfikować okazje inwestycyjne.

Prawdziwą rewolucją w kontekście Metawersum pozostaje zaangażowanie użytkowników w tworzenie światów. W przeciwieństwie do aktualnej formy dystrybucji treści rozrywkowych, gdzie to odbiorca otrzymuje gotowy produkt (film, grę, aplikację) i może skorzystać wyłącznie z funkcji przewidzianych przez producenta, w Metawersum każdy będzie mógł tworzyć i modyfikować treści.

Dobrym przykładem pozostaje obecnie Roblox, który jest niejako grą pozwalającą swoim użytkownikom tworzyć mniejsze gry i udostępniać je szerokiemu gronu graczy. Powyższy model w ostatnich latach zyskał ogromną popularność i jest aktualnie najgorętszym trendem w branży, obrazując jak wysoki potencjał skrywają gracze jako twórcy światów.

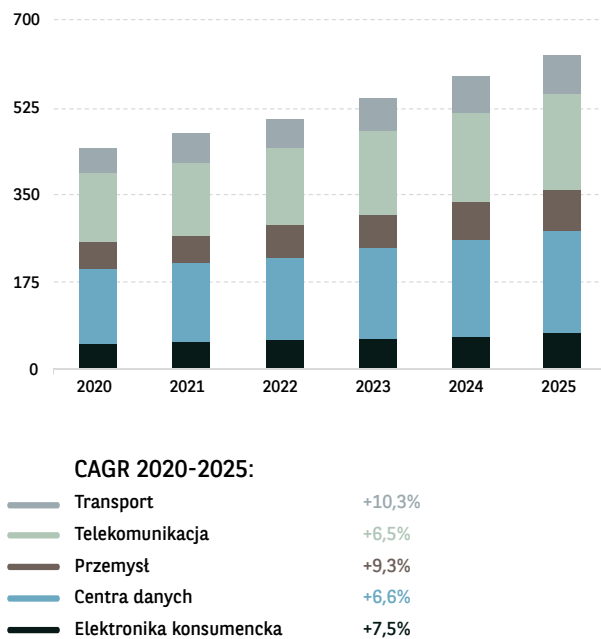
Podstawą dla istnienia całego konceptu Metawersum jest dostęp do szybkich i niezawodnych łączy internetowych. W związku z powyższym w szczególności patrzymy pozytywnie na dostawców sieci 5G, która otwoczy nowe możliwości dla aplikacji sieciowych. Widzimy ponadto duży potencjał w spółkach rozwijających i implementujących technologię blockchain, która odegra kluczową rolę w kontekście praw własności w światach wirtualnych. Kolejną warstwą niezbędną do istnienia Metawersów są technologie VR/AR, dla których z kolei kluczowy pozostaje segment półprzewodników. Choć wirtualne światy nie będą skupione wokół jednej firmy to dostawcy platform rozrywkowych jak Netflix, Amazon, czy Roblox mogą odgrywać kluczową rolę w następnych latach.

## ROZWÓJ TECHNOLOGII KLUCZEM DO WIRTUALNYCH ŚWIATÓW

Główne czynniki ryzyka:

- Jak każda innowacja w sektorze technologicznym, jest ona związana z wysokim ryzykiem. Metawersum znajduje się we wczesnej fazie rozwoju, co oznacza, iż wielu spółkom obecnie angażującym się w jego rozwój, ostatecznie zgodnie z statystyką, nie uda się zaistnieć na nowym rynku, a wytypowanie przyszłych liderów na tak wczesnej fazie pozostaje obarczone dużym ryzykiem błędu. W związku z powyższym jest to obszar, którym powinni interesować się inwestorzy o niskiej awersji do ryzyka.
- Dodatkowo obecne otoczenie makroekonomiczne na czele z rozpoczętymi cyklami podwyżek stóp procentowych przez banki centralne, negatywnie oddziałują na wyceny spółek typu growth.
- Technologia VR/AR wymaga jeszcze dopracowania, ponieważ u części użytkowników działanie błędnie powoduje zawroty głowy i tym samym dyskwalifikuje ich jako użytkowników.

Popyt na półprzewodniki (mld USD)



Mordor Intelligence, Deloitte

### BIĘŻĄCE WARUNKI RYNKOWE NIESPRZYJAJĄCE NOTOWANIOM SPÓŁEK WZROSTOWYCH

W związku z powyższym widzimy szereg okazji inwestycyjnych w branżach, które mogą pośrednio lub bezpośrednio być zaangażowane w rozwój Metawersum. Należy jednak zaznaczyć, że choć docelowo spółki zaangażowane w działalność związaną z Metawersem powinny czerpać zyski wraz z coraz większą popularnością związanych z tym rozwiązań, w obecnym otoczeniu makroekonomicznym tracą na wartości. Globalny wzrost inflacji wymusza zacieśnianie polityki pieniężnej przez banki centralne, co wiąże się z kolejnymi podwyżkami stóp procentowych, a to negatywnie przekłada się na koszt pieniądza dla spółek i implikuje obniżenie ich wycen rynkowych. Na majowym posiedzeniu Fed dokonał drugiej z rzędu podwyżki stóp procentowych, która obecnie znajduje się w przedziale 0,75-1,00%. W takim otoczeniu indeks spółek technologicznych Nasdaq stracił od początku bieżącego roku już ponad 21%.

**Perspektywa coraz wyższego kosztu pieniądza oraz widmo recesji negatywnie rzutują na niszowe spółki technologiczne, które nie są liderami branży.** Stąd plany wdrażania rozwiązań opartych o Metaverse mogą obecnie się przeciągać, co przekłada się na wydłużenie horyzontu inwestycyjnego w spółki związane z e-commerce, branżą gier, czy blockchain. **Jednak identyfikujemy także obszary, które wpisują się w szeroko pojęty Metaverse, a w obecnej sytuacji gospodarczej także mogą odgrywać znaczącą rolę.** W spektrum, do którego jesteśmy pozytywnie nastawieni znajduje się branża cyberbezpieczeństwa, której znaczenie po ataku Rosji na Ukrainę wzrosło w świadomości rządów i administracji. Uważamy także, że zwiększone nakłady fiskalne oraz inwestycje przedsiębiorstw w zakresie cyfryzacji albo centrów danych będą pozytywnie wpływać na takie branże jak półprzewodniki. Branża płatności, poza strukturalnym wzrostem transakcji internetowych, może w krótkim terminie korzystać na rosnącej inflacji, ponieważ głównym źródłem przychodów spółek z tego obszaru są prowizje od wartości nominalnej dokonywanych transakcji.

# PODSUMOWANIE TEMATÓW INWESTYCYJNYCH NA 2022 R.



Temat	Sektory	Horyzont i ryzyko
<b>1: Nowy reżim inflacyjny</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Produkty strukturyzowane</li> <li>• Fundusze krajowych obligacji korporacyjnych oraz obligacji krótkoterminowych</li> <li>• Fundusze inwestycyjne korzystające ze strategii alternatywnych na rynku długu</li> <li>• Fundusze inwestycyjne oraz ETF z ekspozycją na indeksy surowców oraz spółki surowcowe i energetyczne</li> </ul>	HORYZONT ŚREDNIOTERMINOWY ŚREDNIE RYZYKO
<b>2: Inwestycje i innowacje</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zielone obligacje oraz obligacje infrastrukturalne</li> <li>• Instrumenty związane z nieruchomościami logistycznymi, infrastrukturą 5G, centrami danych</li> <li>• Rozwiązania udziałowe (akcje, fundusze akcji, fundusze typu ETF) z ekspozycją na infrastrukturę, transformację energetyczną, magazyny energii oraz producentów baterii</li> <li>• Rozwiązania udziałowe (akcje, fundusze akcji, fundusze typu ETF) z ekspozycją na wybrane obszary innowacyjne (m.in. 5G, półprzewodników i cyberbezpieczeństwa) oraz ochrony zdrowia</li> </ul>	HORYZONT ŚREDNIOTERMINOWY ŚREDNIE RYZYKO
<b>3: Odzyskaj, napraw i użyj ponownie</b>	Rozwiązania udziałowe (akcje, fundusze akcji, fundusze typu ETF) z ekspozycją w obszarach jak OZE, magazyny energii, zagospodarowanie odpadami, czy spółki dostarczające usługi i platformy, dzięki którym można zwiększyć efektywność wykorzystania zasobów (leasing, wynajem, itp.)	HORYZONT DŁUGOTERMINOWY ŚREDNIE RYZYKO
<b>4: Małe jest piękne</b>	Rozwiązania udziałowe (akcje, fundusze akcji, fundusze typu ETF) z ekspozycją na małe i średnie spółki w Polsce	HORYZONT ŚREDNIOTERMINOWY WYSOKIE RYZYKO
<b>5: Poznaj wirtualne światy</b>	Rozwiązania udziałowe (akcje, fundusze akcji, fundusze typu ETF) z ekspozycją na spółki z sektora cyberbezpieczeństwa, producentów półprzewodników, elektronicznych płatności, dostawców sprzętu i oprogramowania dla szybkich łączności sieciowych (5G)	HORYZONT DŁUGOTERMINOWY WYSOKIE RYZYKO



## 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. Publikacja ta nie powinna być wykorzystywana w charakterze oferty lub traktowana jako oferta, lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. Nie jest również prospektem emisyjnym i nie może być traktowana jako prospekt emisyjny.

Niniejsza publikacja stanowi publikację handlową i nie została ona przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych oraz nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych. Niniejsza analiza nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta BNP Paribas Bank Polska S.A. Dokument ten nie może być rozpowszechniany, publikowany ani powielany, nie może także być cytowany ani przywoływany w żadnym dokumencie bez uprzedniej zgody BM. Niniejsza publikacja została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych. 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 na analizie przeprowadzonej przez BM i 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. Informacje zawarte w niniejszej publikacji zostały sporządzone na podstawie danych dostępnych na dzień sporządzenia i opierają się na uzasadnionych założeniach wynikających z obiektywnych danych. Dane, które odnoszą się do przeszłości i wyniki w przeszłości, nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Przedstawiane prognozy nie stanowią pewnego wskaźnika przyszłych wyników.

Niniejsza publikacja nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta. Przed zawarciem transakcji każdy inwestor powinien w pełni zrozumieć ryzyko, w tym wszelkie ryzyko rynkowe związane z sytuacją emitenta, korzyści oraz konsekwencje wynikające z inwestowania w dowolny produkt. Przed dokonaniem inwestycji zaleca się również konsultacje z doradcą prawnym, podatkowym, finansowym lub księgowym. Inwestorzy powinni być w stanie w pełni zrozumieć cechy transakcji i w przypadku braku innych postanowień stanowiących inaczej być w stanie finansowo ponieść stratę na swojej inwestycji oraz być gotowi zaakceptować takie ryzyko. Inwestorzy powinni zawsze pamiętać, że wartość inwestycji i wszelkie dochody mogą zarówno spadać, jak i rosnąć, a wyniki z przeszłości nie powinny być postrzegane jako wskaźnik przyszłych wyników. Każda inwestycja w produkt opisany w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniego zapoznania się i zrozumienia dokumentacji prawnej dotyczącej produktu, w szczególności tej, która szczegółowo opisuje prawa i obowiązki inwestorów, a także ryzyko związane z inwestycją w produkt. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie autorów w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM ani żaden podmiot z Grupy BNP Paribas nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek konsekwencje, które mogą wynikać z wykorzystania informacji, opinii lub prognoz zawartych w niniejszym dokumencie. Jako dystrybutor opisanych tu produktów, BM może otrzymywać opłaty dystrybucyjne i inne, które są ujawniane przed nabyciem produktów. W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. BM udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Analiza udostępniana jest na stronie [www.bnpparibas.pl](http://www.bnpparibas.pl) oraz poprzez pocztę elektroniczną. Niniejsza analiza dotyczy roku 2022 i nie jest planowana jej aktualizacja. W ostatnich 12 miesiącach BM nie wydawał rekomendacji na żaden instrument opisany w publikacji.

Analiza została sporządzona pod nadzorem doradcy inwestycyjnego Michała Krajczewskiego przez Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. w składzie:

Michał Krajczewski, CFA – doradca inwestycyjny (nr licencji 635); Ignacy Budkiewicz – analityk papierów wartościowych; Adam Anioł, CFA – analityk papierów wartościowych; Lukas Cinikas – analityk papierów wartościowych. Wszyscy wymienieni powyżej zatrudnieni są na podstawie umowy o pracę w Biurze Maklerskim BNP Paribas Bank Polska S.A.

Data sporządzenia: 19.05.2022 r., godz. 12.45

Data pierwszego rozpowszechniania: 27.05.2022 r., godz. 9.00

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.



Jesteśmy Bankiem zielonych zmian. Drukujemy na certyfikowanym papierze pochodzącym w 100% z recyklingu.



**BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLERSKIE**

**Bank**  
**zmieniającego się**  
**świata**