



## ALERT RYNKOWY

2024-03-18 15:26



### GLOBALNE PROGNOZY

Nasze postrzeganie perspektyw gospodarczych dla gospodarek rozwiniętych poprawiło się. W odniesieniu do USA podnieśliśmy prognozy PKB. Oczekujemy, że obserwowany wzrost siły roboczej, poprawa wzrostu produktywności oraz dalsze polepszenie sytuacji związanej z szokami podażowymi i ograniczeniami dostępności towarów przełożą się na wsparcie aktywności i pomogą zmniejszyć presję cenową. Ponadto pierwsze oznaki odbicia koniunktury płynące ze gospodarki Strefy Euro wspierają nasz pogląd, że dotek aktywności mamy już za sobą. W przypadku Chin zarówno czynniki strukturalne jak i cykliczne ciążą wzrostowi gospodarczemu. Styczeniowe dane o aktywności gospodarczej przyniosły mieszany obraz koniunktury w Polsce. Pozostajemy jednak optymistyczni, co do perspektyw wzrostu gospodarczego w tym roku, ze względu na wzrost konsumpcji i odblokowanie funduszy europejskich

Mimo iż w ostatnich miesiącach oczekiwania co do terminu obniżek stóp procentowych przez główne banki centralne oddalały się w czasie, łągodzenie polityki monetarnej w tym roku pozostaje niemal pewne. Zarówno w przypadku Fed jak i EBC oczekujemy rozpoczęcia stopniowego cyklu obniżek stóp na czerwcowych posiedzeniach. W przypadku pierwszego z wymienionych oczekujemy cięcia stóp funduszy federalnych łącznie o 75 pb do poziomu 4,50-4,75% na koniec roku. Z kolei nasza prognoza dla stopy depozytowej w strefie euro wynosi 3,00% na koniec br., co oznacza łączną skalę obniżek o 100 pb. W Polsce w obliczu niepewnej trajektorii inflacji w kolejnych miesiącach, członkowie RPP optują za utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie, co prezes Glapiński nazwał „konserwatywnym rozsądkiem”. W tym świetle podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą, że RPP nie będzie kwapić się z łągodzeniem polityki pieniężnej. Przewidujemy jednak, że ponowne nieznaczne obniżki stóp procentowych w Polsce będą możliwe pod koniec bieżącego roku. Oczekujemy obniżki o 50 pb w listopadzie br..

Nasze nastawienie względem globalnych akcji pozostaje umiarkowanie pozytywne. Mimo że wyceny na rynkach akcji są wysokie, to fundamenty pozostają wspierające zarówno w Europie jak i USA, jednak preferujemy bardziej akcje ze Starego Kontynentu. Naszym zdaniem jeśli na rynkach dojdzie do wyraźniej korekty związanej z realizacją zysków po ostatnich wzrostach, może to być okazja dla długoterminowych inwestorów. Pozytywnie patrzymy na rynki wschodzące, które powinny korzystać na obecnej poprawie aktywności gospodarczej i obniżkach stóp procentowych przez banki centralne. W odniesieniu do Polski nasze nastawienie pozostaje umiarkowanie pozytywne. Wycena krajowych spółek względem indeksów rynków rozwiniętych i wschodzących oraz w ujęciu historycznym pozostaje atrakcyjna, nawet pomimo wzrostów polskich indeksów w ostatnim roku. W średnim i długim terminie zmiana obozu rządzącego powinna zmienić postrzeganie krajowego rynku przez inwestorów zagranicznych (spadek premii za ryzyko) oraz zmniejszenie dyskonta w notowaniach krajowych akcji względem rynków zagranicznych. Biorąc pod uwagę fakt, że dezinflacja postępuje, a główne banki centralne wkrótce rozpoczną cykl obniżek stóp procentowych, otoczenie rynkowe powinno sprzyjać także instrumentom dłużnym. Obecnie oceniamy perspektywy zagranicznego długu jako umiarkowanie pozytywne, szczególnie dla gospodarek rozwiniętych, w tym USA i Europie. Preferujemy obligacje o krótszym duration.

W odniesieniu do dolara nasze długoterminowe nastawienie jest negatywne, jednak w najbliższych kwartałach spodziewamy się stabilizacji kursu EUR/USD. Nasza rewizja krótkoterminowego nastawienia jest spowodowana m.in. ryzykiem mocniejszego dolara w związku z wyborami w USA, a także dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu w tym roku. Naszym zdaniem złoty powinien nadal umacniać się względem dolara, choć skala tego ruchu prawdopodobnie będzie mniejsza z uwagi na opisane powyżej czynniki.



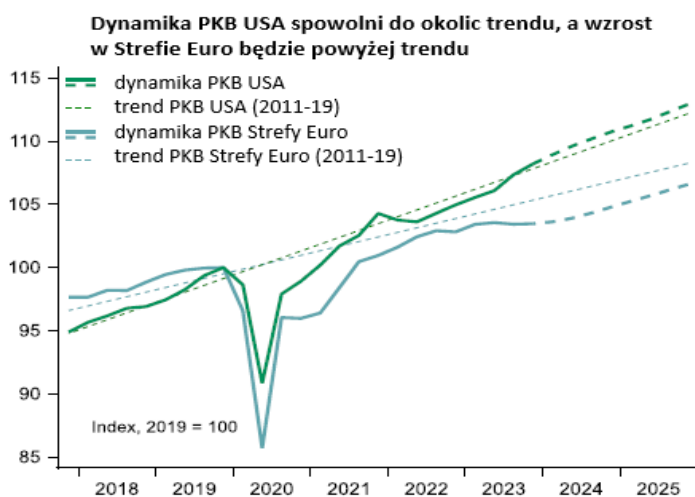
**BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLERSKIE**

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego

Biurowisko Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 56 69 704  
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl

## NOWE PROGNOZY EKONOMICZNE

Widzimy bardziej optymistyczny obraz aktywności gospodarczej rynków rozwiniętych. Jest on zbudowany na takich przesłankach jak pozytywne szoki podażowe, wyższy poziom realnego dochodu oraz luźniejsze warunki polityki monetarnej.



Według nas, narracja rynkowa w nadchodzącym okresie będzie skoncentrowana na gospodarce Stanów Zjednoczonych. Oczekujemy, że obserwowany wzrost siły roboczej, poprawa wzrostu produktywności oraz dalsze polepszenie sytuacji związanej z szokami podażowymi i ograniczeniami z dostępności towarów przełożą się na wsparcie aktywności i pomogą zmniejszyć presję cenową. W związku z powyższym podnieśliśmy nasze projekcje dynamiki PKB Stanów Zjednoczonych i obecnie oczekujemy, że w 2024r. sięgnie ona 2,8% w ujęciu rocznym, przy czym w drugiej połowie roku oczekujemy spadku tempa produktywności, które ma się zacząć odbudowywać w drugiej połowie 2025r.

Pierwsze oznaki odbicia koniunktury płynące ze gospodarki Strefy Euro wspierają nasz ogląd, że aktywność ulegnie poprawie z biegiem kolejnych kwartałów i szoki związane z wysokimi cenami energii ulegną zmniejszeniu. Uważamy, że ryzyka pogorszenia dla prognozy uległy zmniejszeniu niż poprzednio i oczekujemy, że w II kwartale dynamika PKB wyniesie 0,3%, a w kolejnych dwóch odpowiednio 0,4% i 0,4%.

PKB r/r [%]	2023	2024		2025	
		Aktualna prognoza	Poprz.	Aktualna prognoza	Poprz.
USA	2,5	2,8	0,3	1,8	1,3
Strefa euro	0,5	0,7	0,9	1,7	1,6
Chiny	5,2	4,5	4,5	4,3	4,3
Japonia	1,9	0,4	0,9	0,9	0,9
Wielka Brytania	0,1	0,1	0,1	1,2	1,1
Polska	0,2	4,0	3,0	3,5	3,5

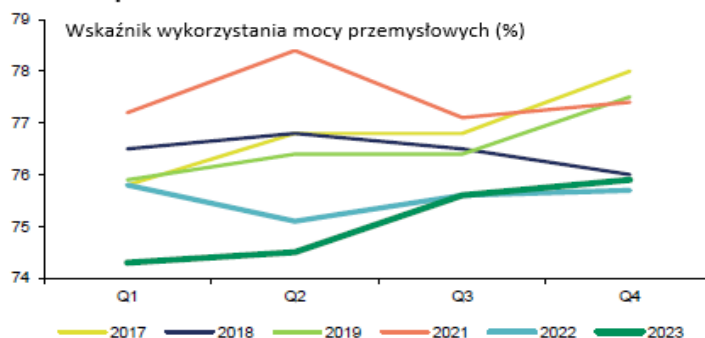
Styczeniowe dane o aktywności gospodarczej przyniosły mieszany obraz koniunktury w Polsce. Pozostajemy jednak optymistyczni, co do perspektyw wzrostu gospodarczego w tym roku. Po pierwsze, ożywienie gospodarcze będzie naszym zdaniem w tym roku napędzane przede wszystkim przez wyższe wydatki konsumpcyjne. Po drugie, wspierająco będzie oddziaływało odblokowanie unijnych funduszy. Zapowiedziana przez Przewodniczącą Komisji Europejskiej Ursulę von der Leyen decyzja o odblokowaniu 137 mld euro funduszy europejskich dla Polski to także duży impuls pro-wzrostowy dla gospodarki. W

budżecie środków europejskich już w tym roku założono wydatki na poziomie 121 mld zł tj. wzrost o 61% r/r (wykonanie w 2023 r. wyniosło 75,1 mld zł).



W przypadku Chin zarówno czynniki strukturalne jak i cykliczne ciążą wzrostowi gospodarcemu. Z tego względu nie wykluczamy luzowania monetarnego przez władze także w Państwie Środka, jednak wydaje nam się, że podejście decydentów w tym zakresie będzie fragmentaryczne i ostrożne. W rezultacie prognozujemy, że dynamika PKB w 2024r. wyniesie 4,5%, czyli poniżej celu 5% wyznaczonym na marcowym Ogólnochińskim Zgromadzeniu Przedstawicieli Ludowych. Ponadto, ryzyka dla naszego scenariusza bazowego są skierowane do dołu.

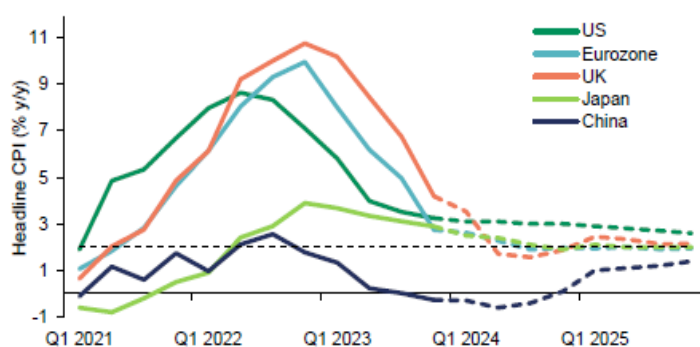
### Chiński przemysł nadal posiada niezagospodarowane moce przerobowe



Inflacja może spowodować, że decydenci z banków centralnych mogą zmienić wcześniejsze podejście mówiące o nadchodzących obniżkach stóp procentowych poprzez odroczenie rozpoczęcia obniżek lub (w naszej ocenie bardziej prawdopodobny ruch) zmniejszenie zakresu obniżek, tak aby przypominał bardziej dostosowanie w środku cyklu. Jak miało to miejsce w połowie lat dziewięćdziesiątych w USA.

Jeżeli chodzi o inflację w Strefie Euro to obniżyliśmy prognozy na 2024r. z 2,9% do 2,3%, a w 2025r. oczekujemy poziomu utrzymywania się poziomu wskaźnika w okolicach 2%. Spadki cen energii w Europie przetożą się nawet na tymczasowe zejście poniżej celu ECB, czyli 2% w 2024r. W przypadku Stanów Zjednoczonych podwyższamy naszą ścieżkę inflacji i obecnie widzimy poziom inflacji na koniec 2025r. jako 2,6%, czyli nadal powyżej celu (konsensus analityków z Bloomberg'a oczekuje 2,3%). Uważamy, że we wszystkich głównych gospodarkach rozwijających się, inflacja spadnie do celu do IV kwartału 2025r.

### Oczekiwania inflacyjne w głównych gospodarkach



Biorąc pod uwagę, że energia jest istotnym komponentem kosztowym w wielu sektorach, niższe ceny energii implikują niższe ceny w sektorach produkcji żywności oraz energochłonnych. Efekt ten powinien być wzmacniany także poprzez eksportowanie presji deflacyjnej przez Chiny. Nadprodukcja oraz słabość wewnętrznego popytu oraz słabe nastroje

konsumenckie przetożą się na spadek chińskiego wskaźnika PPI do 1,5% r/r w 2024r. po tym gdy w 2023r. wynosił on 3% r/r.

Kluczem do obniżenia inflacji w naszym przekonaniu będzie wolniejszy wzrost wynagrodzeń. Pomimo, że ceny usług spadają, nadal są one powyżej poziomów sprzed pandemii Covid. Ponadto obserwowane niższe odczyty inflacji zazwyczaj przekładają się na niższe oczekiwania inflacyjne, a co za tym idzie niższe oczekiwania podwyżek płac.

Pomimo powyższych argumentów, ryzyko powrotu wskaźników inflacyjnych nadal nie zniknęło. Potencjalnym powodem wzrostu

Inflacja r/r [%]	2023	2024		2025	
		Aktualna prognoza	Poprz.	Aktualna prognoza	Poprz.
USA	4,1	3,1	2,1	2,8	2,3
Strefa euro	5,4	2,3	2,9	2,1	2,0
Chiny	0,2	-0,1	2,0	1,2	1,7
Japonia	3,2	2,2	2,3	2,0	1,8
Wielka Brytania	7,4	2,2	3,1	2,3	2,1
Polska	11,5	5,0	6,3	4,1	4,0



wskaźnika są ryzyka geopolityczne, które niosą za sobą powrót szoków podaźowych. Przykładem mogą być koszty transportu lub wzrost taryf handlowych. Pomimo przekonania, że szczyt cen transportu związany z napięciami w basenie Morza Czerwonego jest już za nami, nadal uważamy, że ryzyko wzrostu cen dóbr w Europie w przyszłym roku jest skierowane ku górze.

## DZIAŁANIA BANKÓW CENTRALNYCH

Mimo iż w ostatnich miesiącach oczekiwania co do terminu obniżek stóp procentowych przez główne banki centralne oddalały się w czasie, łągodzenie polityki monetarnej w tym roku pozostaje niemal pewne.

Zarówno w przypadku Fed jak i EBC oczekujemy rozpoczęcia stopniowego cyklu obniżek stóp na czerwcowych posiedzeniach. W przypadku pierwszego z wymienionych oczekujemy cięcia stóp funduszy federalnych łącznie o 75 pb do poziomu 4,50-4,75% na koniec roku. Z kolei nasza prognoza dla stopy depozytywnej w strefie euro wynosi 3,00% na koniec br. co oznacza łączną skalę obniżek o 100 pb.

### Oczekiwania względem banków centralnych

#### Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych



- Obecny poziom 5,25-5,50%
- Silny wzrost gospodarczy, niskie bezrobocie i poprawiająca się, choć wciąż powyżej celu inflacja powinny przetożyć się na mniejszą liczbę cięć i nieco późniejszy ich start, niż pierwotnie oczekiwano.
- Rozpoczęcia obniżek spodziewamy się w czerwcu 2024 r. łączna skala cięcia stóp naszym zdaniem sięgnie po 75 pb łącznie w 2024 r. oraz 75 pb w 2025 r. Finalnie na koniec 2025 r. oczekujemy poziomu 3,75-4,00%.

#### Europejski Bank Centralny



- Obecny poziom 4,00% (stopa depozytowa)
- W ostatnich dniach dokonaliśmy rewizji naszych prognoz z uwagi na sygnały poprawiającego się otoczenia makroekonomicznego. W szczególności dla EBC kluczowy jest rynek pracy i płace.
- Tym samym obecnie spodziewamy się pierwszej obniżki w czerwcu br. o 25 pb. (wcześniej był to kwiecień). W dalszej części roku oczekujemy cięć o kolejne 75 pb łącznie (wcześniej prognoza -125 pb w całym roku).
- Natomiast na koniec 2025 r. stopa depozytowa w naszej ocenie będzie wynosić 2,50% (bez zmian).

#### Bank Anglii



- Obecny poziom 5,25%
- Oczekujemy, że Bank Anglii wraz z niższą presją inflacyjną dokona pierwszej obniżki stopy procentowej w czerwcu o 25 pb. W dalszej części roku oczekujemy kolejnych trzech obniżek po 25 pb każda.
- W perspektywie końca 2025 r. oczekujemy dalszych obniżek w skali 100 pb łącznie, tym samym zostanie osiągnięty poziom 3,25%.

#### Narodowy Bank Polski



- Obecny poziom 5,75% (stopa referencyjna)
- Spodziewamy się, że przestrzeń do obniżki stóp procentowych pojawi się najwcześniej pod koniec roku, gdy będą już znane rozstrzygnięcia w zakresie tarcz antyinflacyjnych oraz główne banki centralne rozpoczną cykl obniżek stóp procentowych
- Zakładamy obniżkę stóp procentowych o 50 pb w listopadzie br. W perspektywie końca 2025 r. spodziewamy się poziomu 4,00% dla stopy referencyjnej.

Na ostatnim posiedzeniu w marcu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną w wysokości 5,75%. Jednocześnie wydźwięk opublikowanego po decyzji komunikatu jak i konferencji Prezesa NBP Adama Glapińskiego praktycznie nie zmienił się względem poprzedniego posiedzenia w lutym. W obliczu niepewnej trajektorii inflacji w kolejnych miesiącach, członkowie RPP

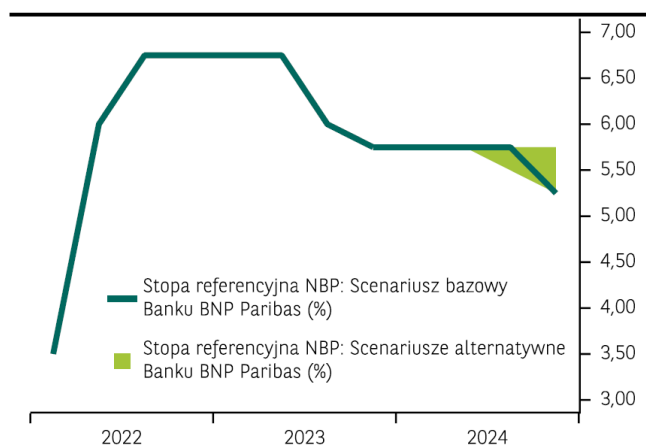


optują za utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie, co prezes Glapiński nazwał „konserwatywnym rozsądkiem”.

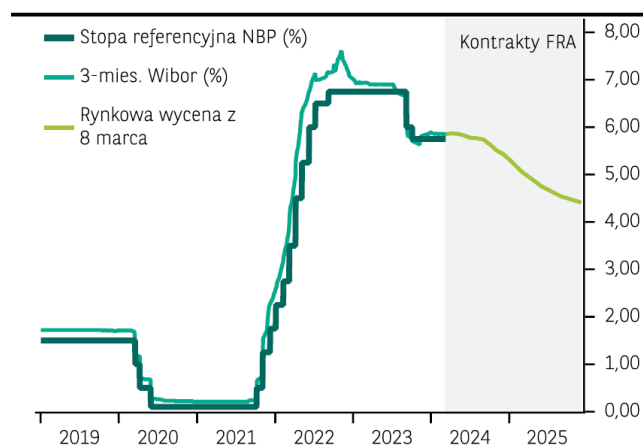
W tym świetle podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą, że RPP nie będzie kwapić się z łagodzeniem polityki pieniężnej i przewidujemy, że ponowne nieznaczne obniżki stóp procentowych w Polsce będą możliwe dopiero pod koniec bieżącego roku. Oczekujemy obniżki o 50 pb w listopadzie br. Za takim ruchem przemawia szereg czynników. Po pierwsze, po przyspieszeniu w okresie letnim, na przełomie roku swój szczyt powinny osiągnąć zarówno inflacja CPI jak i inflacja bazowa (z wyłączeniem cen energii, paliw i żywności). Po drugie, wówczas trwać już najprawdopodobniej będą cykle obniżek stóp procentowych w strefie euro i USA. Po trzecie, wstrzemięźliwość RPP przy łagodzeniu polityki pieniężnej przez Fed i Europejski Bank Centralny powinna przyczynić się do umocnienia złotego, co nie wprost sugerował także Prezes Glapiński podczas swojej ostatniej konferencji.

W efekcie choć gospodarka będzie przyspieszać i spodziewamy się dwucyfrowego tempa wzrostu wynagrodzeń uważamy, że pewne nieznaczne dostosowanie stóp procentowych w dół jeszcze w tym roku jest prawdopodobne. Dalej dostrzegamy jednak istotne ryzyko, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie przez cały 2024 rok. W lutym Prezes Glapiński stwierdził, że nie spodziewa się, aby w tym roku w Radzie pojawiła się większość popierająca wnioski o obniżkę stóp procentowych. Jeśli jednak kolejne projekcje NBP w lipcu i listopadzie będą potwierdzać, że prognozowana inflacja trwale powraca do 2,55% celu banku centralnego w horyzoncie 6 – 8 kwartałów nie wykluczamy, że zmieni on zdanie.

**Wykres 1: Stopa referencyjna NBP – prognoza BNP Paribas**



**Wykres 2: Przyszła ścieżka stóp procentowych – wycena rynkowa**

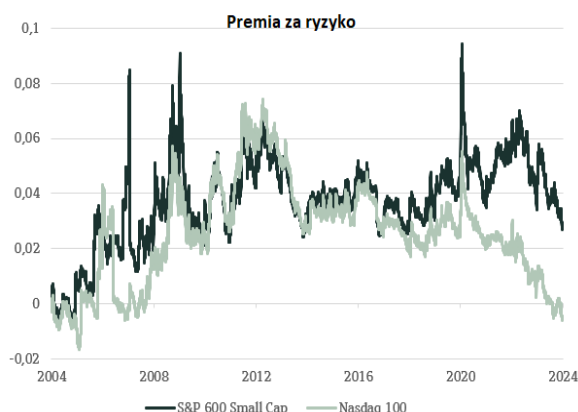


#### NASTAWIENIE WZGLĘDEM KLAS AKTYWÓW

Nasze nastawienie względem globalnych akcji pozostaje umiarkowanie pozytywne. Mimo że wyceny na rynkach akcji są wysokie, to fundamenty pozostają wspierające zarówno w Europie jak i USA, jednak preferujemy bardziej akcje ze Starego Kontynentu. Naszym zdaniem jeśli na rynkach dojdzie do wyraźniej korekty związanej z realizacją zysków po ostatnich wzrostach, może to być okazja dla długoterminowych inwestorów. Uważamy, że obecne poziomy rentowności obligacji są atrakcyjne i stwarzają okazję w miarę zbliżania się do rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych w USA i Europie.

Po dwuletnim wzroście dynamika inflacji wydaje się być wystarczająco ograniczona, aby banki centralne największych gospodarek mogły rozpocząć cykl obniżek stóp procentowych. To, w połączeniu z poprawiającą się sytuacją gospodarczą powinno wspierać rynek akcji. Naszym zdaniem ryzyko korekty jest podwyższone – ale z uwagi na powyższe argumenty traktowalibyśmy ją jako okazję dla długoterminowych inwestorów.

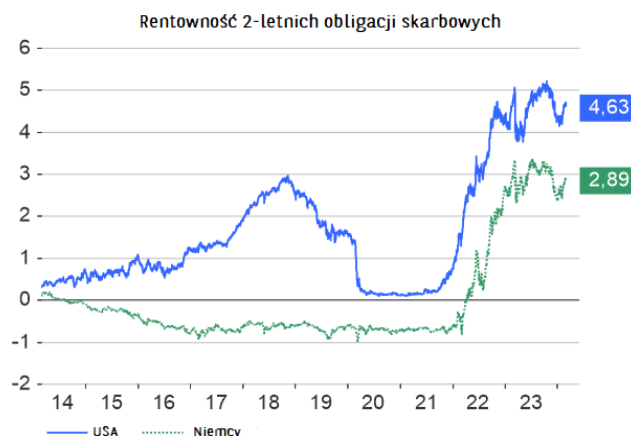
Od października obserwujemy wyraźny trend wzrostowy na rynkach akcji, zarówno w USA jak i Europie, w tym w Polsce. Wyniki amerykańskich spółek w IV kwartale okazały się lepsze od oczekiwań i wykazały dodatnią dynamikę, mimo iż prognozy wskazywały na spadek EPS. Było to wsparciem dla amerykańskich akcji, a prym we wzrostach ponownie wiodły największe amerykański spółki technologiczne. S&P 500 oraz Nasdaq na początku 2024 r. wyznaczyły nowe historyczne szczyty. Zaznaczamy, że wyceny na amerykańskim rynku akcji są bardzo wysokie, na co wskazują wskaźniki analizy fundamentalnej, a nasze nastawienie do tego rynku jest umiarkowanie pozytywne, jednak preferujemy spółki spoza grupy tzw. Magnificent 7. Firmy te wyraźnie zyskiwały na zainteresowaniu inwestorów sztuczną inteligencją (AI). Naszym zdaniem pozostajemy na wczesnym etapie cyklu rozwoju sztucznej inteligencji i z tego powodu jest za wcześnie, aby stwierdzić, które firmy zostaną ostatecznymi zwycięzcami obecnego wyścigu AI. **Preferujemy zatem spółki spoza Magnificent 7, szczególnie te o mniejszej kapitalizacji.** Zwracamy także uwagę na spółki dostarczające produkty i usługi związane z rozwojem sztucznej inteligencji: półprzewodniki, cyberbezpieczeństwo, infrastruktura chmurowa, centra danych, a także firmy z branż, które mogą zyskać dzięki implementacji sztucznej inteligencji w perspektywie średnioterminowej.



W ujęciu geograficznym preferujemy spółki z Europy, które naszym zdaniem mają wyższy potencjał wzrostu w porównaniu z amerykańskimi, biorąc pod uwagę m.in. fakt, że ich wyceny znajdują się poniżej średnich historycznych i region ten wciąż pozostaje niedoważony w portfelach globalnych inwestorów. Naszym zdaniem europejskie spółki będą głównymi beneficjentami poprawiających się perspektyw wzrostu. Inwestorzy już skupiają się na lepszych perspektywach wzrostu gospodarczego na Starym Kontynencie w drugiej połowie roku. Kiedy nastąpi przyspieszenie gospodarcze, a wskaźniki PMI zaczną wyraźnie odbijać, sytuacja makroekonomiczna powinna wspierać wyniki przedsiębiorstw, których marże i tak w ostatnim czasie były na bardzo wysokim poziomie. Wiele europejskich firm technologicznych działa w obszarze łańcucha dostaw związanych z AI. Spodziewamy się rosnącego popytu, ponieważ sztuczna inteligencja umożliwia użytkownikom pokonanie ograniczeń tradycyjnego oprogramowania w automatyzacji procesów. Potencjał nie wydaje się jeszcze w pełni doceniony przez rynek. Ponadto, w ujęciu sektorowym preferujemy także akcje ochrony zdrowia, sektora użyteczności publicznej (szczególnie europejskie spółki zajmujące się elektryfikacją i czystą energią), a także sektor finansowy, w szczególności banki, dla których prognozy zysków rosną.

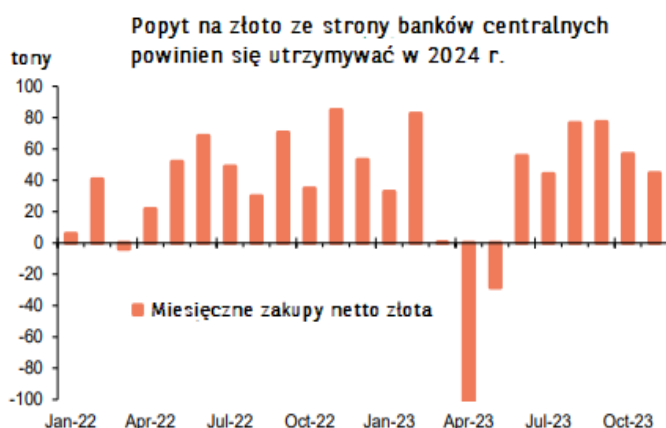
Pozytywnie patrzymy na rynki wschodzące, które powinny korzystać na obecnej poprawie aktywności gospodarczej, obniżkach stóp procentowych przez banki centralne. W odniesieniu do Polski nasze nastawienie pozostaje umiarkowanie pozytywne. Wycena krajowych spółek względem indeksów rynków rozwiniętych i wschodzących oraz w ujęciu historycznym pozostaje atrakcyjna, nawet pomimo wzrostów polskich indeksów w ostatnim roku. W średnim i długim terminie zmiana obozu rządzącego powinna zmienić postrzeganie krajowego rynku przez inwestorów zagranicznych (spadek premii za ryzyko) oraz zmniejszenie dyskonta w notowaniach krajowych akcji względem rynków zagranicznych. Widzimy też poprawę sentymentu inwestorów na rynkach bazowych, co powinno sprzyjać napływowi kapitału na GPW. Pozytywnie na polską gospodarkę, a w konsekwencji na wyniki spółek będzie wpływało także odblokowanie unijnych środków.

Biorąc pod uwagę fakt, że dezinflacja postępuje, a główne banki centralne wkrótce rozpoczną cykl obniżek stóp procentowych, otoczenie rynkowe powinno sprzyjać instrumentom dłużnym. Obecnie oceniamy perspektywy zagranicznego długu jako umiarkowanie pozytywne, szczególnie dla gospodarek rozwiniętych, w tym USA i Europie. Preferujemy obligacje o krótszym duration. Nasze nastawienie względem obligacji korporacyjnych również jest umiarkowanie pozytywne. Preferujemy jednak obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym. Pomimo wyższych rentowności w segmencie obligacji bez ratingu inwestycyjnego (ang. high yield) nie zalecamy zwiększania alokacji z uwagi na ryzyko kredytowe i ryzyko płynności.



Nasze nastawienie względem krajowego rynku obligacji pozostaje neutralne, co oznacza, że preferujemy obligacje skarbowe o terminie zapadalności od 3 do 5 lat. W scenariuszu bazowym obecnie spodziewamy się stabilizacji stóp procentowych NBP przez okres roku (stopa referencyjna na poziomie 5,75%), a następnie ich spadku o 50pb w czwartym kwartale. W tym roku spodziewamy się stabilizacji dynamiki inflacji w okolicach ok. 5%. W związku ze spodziewaną stabilizacją stóp procentowych i inflacji w kraju oczekujemy więc wolniejszego tempa wzrostu notowań polskich obligacji skarbowych w 2024 r. względem 2023 r.

Notowania ropy naftowej pod koniec 2023 r. wyraźnie spadały i od początku 2024 r. poruszają się w trendzie bocznym w okolicy 80 USD za baryłkę. **W krótkim terminie nasze nastawienie względem ropy pozostaje neutralne.** Popyt na ropę powinien jednak wzrosnąć w miarę wzrostu gospodarczego w głównych gospodarkach. Niewiadomą jest jednak jak będzie przebiegała trajektoria odbicia Chin, które są jednym z największych konsumentów ropy na świecie. Chociaż spodziewamy się, że kraje spoza OPEC (szczególnie z USA) zwiększą podaż surowca na rynkach, to kartel OPEC będzie utrzymywał obowiązujące cięcia, aby utrzymać ceny na obecnym poziomie. **Wzrost cen ropy spodziewalibyśmy się w III kwartale.** Stosunkowo ciepła zima w Europie, w połączeniu ze słabym popytem przemysłowym i dostawami, które pozwalały zaspokoić popyt spowodowały mocne spadki na rynku gazu. Ceny błękitnego paliwa w Europie znalazły się w lutym na najniższym poziomie od 2021 r. i naszym zdaniem istnieje prawdopodobieństwo dalszych spadków w II kwartale. Presję na ceny gazu mogą wywoływać wysokie stany zapasów tego surowca. Do wzrostów może ponownie dojść pod koniec 2024 r. kiedy Europa będzie przygotowywała się sezonu zimowego.



**W przypadku metali szlachetnych** oczekiwania dotyczące obniżek stóp procentowych spowodowały wzrosty cen złota do rekordowych poziomów. **W krótkim terminie nasze nastawienie pozostaje neutralne, jednak kiedy rozpocznie się cykl obniżek stóp w USA (skutkujący osłabianiem się dolara i spadkiem rentowności obligacji skarbowych) otoczenie dla metali szlachetnych powinno być sprzyjające.** Czynnikiem zagrożenia jest jednak umocnienie dolara. Z drugiej strony, czynniki, które mogą pozytywnie wpływać na ceny kruszców to także napięcia geopolityczne oraz zakupu złota przez banki centralne. Uważamy, że złoto może być dobrym

elementem dywersyfikującym portfel inwestycyjny w długim terminie. Cena srebra nie rośnie tak dynamicznie jak złota, ale metal ten może zyskać w II połowie roku, kiedy spodziewamy się silnego popytu ze strony chińskiego sektora fotowoltaicznego, który będzie uzupełniał zapasy, po ich zmniejszeniu w 2023 r. Dla metali przemysłowych kluczowy będzie wzrost popytu w miarę wzrostu globalnej aktywności gospodarczej. Spodziewamy się tego w II połowie roku.



W odniesieniu do dolara nasze długoterminowe nastawienie jest negatywne, jednak **w najbliższych kwartałach spodziewamy się stabilizacji kursu EUR/USD**. Nasza rewizja krótkoterminowego nastawienia jest spowodowana m.in. ryzykiem silniejszego dolara w związku z wyborami w USA, a także dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu w tym roku. W związku z tym spodziewamy się, że na koniec 2024 r. notowania EUR/USD znajdują się w okolicy 1,10 USD. Modele ekonomistów BNP Paribas sugerują jednak, że amerykańska waluta pozostaje przewartościowana w długoterminowym ujęciu, a globalni inwestorzy są przeważeni w aktywach dolarowych. Widzimy szansę na powrót do osłabiania się dolara w I i II kwartale 2025 r. Jednak jeśli aktywność gospodarcza w USA by spowolniła, a dane z rynku pracy byłyby bardziej negatywne niż w naszych prognozach, spodziewalibyśmy gwałtownego osłabiania dolara.

Naszym zdaniem złoty powinien nadal umacniać się względem dolara, choć skala tego ruchu prawdopodobnie będzie mniejsza z uwagi na opisane powyżej czynniki (silna gospodarka, wybory w USA). Spodziewamy się, że pozytywne nastroje inwestorów związane z nowym rządem koalicyjnym i postawą Narodowego Banku Polskiego (bardziej jastrzębi przekaz) będą wspierać złotego. Ponadto odblokowanie przez Komisję Europejską środków z unijnego planu odbudowy powinno wspierać złotego poprzez napływ kapitału. Spodziewamy się, że w horyzoncie do końca roku kurs USD/PLN może spaść do 3,86.

Z poważaniem

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego



## 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 udostępniła 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 147 676 946 zł, w całości wpłacony.

