



## AKTUALIZACJA NASTAWIENIA DO KLAS AKTYWÓW

Ostatnie wydarzenia, takie jak napięta sytuacja w globalnym handlu, z uwagi na wprowadzane cła przez USA, zakończenie wyborów w Niemczech i zapowiedziane pakiety stymulacji fiskalnej na Starym Kontynencie, spowodowały potrzebę aktualizacji naszego nastawienia do poszczególnych klas aktywów. Zmieniliśmy nastawienie do amerykańskich akcji do neutralnego z uwagi na wzrost niepewności na rynkach, jednak nasza ogólna ocena globalnego rynku akcji pozostaje pozytywna. Widzimy nadal potencjał na rynku długu, w szczególności w Europie, gdzie spodziewamy się kolejnych obniżek stóp procentowych. Pozytywnie patrzymy również na krajowe instrumenty dłużne. W przypadku surowców nasze nastawienie jest mieszane: z jednej strony preferujemy złoto i metale przemysłowe, ale negatywnie podchodzimy do ropy naftowej. Spodziewamy się też, że w tym roku kurs EUR/USD może wzrosnąć do 1,12.

### OSTATNIE WYDARZENIA

#### Zmiany w Europie

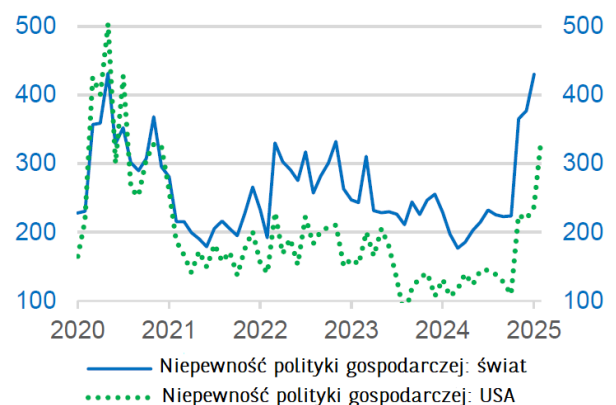
Niedawne wybory w Niemczech przyniosły zwycięstwo bloku CDU/CSU. Obecnie trwają intensywne negocjacje koalicyjne, które koncentrują się wokół trzech kluczowych tematów: wydatków na obronność, infrastrukturę i politykę społeczną, reformy tzw. hamulca zadłużenia, a także polityki migracyjnej. Większość partii demokratycznych zgadza się co do konieczności obniżenia cen energii, co w połączeniu z potencjalnym zakończeniem wojny na Ukrainie mogłoby znacząco zmniejszyć koszty zarówno dla przemysłu, jak i gospodarstw domowych. Kolejnym istotnym tematem jest deregulacja gospodarki, która miałaby pobudzić wzrost gospodarczy.

Na początku marca przyszły kanclerz Friedrich Merz ogłosił historyczny plan wsparcia niemieckiej gospodarki. Jego głównym elementem jest fundusz o wartości 500 miliardów euro, z którego środki zostaną wydane w ciągu 10 lat na inwestycje infrastrukturalne i wzmacnianie gospodarki. Jednocześnie zaproponowano reformę hamulca zadłużenia, aby umożliwić większe finansowanie wydatków na obronność poza obecnymi limitami zadłużenia. Jednak, aby ten plan mógł zostać wdrożony, wymagana jest większość 2/3 w Bundestagu, co oznacza, że Merz potrzebuje poparcia Zielonych i/lub FDP. Równoległe na poziomie Unii Europejskiej ogłoszono plan mobilizacji 800 mld euro na dozbrojenie Europy, który zapowiedziała przewodnicząca Komisji Europejskiej Ursula von der Leyen. Jeśli propozycje te zostaną wdrożone, przyczynią się do wzrostu gospodarczego w UE w średnim okresie, jednak w krótkim terminie wciąż istnieją ryzyka spadkowe, głównie związane z niepewnością wokół ceł.

#### Niepewność w USA

Rosnąca niepewność polityczna zaczyna negatywnie wpływać na dynamikę gospodarki USA, szczególnie na konsumentów. Nieprzewidywalna natura administracji Trumpa oraz niemal codzienne wypowiedzi zwiększyły niepewność w kwestiach politycznych. Obawy o przyszłość zatrudnienia, potencjalny wzrost inflacji związanej z taryfami oraz niepewna perspektywa dla firm negatywnie wpływają na ogólną aktywność gospodarczą. W najnowszym badaniu sentymentu konsumentów Uniwersytetu Michigan, oczekiwana inflacja na przestrzeni roku wzrosła z 3,3% w styczniu do 4,3% w lutym, co odzwierciedla obawy o wpływ wyższych taryf na ceny importowanych towarów. Aktywność sektora usług również zwolniła, co potwierdza najnowszy odczyt PMI dla usług, ukazując ostrożniejszego konsumenta.

#### Niepewność gospodarcza znacząco wzrosła od wygranych wyborów przez Donalda Trumpa



## POSZCZEGÓLNE KLASY AKTYWÓW

### Dług

Po rekordowym jednodniowym wzroście rentowności niemieckich 10-letnich obligacji do ponad 2,8% po ogłoszeniu niemieckiego planu stymulacyjnego, **nasze nastawienie do obligacji rządowych w strefie euro jest pozytywne, a korektę tą oceniamy jako okazję inwestycyjną**. Nadal pozytywnie oceniamy 10-letnie brytyjskie obligacje skarbowe. Po ostatnich wzrostach notowań amerykańskich obligacji skarbowych, które obniżyły rentowność 10-letnich obligacji z 4,8% do 4,2%, **zmieniamy nastawienie do amerykańskich obligacji skarbowych na neutralne. Widzimy jednak potencjał w amerykańskich obligacjach indeksowanych inflacją**.

Przewidujemy, że stopy procentowe w strefie euro zostaną obniżone odpowiednio do 2,0% w tym roku, a Fed pozostawi stopy bez zmian, choć zaznaczamy, że w przypadku USA istnieje duża niepewność w związku z taryfami i oczekiwaniami inflacyjnymi. Rynek wycenia obecnie, że FOMC obniży stopy procentowe dwa razy w tym roku łącznie o 50 pb.

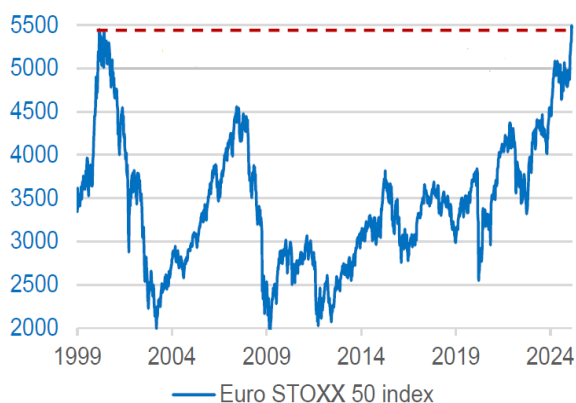
**Pozostajemy pozytywnie nastawieni do obligacji korporacyjnych**, ze względu na silne fundamenty, wysokie zyski z odsetek i niską zmienność. Preferujemy obligacje o zapadalności do 10 lat w strefie euro i do 5 lat w USA. **Zmieniliśmy jednak nasze nastawienie do amerykańskich obligacji korporacyjnych z ratingiem inwestycyjnym (IG) do neutralnego, ze względu na ograniczony potencjał wzrostu. Nadal preferujemy europejskie obligacje IG oraz obligacje korporacyjne IG w Wielkiej Brytanii**, które oferują średnią rentowność 5,5%.

**W przypadku polskich obligacji skarbowych nasze obecne nastawienie jest umiarkowanie pozytywne, co oznacza preferencje dla papierów o terminie zapadalności od 4 do 6 lat.** Ekonomiści BNP Paribas oceniają, że na ten moment lipiec jest najbardziej prawdopodobnym terminem startu cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce. Stopy procentowe w 2025 roku mogą spaść do 4,0%. W związku ze wzrostem rentowności obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach, przy równoczesnym oczekiwaniu ekonomistów BNP Paribas odnośnie nadchodzących obniżek stóp procentowych przez RPP i EBC i brakiem większych presji inflacyjnych w Polsce, pozostajemy pozytywnie nastawieni względem polskiego długu. Wykorzystujemy w ten sposób wyższy poziom rentowności obligacji, który jest naszym zdaniem atrakcyjny na tle historycznym oraz względem prognozowanej sytuacji gospodarczej i polityki monetarnej

### Akcje

Korekty na giełdzie są znacznie częstsze, niż wielu inwestorów zakłada. Indeks S&P 500 notuje spadki o 5% lub więcej niemal każdego roku, a korekty przekraczające 10% zdarzają się średnio w dwóch na trzy lata. Natomiast typowa bessa – definiowana jako spadek o co najmniej 20% – występuje przeciętnie raz na cztery lata.

Po 24 latach indeks Euro STOXX 50 osiągnął historyczny szczyt



Kiedy rynek przechodzi ze skrajnego optymizmu w pesymizm, to wcześniejsi liderzy wzrostów zazwyczaj doświadczają największych spadków. Po osiągnięciu historycznego szczytu 19 lutego S&P 500 spadł do 11 marca o blisko 10%. Najmocniej ucierpiały ulubione akcje inwestorów detalicznych – tzw. "Magnificent 7", czyli czołowe spółki technologiczne. Mimo tej korekty, wciąż są one wyceniane na wysokim poziomie – średni wskaźnik P/E to 27x, a ich wartość jest nadal 23% wyższa niż rok temu. Rynekowa narracja o „wyjątkowości” amerykańskich akcji i dolara zaczyna być jednak podważana, głównie przez radykalne i nieprzewidywalne zmiany w polityce USA. Tymczasem globalne rynki poza USA radzą sobie w tym roku znacznie lepiej. Niemiecki DAX wzrósł o kilkanaście procent, podobnie jak polski WIG20. Euro STOXX 50 po 24 latach wyznaczył nowy historyczny szczyt.

Powyższe skłania nas do zredukowania nastawienia względem amerykańskich akcji do neutralnego, ponieważ coraz więcej czynników podważa nasz pozytywny scenariusz wzrostowy. Główne ryzyka to polityka gospodarcza Trumpa, która zwiększa niepewność i może negatywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy. Z kolei rynki europejskie rosną na fali optymizmu wokół stymulacji fiskalnej i potencjalnego rozejmu na Ukrainie. Choć są to czynniki pozytywne w długim terminie, uważamy, że krótkoterminowe oczekiwania są zbyt wygórowane, co zwiększa ryzyko rozczarowania. Z tego powodu pozostajemy na razie neutralni wobec Europy.

**Nasze ogólne nastawienie do rynku akcji pozostaje pozytywne, ale zalecamy większą ostrożność i selekcyjne podejście do konkretnych sektorów i spółek. W dalszym ciągu pozytywnie patrzymy na rynek brytyjski oraz Japonię, a także rynki rozwijające się, w szczególności Chiny, Koreę Południową, Singapur i Indonezję.**

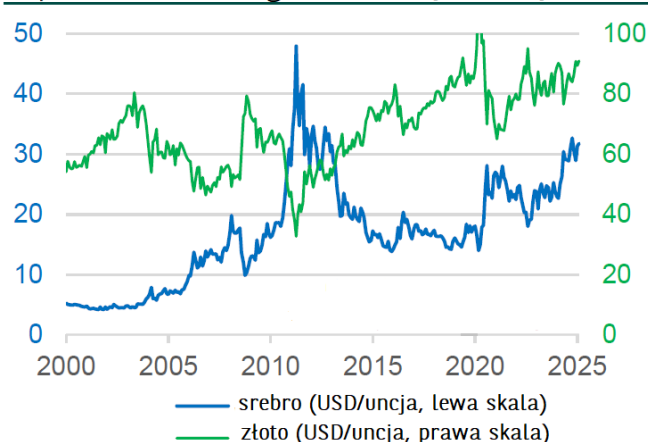
W ujęciu sektorowym w USA, w związku z pogarszającym się nastrojem konsumentów i problemami w łańcuchach dostaw, obniżamy ocenę sektorów konsumpcyjnego i technologicznego do negatywnego. Zauważmy jednak, że niektóre spółki, które implementują w swoich biznesach rozwiązania oparte o sztuczną inteligencję (AI) mogą być atrakcyjne, jednak zalecamy selekcyjne podejście. Cały czas pozytywnie postrzegamy sektor ochrony zdrowia, który naszym zdaniem jest beneficjentem długoterminowych trendów w zakresie demografii. Pozytywnie postrzegamy też sektor finansowy. Dobre perspektywy ma również sektor przemysłowy, szczególnie w Europie w kontekście zapowiedzianych bodźców, które będą stymulowały popyt. Pozytywnie postrzegamy także spółki powiązane z rozwojem infrastruktury fizycznej, w szczególności związanej z transformacją energetyczną i rosnącym zapotrzebowaniem na energię, a także tej cyfrowej.

**W przypadku krajowych akcji nasze obecne nastawienie jest neutralne.** Początek roku przyniósł wyraźnie wzrosty na GPW, głównie napędzane napływem kapitału zagranicznego na fali informacji o możliwym zakończeniu wojny w Ukrainie. Tak dynamiczne tempo powoduje, że wzrosło ryzyko krótkoterminowej realizacji zysków, biorąc pod uwagę wzrosty indeksów o kilkanaście procent od początku stycznia br. W dłuższym horyzoncie, wycena krajowych spółek względem indeksów rynków rozwiniętych i wschodzących oraz w ujęciu historycznym jest nadal atrakcyjna, tym bardziej biorąc pod uwagę relatywnie lepsze wyniki krajowej gospodarki. Jednakże dyskonto to może nie być zmniejszone, dopóki inwestorzy nie będą mieć większej pewności odnośnie globalnych rozstrzygnięć na arenie geopolitycznej.

#### Surowce

Nastawienie do surowców jest mieszane. Na złoto patrzymy pozytywnie, ponieważ jednym z czynników, który wpływa na notowania kruszcu jest niepewność związana z polityką Donalda Trumpa. Można się spodziewać, że ten czynnik będzie również wspierał kruszec w kolejnych kwartałach. Ponadto banki centralne rynków wschodzących kontynuują zakupy w celu dywersyfikacji rezerw, a popyt ze strony gospodarstw domowych w Azji pozostaje silny. Czynniki te w ostatnim czasie spowodowały wzrost cen królewskiego metalu do 3 000 USD za uncję. W krótkim terminie, po tak dynamicznym wzroście zauważamy, że istnieje ryzyko konsolidacji, jednak w dłuższym terminie pozostajemy pozytywni. W związku z tym **spodziewamy się, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy notowania złota przekroczą poziom 3 200 USD za uncję.** Srebro podąża za wzrostem złota, korzystając też z efektu substytucyjnego w sektorze jubilerskim. Metal ten jest jednak przede wszystkim szeroko wykorzystywany w przemyśle. Popyt przemysłowy powinien również nadal rosnąć, zwłaszcza w odniesieniu do elektroniki, centrów danych i paneli słonecznych.

Gold/silver ratio wynosi obecnie 90x, w porównaniu z długoterminową średnią 68x

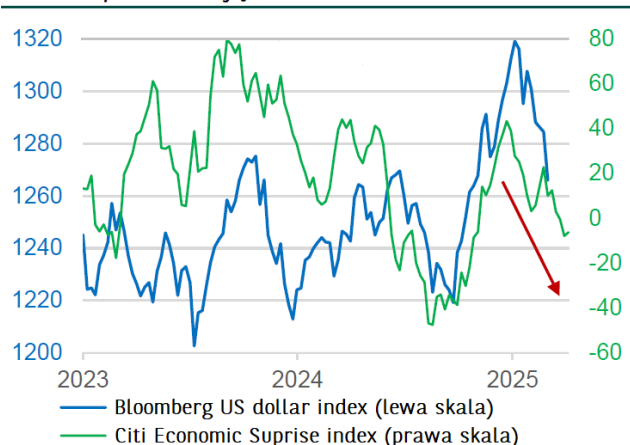


**Natomiast nasze nastawienie do ropy naftowej jest negatywne** – spodziewamy się, że ceny ropy Brent utrzymają się w przedziale 60–70 USD za baryłkę. Kraje spoza kartelu OPEC+ takie jak Stany Zjednoczone, Kanada i Brazylia zwiększają swoją produkcję ropy, co prowadzi do zwiększenia podaży surowca, w obliczu niepewnego popytu związanego z sytuacją gospodarczą. Wzrost produkcji ropy w USA, zwłaszcza w Teksasie i Nowym Meksyku osiągnął rekordowe poziomy. Międzynarodowa Agencja Energetyczna (MAE) prognozuje, że w 2025 r. globalna podaż ropy przewyższy popyt o około 600 tys. baryłek dziennie. Spowolnienie wzrostu popytu, zwłaszcza w Chinach, oraz zwiększona produkcja spoza OPEC+ przyczynią się do tej nadpodaży. Dodatkowo, jeśli OPEC+ zdecyduje się na stopniowe wycofanie cięć produkcji, nadwyżka może wzrosnąć o kolejne 400 tys. W efekcie, nadal słaby globalny popyt przy jednocześnie malejącym prawdopodobieństwie stałej redukcji wydobycia przez kartel OPEC+ powoduje, że w kolejnych miesiącach notowania ropy Brent mogą być pod presją.

W przypadku metali przemysłowych, widzimy szansę na wzrosty w kolejnych kwartałach z uwagi na poprawiającą się sytuację w globalnym przemyśle. W tym kontekście, ostatnie odczyty PMI dla przetwórstwa w Europie napawają optymizmem. Z jednej strony miedź, która jest jednym z najważniejszych metali w przemyśle elektronicznym i energetycznym, może zyskać na wartości w wyniku rosnącego zapotrzebowania na elektryczność i technologie związane z odnawialnymi źródłami energii. Z drugiej strony, pakiety fiskalne zapowiedziane na Starym Kontynencie mogą stymulować popyt na pozostałe metale przemysłowe wykorzystywane w inwestycjach infrastrukturalnych.

## Waluty

### Negatywne zaskoczenia w danych makro w USA sprowadzają kurs dolara w dół



Dolar amerykański wykazuje dużą zmienność i obecnie oscyluje wokół 1,08 USD za euro. Ostabianie dolara względem euro dzieje się mimo że Fed utrzymuje stopy na niezmiennym poziomie, a EBC obniża stopę depozytową. Wzrost EUR/USD wynika głównie z lepszych perspektyw gospodarczych w Europie, zwłaszcza w kontekście wydatków na obronność i infrastrukturę oraz postępu w reformie niemieckiego hamulca długu. Z kolei ostatnie dane makroekonomiczne z USA przyniosły negatywne zaskoczenie: wydatki konsumentów na początku roku nieoczekiwanie spadły, a zaufanie konsumentów w lutym odnotowało największy miesięczny spadek od sierpnia 2021 r.

### Zmieniliśmy nasze prognozy dla kursu EUR/USD i obecnie zakładamy wzrost do 1,12 w tym roku (wobec spodziewanego

wcześniej osiągnięcia parytetu) i 1,20 w 2026 r. Nasza prognoza na poziomie 1,12 jest uzależniona od utrzymania przez Fed stóp procentowych w 2025 r. i dwukrotnego obniżenia stóp przez EBC.

Ostabienie się dolara wpływa także na spadek kursy USD/PLN, który znalazł się na poziomie ok. 3,85 zł. Złoty umacniał się także względem euro. Wsparciem dla krajowej waluty pozostaje wysoka różnica między rynkowymi stopami procentowymi w Polsce i strefą euro i dopóki Rada Polityki Pieniężnej nie złagodzi swojej retoryki czynnik ten będzie dalej oddziaływał na korzyść złotego. Za aprecjacją PLN przemawia również lepsza sytuacja koniunkturalna w Polsce niż w strefie euro. W krótkim terminie uważamy, że kurs EUR/PLN będzie pozostawał w pobliżu obecnych poziomów, a przy jastrzębiej komunikacji ze strony RPP może nawet spaść w kierunku poziomów 4,05–4,10.

Z poważaniem

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego,

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska SA





## NOTA PRAWNA

Nadzór nad Biurem Maklerskim BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej BM) dla klientów BM wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Niniejsza analiza nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta BNP Paribas Bank Polska S.A. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM, opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne i BM nie gwarantuje ich sprawdzenia się. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Analiza udostępniana jest na stronie [www BNP Paribas Bank Polska](http://www.bnp-paribas-bank.pl) oraz wysyłana poprzez pocztę elektroniczną. Niniejsza analiza nie posiada daty ważności. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tej publikacji lub jej części bez zgody BM.

