



## ALERT RYNKOWY

2024-12-13 11:05



### GLOBALNE PROGNOZY

Wchodząc w 2025r. podtrzymujemy scenariusz tzw. „miękkiego lądowania” w Stanach Zjednoczonych przy możliwym spowolnieniu gospodarki w 2026r., kiedy to wpływ planowanych taryf celnych oraz zmian polityki imigracyjnej zacznie wywierać presję na koniunkturę. W przypadku Strefy Euro nie spodziewamy się aby czynniki wspierające powolny wzrost gospodarczy, takie jak wzrost dochodu realnego, łagodniejsze warunki finansowania, czy siła gospodarek peryferyjnych były w stanie zniwelować w pełni wpływ negatywnych aspektów jak np. niepewność polityki handlowej, spowolnienie obserwowane w niemieckiej gospodarce, naciski Francji na zmniejszenie deficytu budżetowego oraz wyższe taryfy handlowe. W przypadku polskiej gospodarki oczekujemy względnie wyższej odporności na pogorszenie sytuacji handlu zagranicznego wynikającej z wyższych taryf handlowych niż w pozostałych krajach Europy Środkowej. Ponadto popyt w gospodarce naszego kraju będzie wspierany przez napływ funduszy europejskich.

Temat taryf handlowych, planowanych przez nową administrację Stanów Zjednoczonych, jest ściśle obserwowany przez rynki finansowe i obecna optyka skłania się w kierunku wyhamowania spadku dynamiki inflacji w ujęciu globalnym. Oznacza to opóźnienia w spadku dynamik inflacji do wcześniej zakładanych poziomów docelowych, a także może się przełożyć na wolniejsze tempo obniżek stóp procentowych przez banki centralne. Obecnie zakładamy więc, że w 2025r. Fed nie dokona ani jednego cięcia stóp procentowych. Taka sytuacja powinna wspierać siłę dolara amerykańskiego i na koniec 2025r. oczekujemy, że kurs EUR/USD znajdzie się w okolicy 1,00. Oznacza to także słabsze środowisko dla walut rynków wschodzących i w przypadku relacji EUR/PLN oczekujemy poziomu 4,35 na koniec 2025r.

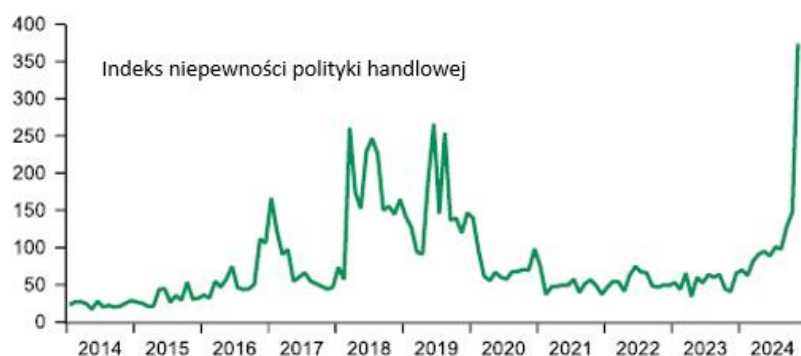
W długim terminie jesteśmy pozytywnie nastawieni do globalnego rynku akcji, który jest wspierany rozpoczętymi cyklami obniżek stóp procentowych przez większość banków centralnych na świecie. Wskaźniki makroekonomiczne nadal wskazują lepszą kondycję gospodarczą za oceanem niż w Strefie Euro. Ponadto wynik listopadowych wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych przekłada się na zwiększenie oczekiwań inwestorów odnośnie poprawy zysków przez tamtejsze przedsiębiorstwa. Możliwe ma to być z uwagi na deregulację, promowanie inwestycji w AI, wydobywanie surowców albo dalsze obniżki podatków. Wraz z niepewnością odnośnie koniunktury gospodarczej w Europie i Chinach, jak i powrotem to tzw. wojen handlowych przez prezydenta Donalda Trumpa, może to promować relatywnie lepsze zachowanie amerykańskiego rynku akcji względem pozostałych indeksów. W okolicznościach obniżek stóp procentowych oraz tzw. soft landingu, jesteśmy pozytywnie nastawieni do małych oraz średnich podmiotów, ponadto w takich okolicznościach na wartości zyskiwać powinno złoto.

Środowisko obniżania stóp procentowych w strefie euro implikuje pozytywne nastawienie do obligacji skarbowych tego regionu o średnim terminie do zapadalności. W przypadku obligacji skarbowych USA, preferujemy bardziej krótkoterminowe instrumenty, z uwagi na oczekiwane przez nas bardziej ostrożne podejście Fed, co do kolejnych obniżek. Atrakcyjnymi dla inwestorów są naszym zdaniem obligacje korporacyjnej o ratingu inwestycyjnym z uwagi na oferowany wysoki poziom rentowności. Ponadto odraczanie kontynuacji obniżek stóp procentowych w Polsce pozytywnie wpływa na obligacje korporacyjne emitentów z naszego kraju, które w przeważającej mierze oparte są o zmienne oprocentowanie.

## NOWE PROGNOZY EKONOMICZNE

**Oczekujemy lepszych perspektyw wzrostu gospodarczego za oceanem.**

Gospodarka Stanów Zjednoczonych wydaje się osiągnąć stan krótkoterminowego tzw. „miękkiego lądowania”, przy czym za kilka kwartałów oczekujemy spowolnienia wzrostu gospodarczego. Spodziewamy się, że z początkiem 2025r. taryfy handlowe zaczną być wprowadzane, przyrost siły roboczej spowolni ze względu na zmiany w polityce imigracyjnej, a wzrost produktywności nie będzie już tak silny. W rezultacie oczekujemy, że koniunktura gospodarcza może ulec schłodzeniu w trakcie 2026r. po czym powróci do trendu wzrostowego, a głównych czynników ryzyka upatrujemy w prowadzeniu polityki fiskalnej. W kontekście inflacji oczekujemy, że tempo wzrostu cen będzie spowalniać do celu wyznaczonego przez Fed na poziomie 2,0% do około pierwszego kwartału 2025r. i będzie wspierane przez normalizację kosztów wynajmu mieszkań, kontynuowaną po epidemii Covid-19. Następnie oczekujemy wzrostu tempa inflacji wynikającego z wyższego poziomu taryf handlowych oraz wyższych wynagrodzeń wynikających ze zmian w polityce imigracyjnej (mniejsza dostępność nowych pracowników). Polityka monetarna, a więc utrzymanie przez Fed wyższego poziomu stóp procentowych, powinna zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne i oczekujemy, że szczyt inflacji nastąpi w drugim kwartale 2026r., a następnie będzie powoli podążać do celu inflacji na poziomie 2,0%.



W kontekście inflacji oczekujemy, że tempo wzrostu cen będzie spowalniać do celu wyznaczonego przez Fed na poziomie 2,0% do około pierwszego kwartału 2025r. i będzie wspierane przez normalizację kosztów wynajmu mieszkań, kontynuowaną po epidemii Covid-19. Następnie oczekujemy wzrostu tempa inflacji wynikającego z wyższego poziomu taryf handlowych oraz wyższych wynagrodzeń wynikających ze zmian w polityce imigracyjnej (mniejsza dostępność nowych pracowników). Polityka monetarna, a więc utrzymanie przez Fed wyższego poziomu stóp procentowych, powinna zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne i oczekujemy, że szczyt inflacji nastąpi w drugim kwartale 2026r., a następnie będzie powoli podążać do celu inflacji na poziomie 2,0%.

PKB r/r [%]	2024		2025		2026
	Aktualna prognoza	Poprz.	Aktualna prognoza	Poprz.	Aktualna prognoza
USA	2,8	2,6	2,1	1,9	1,3
Strefa euro	1,0	0,8	1,0	1,4	1,0
Chiny	4,9	4,9	4,5	4,5	4,3
Japonia	-0,3	-0,2	0,6	0,7	0,2
Wielka Brytania	0,9	1,2	1,4	1,5	0,9
<b>Polska</b>	2,8	3,0	3,8	3,8	3,7

W strefie euro oczekujemy jedynie skromnego wzrostu gospodarczego w 2025 r., wspieranego poprawą realnych dochodów, łagodzeniem warunków kredytowych, siłą peryferyjnych gospodarek (w szczególności Hiszpanii) oraz zwiększonych wydatków fiskalnych. Powyższe czynniki w części zminimalizują negatywny wpływ wzmożonej niepewności polityki handlowej, spowolnienia wzrostu niemieckiej gospodarki, nacisków Francji na wstrzemięźliwość fiskalną i

wyższych taryf handlowych. W kontekście inflacji, po trendzie horyzontalnym w krótkim terminie, oczekujemy, że dynamika CPI powróci do trajektorii spadkowej w 2025r. Stabilna sytuacja na rynku pracy, z czasem powinna obniżyć presję inflacyjną. Oczekujemy, że czynniki proinflacyjne zostaną zneutralizowane przez osłabienie po stronie popytu.

Nieco optymistyczną perspektywę na 2025r. widzimy dla Wielkiej Brytanii, której tempo wzrostu odzwierciedla cykliczną odbudowę gospodarki, luźniejszą politykę fiskalną oraz perspektywę kontynuacji cięcia stóp procentowych. Z drugiej strony, oczekujemy, że inflacja do końca 2026r. pozostanie powyżej celu banku centralnego (2,0%) m. in. przez wzrost cen w sektorze usługowym wynikający z luzowania fiskalnego.

Polska gospodarka wydaje się być relatywnie mniej narażona, na tle innych krajów z regionu, na redukcję zewnętrznego popytu wynikającego z taryf handlowych. Ponadto, krajowy popyt powinien być za to wspierany stopniowo napływającymi funduszami z Unii Europejskiej. Nienajlepszy dla rodzimej gospodarki okazał się trzeci kwartał, kiedy to dynamika PKB wyniosła 2,7% w ujęciu r/r, przy oczekiwaniach na poziomie 3,2%. Nieco optymizmu



Inflacja r/r [%]	2024		2025		2026
	Aktualna prognoza	Poprz.	Aktualna prognoza	Poprz.	Aktualna prognoza
USA	2,9	2,9	2,9	2,2	3,9
Strefa euro	2,4	2,4	2,1	2,0	2,0
Chiny	0,3	0,4	0,8	1,3	1,0
Japonia	2,7	2,6	2,5	2,4	2,1
Wielka Brytania	2,6	2,6	3,2	2,5	2,5
Polska	3,7	3,5	3,9	3,8	2,8

przyniósł początek czwartego kwartału kiedy to mogliśmy obserwować poprawę w takich gałęziach jak produkcja przemysłowa, której roczna dynamika wyniosła 4,7% (oczekiwana 1,6%) oraz sprzedaż detaliczna (1,3% wobec konsensusu 0,5%). W październiku mogliśmy także obserwować niewielki wzrost inflacji (5,0% wobec 4,9% we wrześniu). Kluczowe dla polskiej gospodarki w 2025r. okażą się decyzje Narodowego Banku Polskiego ws. poziomu stóp

procentowych. Na grudniowym posiedzeniu RPP zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy na niezmiennym poziomie, jednak retoryka prezentowana po decyzji skłania się w kierunku opóźnienia obniżek stóp w naszym kraju. RPP wydaje się bardziej skupiać na zagrożeniu utrzymywania podwyższonej inflacji wynikającej z zamrożenia cen energii do połowy 2025r., niż stymulowania gospodarczego. W związku z tym obecnie oczekujemy pierwszego cięcia stóp procentowych w lipcu, a nie jak do tej pory uważaliśmy, w marcu, przy czym nadal uważamy, że na koniec roku stopa referencyjna uplasuje się na poziomie 4,0%.

We wzroście dochodu rozporządzalnego upatrujemy siły mającej odbudowywać japońską gospodarkę w 2025r., jednak niedobory na rynku pracy mogą ograniczać tempo wzrostu. Natomiast w 2026r. wzrost gospodarczy może zacząć odczuwać wpływ tariff handlowych wprowadzonych przez Stany Zjednoczone, jednak względnie słabszy jen powinien chronić eksporterów. Oczekujemy także utrzymywania się wskaźnika inflacji (bez uwzględnienie cen energii) powyżej pułapu 2,0% przez większą część roku. Presji na wzrost cen upatrujemy w rosnących kosztach pracy i słabszej walucie. W takim otoczeniu bank centralny najprawdopodobniej będzie kontynuował politykę zacieśniania monetarnego, jednak w takim tempie aby nie hamować rozwoju gospodarczego.

Oczekiwania co do chińskiej gospodarki sugerują, że strukturalne oraz cykliczne spowolnienie gospodarcze będzie trwało w 2025 i 2026r. Stany Zjednoczone najprawdopodobniej rozłożą wprowadzenie tariff handlowych na okres czterech kwartałów, rozpoczynając w styczniu 2025r. Takie podejście powinno przełożyć się na zwiększenie handlu w pierwszej połowie roku aby uniknąć zwiększonego obciążenia wyższymi tariffami w dalszej części roku. Chińskie władze najprawdopodobniej będą starały się zminimalizować niekorzystne efekty tej polityki poprzez działalność fiskalną i monetarną, tak aby osiągnąć minimalny poziom wzrostu gospodarczego planowany na 4,5% w 2025r.

#### IMPLIKACJE GOSPODARCZE PO ZMIANIE ADMINISTRACJI W STANACH ZJEDNOCZONYCH

Zmiana na stanowisku prezydenta mająca nadejść w Stanach Zjednoczonych w drugiej połowie stycznia 2025r. przyniesie drugą turę rządów Donalda Trumpa wspieranego przez partię Republikańską. Taki rozkład sił wiąże się z kilkoma czynnikami mającymi wpływ na kondycję zarówno gospodarki Stanów Zjednoczonych jak i tej w ujęciu globalnym.

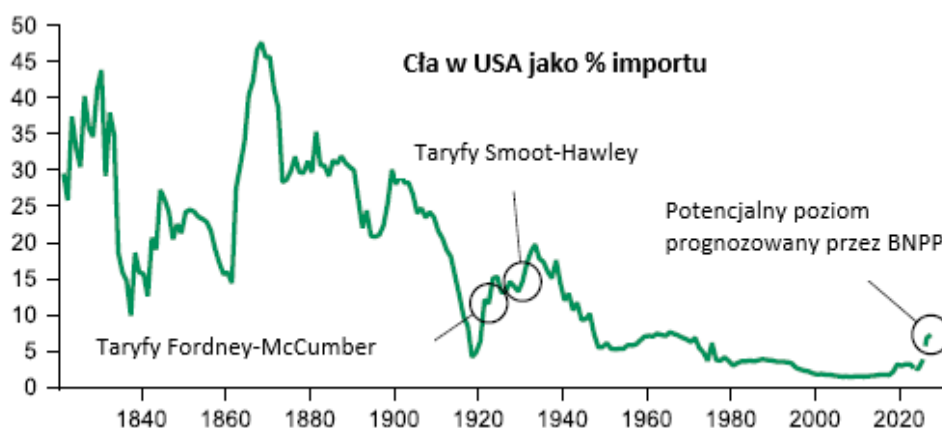
Oczekujemy, że tariffy handlowe nałożone na Chiny wzrosną o 25pp do efektywnego poziomu 40,0%. Początek najprawdopodobniej nastąpi w I kwartale 2025r. i będzie wynosił +10pp, natomiast kolejny krok będzie miał miejsce w III kwartale 2025r., a cały proces będzie rozłożony na okres czterech kwartałów. Taryfami zostaną dotknięte także inne kraje, przy czym szacujemy, że ich obecny poziom wzrośnie średnio o 3pp i docelowo uplasuje się w okolicach 5%, a proces rozpocznie się w IV kwartale 2025r. Niektóre kraje, jak np. Kanada czy Meksyk zdążą uniknąć tariff, przynajmniej w krótkim terminie. Trump unika tariff na dobra, których ceny są powszechnie obserwowane jak np. energia czy nieprzetworzona żywność.





Oczekujemy, że poza taryfami, nowa administracja wnieśli zmianę podejścia także w innych kwestiach gospodarczych. Jedną z nich spadkiem napływu nowych imigrantów do 300 tys. netto w 2025r., co stanowi mocne ograniczenie w relacji do obecnego poziomu 1 mln osób w 2024r. Ponadto oczekujemy obniżki podatków, wspieranej dodatkowymi wydatkami np.

na służbę zdrowia, co przełoży się na nieco mniejsze przychody do budżetu w 2024r. Spodziewamy się przerwy w wydawaniu nowych ustaw, uproszczenia procedur administracyjnych oraz punktowej deregulacji, co ma wspierać niektóre branże, jak choćby energetyczną. Powyższe prawdopodobnie ograniczy wzrost produktywności o ok. 0,45 pkt. proc. za cały 2026r.



### Oczekiwania względem banków centralnych

#### Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych



- Obecny poziom 4,50-4,75%
- Nawet przed zmianą w administracji Stanów Zjednoczonych, Fed nie wydawał się skory do wprowadzaniu szybkich obniżek stóp procentowych, co jest spowodowane dobrą kondycją gospodarki oraz bliskim poziomem neutralnego poziomu stóp procentowych.
- Naszym zdaniem Fed, po grudniowej obniżce o 25pb, pozostawi stopy w 2025r. w zakresie 4,25-4,50% i powróci do dalszego luzowania w połowie 2026r.

#### Europejski Bank Centralny



- Obecny poziom 3,00% (stopa depozytowa)
- Oczekujemy, że ECB będzie kontynuowało obniżki stóp po 25 pb na każdym spotkaniu, aż do osiągnięcia poziomu 2,00%, co miałyby mieć miejsce ok. II kwartału 2025r.
- Natomiast na koniec 2025 r. stopa depozytowa w naszej ocenie będzie wynosić 2,00%.

#### Bank Anglii



- Obecny poziom 4,75%
- Perspektywa wyższego wzrostu gospodarczego ale także inflacji implikuje kontynuowanie obniżania kosztu kapitału jednak
- w wolniejszym tempie niż uprzednio oczekiwaliśmy
- W perspektywie końca 2025 r. oczekujemy dalszych obniżek w skali 100 pb łącznie, tym samym zostanie osiągnięty poziom 3,75%.

#### Narodowy Bank Polski

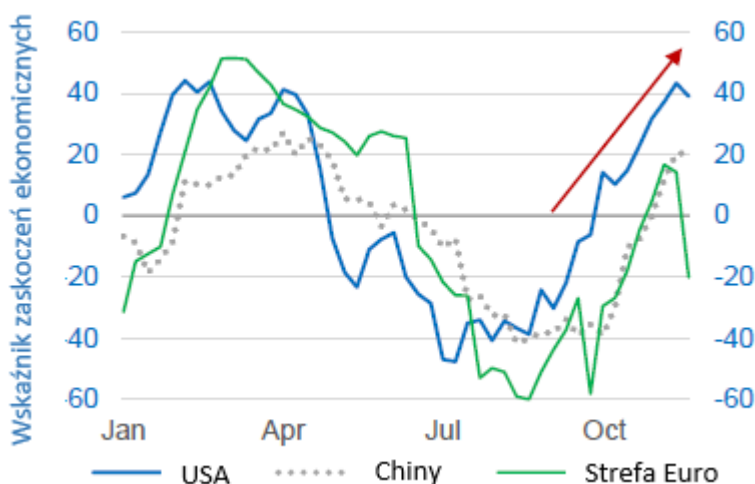


- Obecny poziom 5,75% (stopa referencyjna)
- Retoryka płynąca od RPP sugeruje późniejsze wprowadzenie dalszych cięć stóp procentowych niż wcześniej zakładaliśmy.
- Zakładamy pierwszą obniżkę stóp procentowych w lipcu 2025 roku. W perspektywie końca 2025 r. spodziewamy się mocniejszych cięć do poziomu 4,00% dla stopy referencyjnej.



## NASTAWIENIE WZGLĘDEM KLAS AKTYWÓW

Umiarkowany wzrost gospodarczy globalnej gospodarki w połączeniu ze spowalniającą inflacją i obniżanymi stopami procentowymi przetożył się na materializację scenariusza tzw. *miękkiego lądowania*, co pozwoliło wypracować wzrosty wycen na rynku akcji. Napięcia geopolityczne, jak wojna w Ukrainie czy działania wojenne na Bliskim Wschodzie nie wpłynęły mocno na rynki finansowe w mijającym roku. W 2024r. większość z dostępnych klas aktywów wypracowała pozytywne stopy zwrotu, na czele z rynkami akcji i złotem. Z tego względu podtrzymujemy nasze umiarkowanie pozytywne nastawienie do rynku akcji. Niemniej jednak dostrzegamy kilka wyzwań, z którymi rynki będą się borykać w 2025r., jak np. wysokie wyceny największych spółek w Stanach Zjednoczonych (22 x P/E) będące następstwem silnej hossy spółek z koszyka tzw. *Magnificent 7*. Z tego powodu na rynkach rozwiniętych wstrzeźliwie podchodzimy do największych podmiotów ze Stanów Zjednoczonych, które w naszej ocenie charakteryzują się wymagającymi wycenami. Inaczej postrzegamy jednak segment małych i średnich przedsiębiorstw w USA i uważamy, że sentyment biznesowy oraz inwestycje kapitałowe będą wspierać te spółki, a podmioty będące ich kontrahentami powinny korzystać z potencjału do wzrostu przychodów. Ponadto, w USA pozytywnie postrzegamy sektor finansowy oraz spółki cykliczne i te związane z infrastrukturą energetyczną. Nadal pozytywnie podchodzimy do spółek z Wielkiej Brytanii i Japonii. Jesteśmy neutralnie nastawieni do rynku europejskiego, któremu ciąży słabsze perspektywy wzrostu i ryzyko geopolityczne.



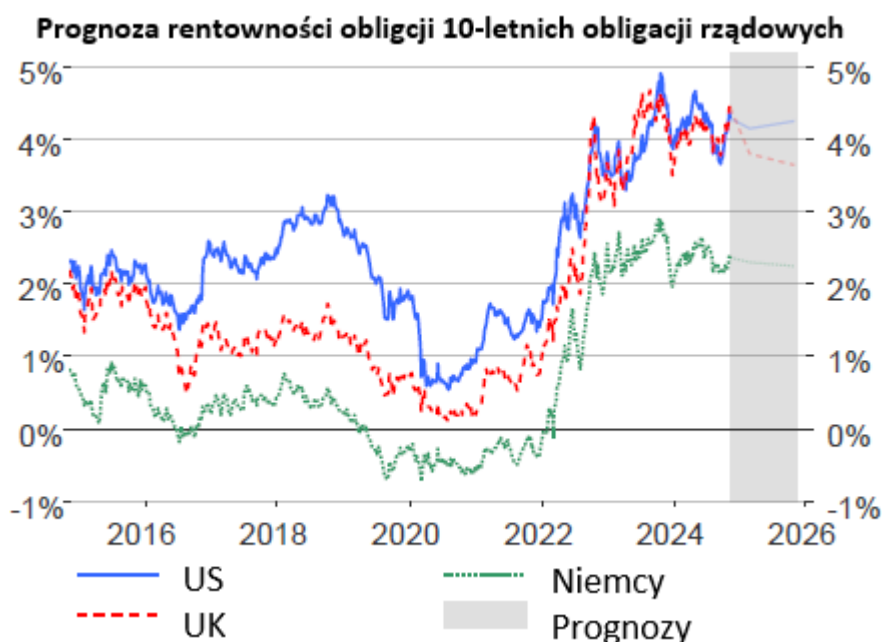
Pozytywnie podchodzimy do rynków rozwijających się. Chociaż ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego może ciążyć na notowaniach to zwracamy uwagę, że zostały one bardziej przecenione względem rynków rozwiniętych, co poprawia ich relatywną atrakcyjność. Preferujemy kierunek Ameryki Południowej (bez Meksyku) oraz Azji (Chiny, Singapur, Korea Płd., Indie). Rynki wschodzące powinny być wspierane ponadto przesłankami o stymulusie mającym wesprzeć chińską gospodarkę w świetle złagodzenia negatywnego wpływu taryf handlowych, których wprowadzenie planowane jest w Stanach Zjednoczonych.

Sezonowy wzrost zmienności na rynkach globalnych, wsparty wyborami prezydenckimi w Stanach Zjednoczonych jak i zwiększoną podażą (np. IPO Żabki oraz kolejne oferty sprzedaży akcji) zachęcił do realizacji zysków na GPW przez zagranicznych inwestorów. Dodatkowo dynamicznie umacniający się dolar amerykański ciążył wszystkim rynkom emerging markets. Powyższe wraz z dość zachowawczym podejściem krajowych inwestorów przetożyło się na dwucyfrową korektę głównych indeksów w Warszawie na przetomie 3 i 4 kwartału. Jednak głównymi czynnikami globalnej niepewności, czyli wybory prezydenckie w USA są za nami. Obecnie największym czynnikiem ryzyka lokalnie pozostaje niepewność co do rozwoju sytuacji za naszą wschodnią granicą. Jednak wygrana kandydata Republikanów wzbudza oczekiwania na korzystne rozstrzygnięcia z punktu widzenia Polski, co powinno zmniejszyć dyskonto naszego rynku z



tego tytułu. Mając na uwadze powyższe, w krótkim i średnim okresie spodziewamy się pozytywnego odreagowania krajowych akcji.

Obecnie stoimy na stanowisku, że Fed dostarczy mniej obniżek stóp procentowych niż oczekiwał wcześniej rynek. Z tego powodu oczekujemy, że w stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych pozostaną w zakresie 4,25-4,50% w 2025r., natomiast ECB będzie kontynuowało cięcie stóp ze względu na słabsze perspektywy wzrostu gospodarczego, aż do osiągnięcia poziomu 2,0% przez stopę depozytową w połowie 2025r. W stosunku do rynku obligacji rządowych pozostajemy nastawieni neutralnie ze względu na okoliczności wzmożonej zmienności oraz perspektywy utrzymywania się stóp procentowych na podwyższonych poziomach. Strukturalnie, rentowności obligacji rządu Stanów Zjednoczonych pozostają atrakcyjne i znajdują się na najwyższych poziomach od 17 lat.



W Polsce także podtrzymujemy neutralne nastawienie do obligacji, gdzie preferujemy instrumenty o terminie zapadalności od 3-5 lat. Argumentem, są nadal utrzymywane przez RPP relatywnie wysokie stopy procentowe. Podczas konferencji po ostatnim posiedzeniu RPP, Prezes NBP Adam Głapiński prezentował bardziej „jastrzębi” przekaz w stosunku do wcześniejszych wypowiedzi i skłaniał się w kierunku opóźnienia obniżek stóp w naszym kraju. RPP wydaje się bardziej skupiać na zagrożeniu utrzymywania podwyższonej inflacji wynikającej z zamrożenia cen energii do połowy 2025r., niż stymulowania gospodarczego. W związku z tym

obecnie oczekujemy pierwszego cięcia stóp procentowych w lipcu, a nie jak do tej pory uważaliśmy, w marcu, przy czym nadal uważamy, że na koniec roku stopa referencyjna uplasuje się na poziomie 4,0%.

Nasze nastawienie względem złota pozostaje umiarkowanie pozytywne. Cena złota osiągnęły w ostatnich miesiącach rekordowy poziom blisko 2800 USD za uncję. Trwający cykl obniżek stóp procentowych przez główne banki centralne jest wsparciem dla tego metalu, a napięcia geopolityczne pozostają czynnikiem pro wzrostowym. Dodatkowo czynnikiem stymulującym popyt są także zakupy banków centralnych. Czynniki te mogą naszym zdaniem wspierać notowania kruszcu, jednak zagrożeniem jest możliwa aprecjacja amerykańskiej waluty. Poprawa aktywności gospodarczej może wzmocnić popyt na srebro, które jest szeroko wykorzystywane w przemyśle, w tym m.in. w sektorze OZE. Dla metali przemysłowych kluczowy będzie wzrost gospodarczy i spodziewamy się, że lepsze warunki dla takich metali jak miedź czy aluminium pojawią się w 2025r. i będą wspomagane niższymi stopami procentowymi i stymulusem gospodarczym w Chinach. Preferujemy: miedź, aluminium, lit, cynk oraz nikiel. W przypadku ropy naftowej obniżamy nasze nastawienie do negatywnego, a zakres cenowy do 60-70 USD. Ryzyka utrzymywania się niższych cen nadal pozostają w mocy - słaby wzrost popytu, wzrost podaży spoza kartelu OPEC oraz intencje OPEC+ do ponownego zwiększenia produkcji.

W odniesieniu do dolara amerykańskiego podnosimy nasze nastawienie do pozytywnego i oczekujemy, że w nadchodzącym okresie będzie beneficjentem wyniku wyborów w Stanach Zjednoczonych. Uważamy, że główną przesłanką za siłą amerykańskiej waluty będzie wprowadzenie tariff handlowych przez USA, a ponadto luźniejsza polityka fiskalna i ostrzejsza polityka imigracyjna najprawdopodobniej będą tworzyć presją inflacyjną co przełoży się



na wstrzymanie obniżek stóp procentowych przez Fed. Obecnie oczekujemy, że kurs pary walutowej EUR/USD na koniec 2025r. będzie kształtował się w okolicy poziomu 1,00.

Krajowa waluta pozostaje silna z uwagi na utrzymywaną przez RPP jastrzębią politykę monetarną. Dodatkowo, jastrzębi przekaz płynący od Rady Polityki Pieniężnej po ostatniej decyzji ws. stóp procentowych sugeruje nawet późniejszy moment kolejnej obniżki niż zakładał to rynek dotychczas. W związku z tym obecnie oczekujemy pierwszego cięcia stóp procentowych w lipcu, a nie jak do tej pory uważaliśmy, w marcu, przy czym nadal uważamy, że na koniec roku stopa referencyjna uplasuje się na poziomie 4,0%. Takie środowiska powinno wspierać polską walutę. Z drugiej strony, negatywnie na złotego może oddziaływać silna pozycja dolara amerykańskiego. W związku z powyższym oczekujemy, że na koniec 2025r. kurs EUR/PLN, jak i USD/PLN znajdą się w okolicy poziomu 4,35.

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 udostępnia 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.

