

Makro i Rynek

Przykorkowana gospodarka

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Wrzesień 2021

Millennium
bank

Spis treści

<u>Wstęp</u>	3
<u>Pandemia COVID-19</u>	4
<u>Gospodarka globalna</u>	5-9
<u>PKB w Polsce</u>	10-11
<u>Konsumpcja</u>	12
<u>Inwestycje</u>	13-14
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	15
<u>Rynek pracy</u>	16
<u>Inflacja</u>	17
<u>Polityka pieniężna</u>	18-19
<u>Polityka fiskalna</u>	20
<u>Rynki finansowe PLN</u>	21-22
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	23
<u>Rynki finansowe EUR/CHF</u>	24
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	25-26
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	27
<u>Rynek surowców</u>	28
<u>Dane i prognozy</u>	29

Wstęp

Polska gospodarka sprawnie minęła pandemiczny zakręt i w zaledwie rok odrobiła straty wywołane pandemią. W samym 2Q br. gospodarka urosła o 2,1% kw/kw, a niska baza odniesienia sprzed roku wywindowała roczną dynamikę PKB do imponującego poziomu 11,1%. Znaczna część gospodarki operuje już na wyższym poziomie niż przed wybuchem pandemii, choć powrót do przedpandemicznego trendu zajmie jeszcze kilka kwartałów. Zrealizował się zatem scenariusz, który wydawał się mało prawdopodobny w momencie wybuchu kryzysu. Elastyczność polskich przedsiębiorców i konsumentów, wsparta potężnym impulsem monetarnym i fiskalnym pozwoliły szybko odbić się od pandemicznego dna. W ekonomii nie ma jednak darmowych obiadów i obecnie nadchodzi czas zapytaty rachunku.

Ceną szybkiej odbudowy gospodarki jest m.in. najwyższa od 20 lat inflacja. Podatek inflacyjny zjada oszczędności ulokowane w bezpiecznych aktywach, winduje ceny nieruchomości, skutecznie zmniejsza siłę nabywczą dochodów z pracy i ogranicza realny wzrost konsumpcji. Beneficjentem wysokiej inflacji jest niewątpliwie resort finansów. Jaskrawym tego odzwierciedleniem jest saldo budżetu państwa, które po sierpniu zamknęło się nadwyżką wartości 43 mld PLN! Jeszcze nigdy w najnowszej historii polskiej gospodarki budżet nie miał tak wysokiej nadwyżki. Obecny wzrost inflacji to częściowo efekt popandemicznego boomu popytowego, który napotkał ograniczenia podażowe. Niemniej jednak skutki tego niedopasowania potęguje wciąż ultra łagodna polityka monetarna i fiskalna.

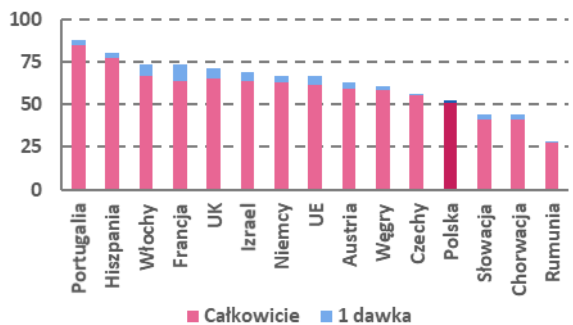
Optymizm płynący z szybkiego odbicia aktywności ekonomicznej ustępuje miejsca narastającym obawom związanym z zaburzeniami dostaw, wzrostem cen, czy rosnącymi oczekiwaniami inflacyjnymi. Braki towarów i surowców nigdy nie były tak silnym ograniczeniem działalności ekonomicznej jak obecnie. W części branż blisko połowa firm traktuje to jako barierę prowadzenia działalności gospodarczej. Przykładowo, koncern Toyota zapowiedział obniżenie do marca 2022 r. celu produkcji aut o 300 tys. To tak, jakby zamknąć wszystkie linie produkcyjne samochodów osobowych w Polsce na niemal 3 kwartały (wg danych za 2019r.). W efekcie nastroje w gospodarce słabną. Wciąż jednak przewyższając długoterminową średnią, wskazując na dalszy rozwój, choć w wolniejszym tempie. Stabilizowanie się aktywności gospodarczej było przez nas spodziewane, jednak ograniczenia podażowe przyspieszyły ten proces. Średniookresowe perspektywy gospodarki pozostają pozytywne, niemniej bilans ryzyk dla wzrostu w krótkim okresie jest obecnie mniej korzystny w stosunku do oceny sprzed kwartału. Ryzyka te płyną również z otoczenia zewnętrznego i obaw o stabilność globalnej gospodarki. Ich emanacją jest ryzyko upadłości chińskiego dewelopera Evergrande, którego dług przekracza 300 mld USD, to niewiele mniej niż łączna wartość zadłużenia zagranicznego Polski!

Gospodarka powróciła do poziomów sprzed pandemii, podczas gdy polityka gospodarcza w Polsce zatrzymała się na etapie kryzysu. Bank centralny utrzymuje niemal zerowe stopy procentowe, a Ministerstwo Finansów w nowelizacji tegorocznego budżetu proponuje wzrost wydatków o 36,2 mld PLN (1,4% PKB). To wszystko w warunkach dynamicznie rosnącego popytu. Biorąc pod uwagę ograniczenia podażowe w gospodarce, kontynuacja łagodnej polityki gospodarczej zwiększa ryzyko utrwalenia inflacji na podwyższonym poziomie. Łagodna retoryka polskiego banku centralnego kontrastuje nie tylko w zestawieniu z bankami centralnymi Europy Środkowej (Węgry, Czechy), które rozpoczęły normalizację polityki pieniężnej. Podwyżki stóp proc. rozpoczęły też kraje rozwinięte, a pionierem w tej grupie jest Bank Norwegii. Opóźnienie rozpoczęcia normalizacji polityki monetarnej w Polsce, zwiększa ryzyko silnej reakcji w przyszłości i wyższych kosztów sprowadzenia inflacji do celu.

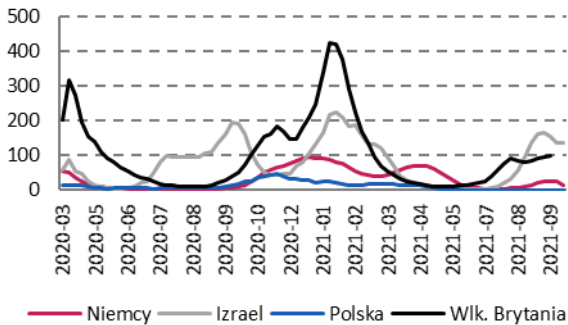
Gospodarka pozostaje pod wpływem pandemii, niemniej podtrzymujemy ocenę, iż wpływ ekonomiczny rozpędzającej się kolejnej fali zachorowań będzie wyraźnie mniejszy niż poprzednich. Wzrost odporności społeczeństwa, w dużej mierze ze względu na postępowanie szczepień, powoduje, iż ryzyko ciężkiego przebiegu infekcji koncentruje się w grupie osób niezaszczepionych, głównie młodszej części społeczeństwa. Zakres wprowadzanych restrykcji powinien być więc mniejszy niż w trakcie poprzednich nasileń pandemii. Ciekawym przykładem jest Dania, która zniósła wszystkie przeciwepidemiczne obostrzenia, uznając, że COVID-19 nie jest krytycznym zagrożeniem dla społeczeństwa. Pozostaje mieć nadzieję, że decyzja ta nie jest przedwczesna i statystyki zachorowań potwierdzą mniejsze koszty społeczne pandemii.

Pandemia COVID-19 – Wrzesień przyniósł wzrost zachorowań na COVID-19, który zapewne będzie kontynuowany. Nie zakładamy jednak powrotu tak surowych obostrzeń jak podczas ubiegłych fal pandemii.

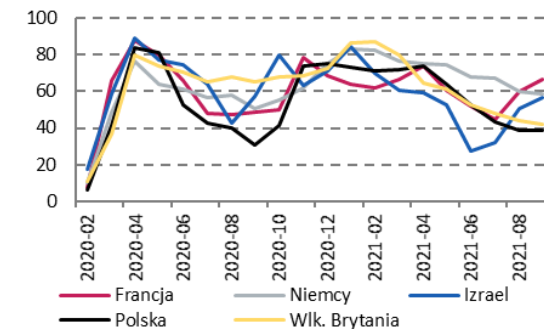
Udział populacji zaszczepionej przeciw COVID-19 (%)



Liczba hospitalizacji z powodu infekcji COVID-19 w przeliczeniu na 100 tys. ludności



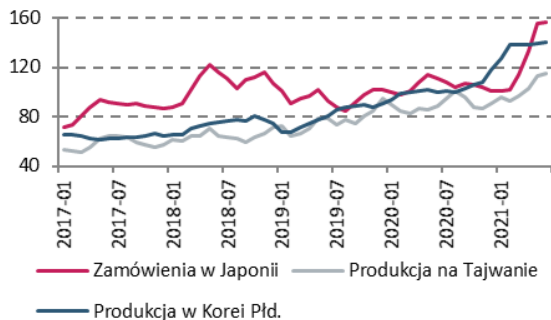
Indeks restrykcyjności obostrzeń przeciwepidemicznych (pkt)



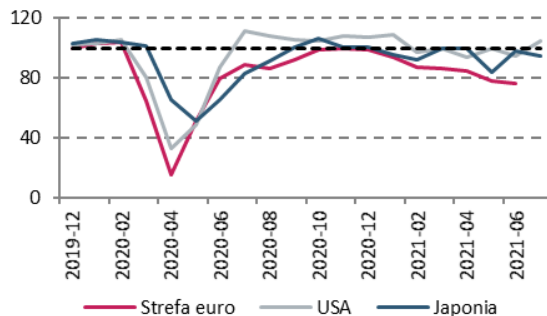
- Wakacje były okresem stabilnej i bardzo niskiej zachorowalności na COVID-19 w Polsce. W miesiącach tych średnia dzienna liczba przypadków infekcji wyniosła w kraju ok. 140. Wrzesień przyniósł wzrost liczby nowych infekcji do niespełna 1000 przypadków dziennie, choć w przeliczeniu na całość populacji kraju sytuacja epidemiczna jest jedną z najlepszych w Unii Europejskiej. Jednocześnie silnie wyhamował proces szczepień przeciwko tej chorobie, co wskazuje, że zapotrzebowanie ze strony społeczeństwa zostało w tym względzie w dużym stopniu zaspokojone. Pod koniec września co najmniej jedną dawkę szczepionki otrzymało w Polsce ok. 52% całości populacji, co jest jedną z niższych wartości w Unii Europejskiej, dla której odsetek ten wynosi ok. 67%. Dobrą informacją są natomiast lepsze statystyki wyszczepienia wśród osób starszych (84% osób w wieku 70-79 oraz 64% dla osób 80+), dla których infekcja stanowi znacznie większe ryzyko problemów zdrowotnych.
- W naszym podstawowym scenariuszu gospodarczym zakładamy, że nie uda się uniknąć w nadchodzących miesiącach znaczącego wzrostu zachorowań w Polsce, aczkolwiek nie będzie on tak silny, jak w poprzednich falach pandemii. Dostępne informacje wskazują, że z osób trafiających do szpitala z powodu infekcji koronawirusem 10% to te, które otrzymały szczepienie. Pozwala to mieć nadzieję, że presja na służbę zdrowia wywołana spodziewanym nasileniem pandemii będzie mniejsza niż podczas poprzednich okresów intensyfikacji pandemii. Doświadczenia Wielkiej Brytanii, kraju, który dość szybko i w wysokim stopniu wdrożył szczepienia, wskazują, że obecnie liczba osób hospitalizowanych z powodu COVID-19 jest zdecydowanie mniejsza niż poprzednio, co pozwala nadal stopniowo łagodzić regulacje przeciwpandemiczne. Kontrprzykładem jest jednak Izrael, gdzie wzrost zachorowalności i liczby osób w szpitalach wymusił przywrócenie części obostrzeń. Również Francja, gdzie blisko 75% całej populacji poddało się szczepieniu wprowadziła w ostatnich tygodniach działania przeciwepidemiczne. Wprowadzana obostrzenia skierowane są ku prewencji zachorowań bez zamykania części gospodarek. W przypadku Polski wydaje się, że ewentualne obostrzenia będą również dotyczyły jeszcze wyższych standardów sanitarnych, wielkości zgromadzeń ludzkich oraz będą koncentrowane geograficznie, w regionach, gdzie przyrost zachorowań stałby się znaczący. Z tego względu zakładamy, że nasilenie pandemii w Polsce będzie miało wpływ na działalność gospodarczą znacznie mniejszy niż w przeszłości.

Gospodarka globalna – Zaburzenia dostaw hamują i będą hamowały ekspansję przemysłu

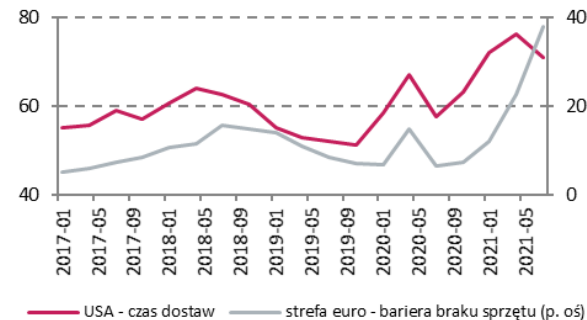
Zamówienia i produkcja półprzewodników
(2019.12=100, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Produkcja w sektorze motoryzacyjnym (sa,
2019.12=100)



Wskaźniki koniunktury (pkt)

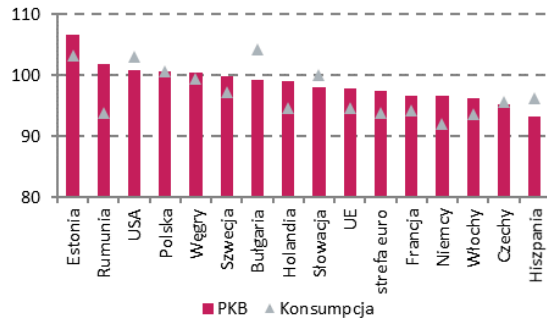


- Wybuch pandemii początkowo wpłynął na bardzo silne załamanie koniunktury. Stopniowo jednak gospodarka globalna dostosowywała się do warunków epidemicznych i wprowadzanych obostrzeń. Sytuacja na rynku pracy pozostawała niezła, co wobec zamknięcia części sektorów usługowych skierowało wydatki gospodarstw domowych w kierunku towarów. Silne odbicie popytu, przesunięcie produkcji na towary konsumpcyjne wraz z trudnościami transportowymi wywołanymi pandemią i restrykcjami wpłynęły na zatory w globalnych powiązaniach między firmami przemysłowymi. Jaskrawym przykładem tego czynnika jest przemysł motoryzacyjny, gdzie w lipcu br. produkcja była o ponad 20% mniejsza niż przed wybuchem pandemii, która zwiększyła wśród gospodarstw domowych i firm zainteresowanie prywatnymi pojazdami względem transportu publicznego. Zaskoczyło to producentów, którzy złożyli zbyt małe zamówienia na podzespoły elektroniczne, pomimo tego, że ich produkcja przewyższa już poziomy sprzed pandemii (np. w Korei Płd. o 40%). Poważne niedobry dotyczyły także innych komponentów, np. stali budowlanej i drewna, co związane było z rosnącym popytem mieszkaniowym. Duże znaczenie mają również ograniczone możliwości transportu, m.in. morskiego, co odzwierciedlają rekordowe ceny frachtu oraz raportowane anulowanie przez firmy spedycyjne usług transportowych. Problemy w łańcuchach dostaw widoczne były już w 2020 r., jednak w 2021 r. skala nasilenia oraz długość ich trwania znacznie przewyższyła oczekiwania. W 3Q br. firmy nadal zgłaszają bardzo silne opóźnienia dostaw oraz bariery jaką jest dostęp do potrzebnego sprzętu produkcyjnego.
- Obecnie wydaje się, że problemy podażowe w przemyśle (co także oddziałuje na możliwości świadczenia usług z powodu braku odpowiedniego sprzętu) będą utrzymywać się przez dłuższy czas. Za tymi oczekiwaniami przemawiają informacje m.in. z sektora motoryzacyjnego. We wrześniu br. Toyota, największy pod względem liczby wytwarzanych aut koncern motoryzacyjny poinformował o obniżeniu celu produkcji do 31 marca 2022 r. o 300 tys. pojazdów. W przypadku komponentów elektronicznych, które są elementem wszystkich urządzeń problemy te mogą utrzymywać się, jak wskazują wypowiedzi przedstawicieli branży, przez cały 2022 r. i, możliwe, że jeszcze dłużej.

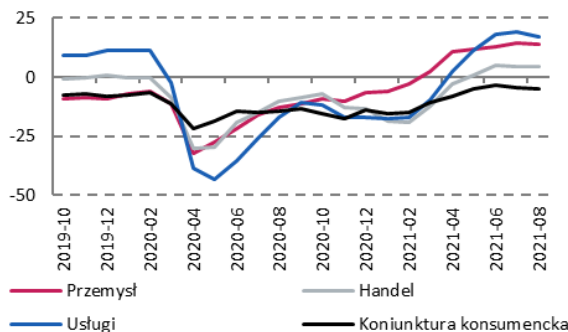
Źródło: Macrobond

Gospodarka globalna – Napływ informacji z ostatnich tygodni wskazuje, że realizacja lepszych prognoz makroekonomicznych dla strefy euro stoi pod coraz większym znakiem zapytania

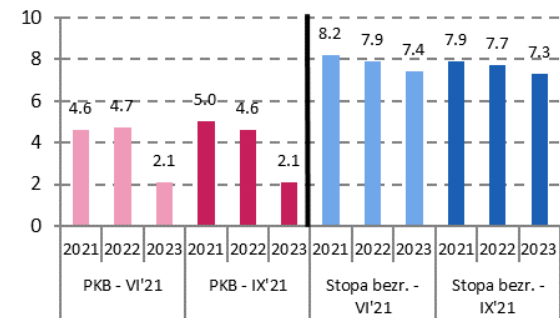
PKB i konsumpcja gosp. domowych w wybranych krajach UE i w USA (sa, 4Q 2019=100)



Wskaźniki koniunktury dla strefy euro (pkt)



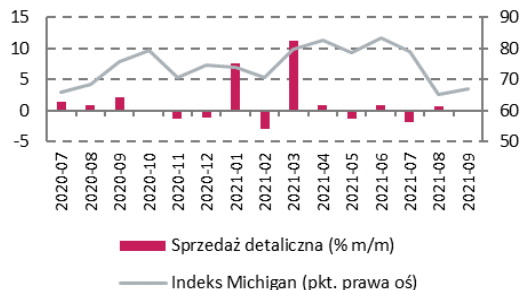
Rewizja prognoz PKB i stopy bezrobocia dla strefy euro przez Europejski Bank Centralny (%)



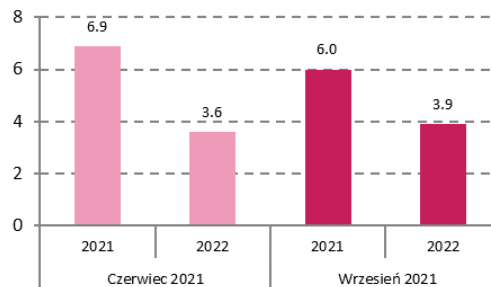
- W 2Q 2021 r. wraz ze spadkiem zachorowań na COVID-19 i stopniowym znoszeniem obostrzeń przeciwpandemicznych wzrost gospodarczy w strefie euro przyspieszył. Wyniósł on 2,2% kw/kw po spadku o 0,3% kw/kw w 1Q 2021, co pozwoliło na zakończenie okresu tzw. technicznej recesji. Biorąc pod uwagę niską bazę odniesienia z 2Q 2020 r. dynamika r/r PKB okazała się spektakularna (14,8% r/r). Największą skalę odbicia aktywności gospodarczej w 2Q 2021 odnotowano m.in. w krajach południa Europy. Wzrost gospodarczy w 2Q 2021 w Niemczech wyniósł 1,6% kw/kw, co okazało się pewnym rozczarowaniem, zwłaszcza po stronie handlu detalicznego, a także przemysłu. Niemiecki sektor wytwórczy nie mógł w pełni rozwinąć skrzydeł ze względu na braki wystarczającej liczby podzespołów i materiałów wynikające z globalnych „wąskich gardeł” w łańcuchach produkcji. Pomimo poprawy aktywności gospodarczej strefa euro nie odrobiła do końca 2Q br. strat w PKB wywołanych pandemią. W 3Q br. strefa euro kontynuowała ożywienie gospodarcze, czemu sprzyjała kontynuacja programu szczepień oraz lepsza niż w 1Q br. sytuacja epidemiczna. Poprawę koniunktury raportowały firmy z handlu detalicznego, usług oraz, w mniejszym stopniu, z przemysłu, gdzie nasilały się problemy podażowe. Wskaźniki koniunktury wskazują jednak, że pod koniec 3Q br. tempo ożywienia osłabło.
- Europejski Bank Centralny we wrześniowej rundzie projekcyjnej podniósł oczekiwania wzrostu gospodarczego w strefie euro na 2021 r. Według najnowszych prognoz banku centralnego PKB w Eurolandzie w 2021 r. wzrośnie o 5,0%, podczas gdy w czerwcu oczekiwano wzrostu o 4,6%. Z kolei prognozę dla 2022 r. nieznacznie obniżono do 4,6% z 4,7% zakładanego w czerwcu. Oznacza to, że gospodarka strefy euro do końca 2022 r. powinna odrobić straty w PKB spowodowane pandemią COVID-19. Naszym zdaniem informacje z ostatnich tygodni wskazują jednak, że realizacja tych prognoz może być bardzo trudna ze względu na pogłębiające się niedobory materiałów i komponentów wynikające ze wspomnianych powyżej „wąskich gardeł” w przemyśle. Ryzykiem dla wzrostu oprócz zatorów dostaw pozostaje ponadto skala nasilenia pandemii COVID-19. Pozytywne czynniki niepewności wiążą się natomiast z wdrożeniem programu fiskalnego Unii Europejskiej *Recovery and Resilience Facility* przewidujący wsparcie zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego strefy euro.

Gospodarka globalna - ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych oraz w Chinach wytraca mocne tempo

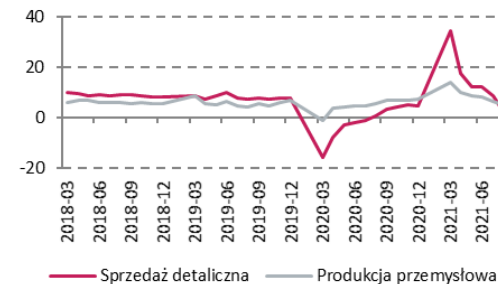
Sprzedaż detaliczna w USA i wskaźnik ufności konsumenckiej



Rewizja prognoz wzrostu gospodarczego w USA przez OECD (%)



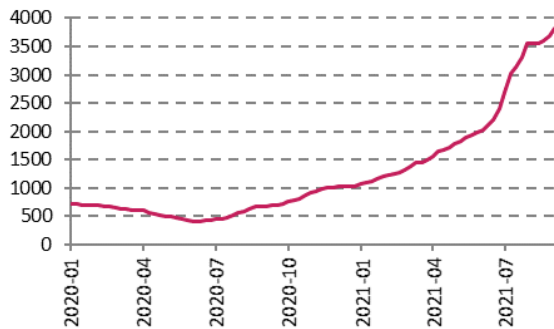
Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w Chinach (% r/r)



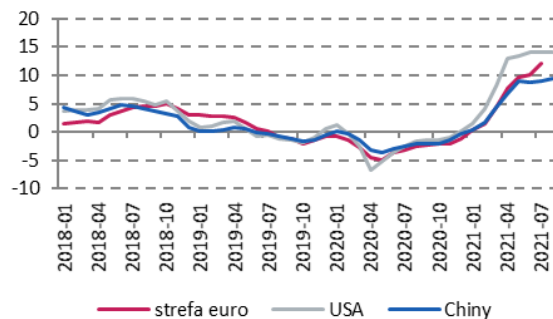
- Po tym jak amerykańska gospodarka w 2Q 2021 r. kontynuowała solidne tempo ożywienia gospodarczego (+1,6% kw/kw) 3Q 2021 przyniósł spowolnienie wzrostu gospodarczego, co wobec wygasania wsparcia konsumpcji w postaci bezpośrednich transferów pieniężnych dla gospodarstw domowych i osiągnięcia poziomu PKB sprzed pandemii nie stanowiło niespodzianki. Zaskoczeniem (choć niezbyt silnym) była jednak skala hamowania. Wraz z napływem danych, m.in. z handlu i przemysłu obniżyły się prognozy wzrostu PKB dla 3Q 2021. Prognoza wzrostu PKB opracowywana przez odział Fed w Atlancie początkowo wynosząca 1,6% kw/kw stopniowo spadała osiągając w połowie września poziom 0,9% kw/kw. Za prognozą spadku dynamiki PKB w 3Q br. przemawia nieco słabsza konsumpcja, na co składa się trudniejsza dostępność do wybranych towarów, nasilenie pandemii w niektórych regionach oraz rosnące szybkość od oczekiwań ceny konsumpcyjne.
- Słabsze od oczekiwań dane z 3Q br. wpływają na rewizję oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego w USA w 2021 i w 2022 r. Odzwierciedlają to wrześniowe prognozy OECD. Niemniej perspektywy gospodarcze dla USA pozostają dobre. Silnikami wzrostu gospodarczego powinny być wydatki gospodarstw domowych wspierane sytuacją na rynku pracy. Popyt na pracę w USA jest obecnie bardzo mocny i wraz z wygaśnięciem środków z transferów społecznych i mniejszym ryzykiem ciężkiego przebiegu choroby COVID-19 przyrost zatrudnienia najprawdopodobniej przyspieszy. Konjunktura w przemyśle także powinna pozostawać dobra, choć będzie nadal ograniczana przez zatory w łańcuchach dostaw. Potencjalnie znaczącym wsparciem dla inwestycji byłby postulowany program fiskalny.
- Słabsze od oczekiwań informacje płyną także z Chin, choć gospodarka ta już w 2Q 2020 odrobiła pandemiczne straty. Wzrost sprzedaży detalicznej w sierpniu wyniósł tylko 2,5% r/r wobec 12,1% r/r w czerwcu, co wynika głównie z nasilenia pandemii w Chinach oraz spadku skłonności do konsumpcji. Dane te wskazują, że ożywienie w gospodarce chińskiej spowalnia z powodu czynników wewnętrznych, do czego przyczynia się chłodzenie rynku nieruchomości, którego udział w gospodarce chińskiej może sięgać nawet 25%, a także reformy rynku pracy. Realizacja wrześniowej prognozy OECD wzrostu PKB w Chinach w latach 2021-2022 na poziomie odpowiednio 8,5% i 5,8% okaże się najpewniej niższa. Rośnie ryzyko pogłębienia problemów sektora nieruchomości, co potencjalnie niósłoby reperkusje dla gospodarki światowej. Dobrą informacją jest jednak dość niska ekspozycja inwestorów zagranicznych na chiński dług.

Gospodarka globalna - W 3Q br. presja inflacyjna w największych gospodarkach narastała windując wskaźniki cen do poziomów nienotowanych od lat

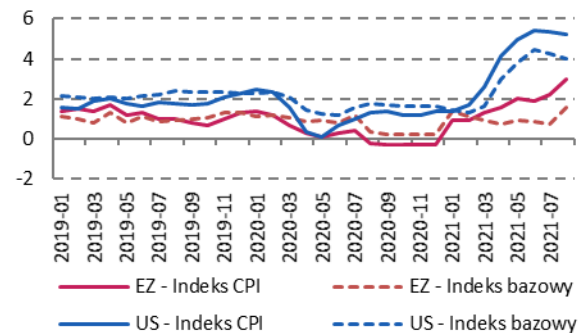
Ceny frachtu na świecie (USD, Harper Petersen)



Inflacja PPI (% r/r)



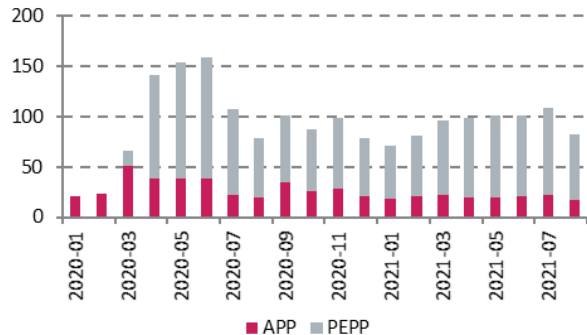
Inflacja CPI i bazowa w strefie euro i w USA (% r/r)



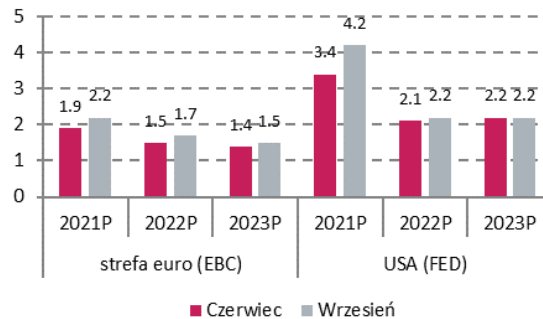
- W 3Q 2021 inflacja w na świecie nabierała tempa, które często przewyższało oczekiwania. Niezmiennie wzrost cen producenta i konsumenta napędzają inflacja cen paliw i energii, co wiąże się z nadal silnym wzrostem r/r cen ropy naftowej na globalnych rynkach. Co więcej, jak zaznaczyliśmy wcześniej, niedobory niektórych surowców, materiałów i produktów wywołanych silnym odbiciem popytu przy ograniczonej podaży znacząco podniosły koszty produkcji. Ceny importu windowały także koszty transportu, w tym morskiego. W połowie września globalny indeks cen frachtu Harper Peterson był najwyższy w historii i ponad 5-krotnie przewyższał poziom sprzed pandemii. Rosnące koszty uwzględniły w swoich cennikach firmy z sektora przemysłowego. W sierpniu roczny wskaźnik PPI w USA wyniósł 14,2% r/r i okazał się najwyższy w historii zaczynającej się w 2010 r. Podobnie indeksy dla Chin i strefy euro wzrosły do wartości najwyższych od kilkunastu lat (w Niemczech nawet od 1974 r.)
- W warunkach mocnego popytu w skali świata firmy są w stanie przenieść część rosnących kosztów na konsumentów. Ponadto długotrwały lockdown skłania przedsiębiorców do próby odrobienia strat podnosząc ceny m.in. w usługach, które zostały najmocniej dotknięte przez obostrzenia. Czynniki te wpłynęły na dynamiczny wzrost inflacji konsumenckiej. W lipcu w USA wyniosła ona 5,4% r/r, a w sierpniu w strefie euro sięgnęła 3,0% r/r, tj. najwyższej od 10 lat.
- Napływ nowych informacji sugeruje, że proinflacyjny wpływ „wąskich gardeł” w łańcuchach dostaw i transporcie będzie utrzymywał się przez dłuższy czas niż wcześniej zakładano. Jednocześnie w przypadku Stanów Zjednoczonych niedopasowanie popytu na pracę do liczby osób gotowych do podjęcia zatrudnienia będzie trwało dłużej niż się spodziewano jeszcze kilka miesięcy temu. Stąd pespektywy podwyższonej inflacji na świecie wydłużają się. Co prawda siła wpływu cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych najprawdopodobniej obniży się, aczkolwiek nie zmienia to istotnie oczekiwań dotyczącej wysokiej inflacji w przyszłości. Utrzymująca się presja inflacyjna przy oczekiwaniach normalizacji tempa wzrostu w najbliższych kwartałach będzie stanowiła wyzwanie dla polityki pieniężnej najważniejszych gospodarek świata, w tym zwłaszcza amerykańskiego Fedu.

Gospodarka globalna - Najważniejsze banki centralne reagują na lepszą sytuację epidemiczną i wzrost inflacji, choć łagodna polityka pieniężna utrzyma się przez najbliższe lata

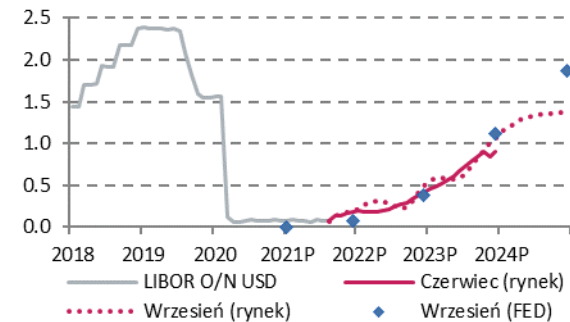
Skup aktywów przez Europejski Bank Centralny (bln EUR)



Prognozy inflacji w strefie euro i w USA (% r/r)



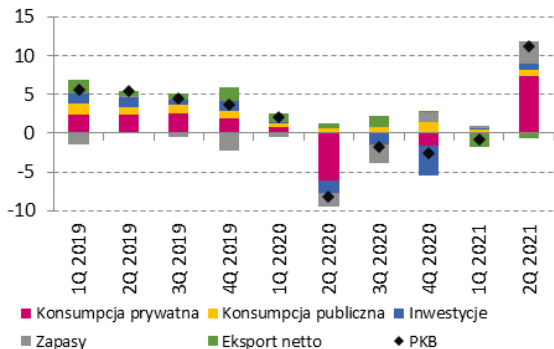
Oczekiwania dotyczące stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych(%)



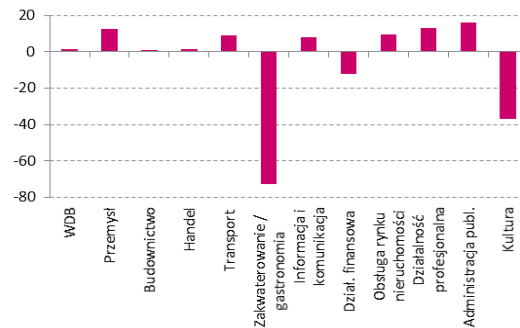
- Mniejsza liczba zachorowań oraz perspektywy wyższej inflacji i wzrostu gospodarczego wpłynęły na zmianę, choć niewielką retoryki Europejskiego Banku Centralnego. Podczas wrześniowego posiedzenia podjęto decyzję o „nieco wolniejszym niż w ostatnich dwóch kwartałach” tempie realizacji Awaryjnego programu skupu aktywów w czasie pandemii (PEPP) utrzymując jednocześnie jego planowaną wielkość (1850 mld EUR), a także forward-guidance dla jego obowiązywania, tj. przynajmniej do końca marca 2022 r. Pozostałe elementy polityki pieniężnej EBC nie uległy modyfikacjom. Ogłoszona zmiana w programie PEPP stanowi pierwszy sygnał dostosowania polityki pieniężnej do lepszych względem czerwca perspektyw gospodarczych w strefie euro i wyższej inflacji oraz naszym zdaniem zwiększa prawdopodobieństwo zakończenia tego programu zgodnie z planem. Większych zmian w działaniach EBC powinniśmy spodziewać się w grudniu, gdy przedstawiona zostanie nowa projekcja. Nie sądzimy jednak, aby zmieniły się oczekiwania dotyczące ultra-niskich stóp procentowych w strefie euro w najbliższych latach.
- Również amerykańska Rezerwa Federalna zareagowała na wyższą inflację, poprawiającą się sytuację na rynku pracy i ograniczoną skalę nasilenia pandemii. Na wrześniowym posiedzeniu zasygnalizowano rozpoczęcie w nieodległej przyszłości redukcji programu skupu aktywów. Ogłoszona zmiana może pokazywać determinację amerykańskich bankierów centralnych do rzeczywistego rozpoczęcia taperingu jeszcze w tym roku. Według słów przewodniczącego J. Powella działania te skończyć się powinny w połowie 2022 r. Główna stopa procentowa została utrzymana na poziomie 0,00%-0,25%, aczkolwiek znacząco zwiększyły się oczekiwania co do ścieżki kosztu pieniądza w przyszłości. Obecnie amerykańscy bankierzy centralni są równo podzieleni co do pierwszej podwyżki w 2022 r. i oczekują łącznie trzech/czterech podwyżek do końca 2023 r. Prognozę uzupełniono o 2024 r., który miałby przynieść kolejne 3 podwyżki. Amerykańska Rezerwa Federalna dostosowała swoją retorykę do oczekiwanej sytuacji gospodarczej. Ryzyka inflacyjne na najbliższe kwartały są skierowane w górę, stąd wydaje nam się, że do pierwszej podwyżki stóp procentowych może dojść jeszcze w 2022 r. W dłuższej perspektywie Fed powinien, w warunkach dobrej koniunktury, realizować normalizację stóp procentowych zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Tym samym rozdział między kosztem pieniądza między USA a strefą euro będzie się znacząco powiększał.

PKB w Polsce – Polska gospodarka odrobiła straty wywołane pandemią w zaledwie rok, co udało się tylko nielicznym krajom UE

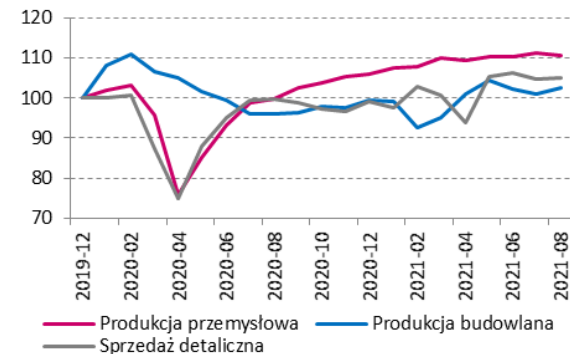
Dynamika PKB w Polsce i jego struktura (pkt proc.)



Wartość dodana brutto w wybranych sektorach gospodarki (% zmiiana względem 4Q 2019, sa)



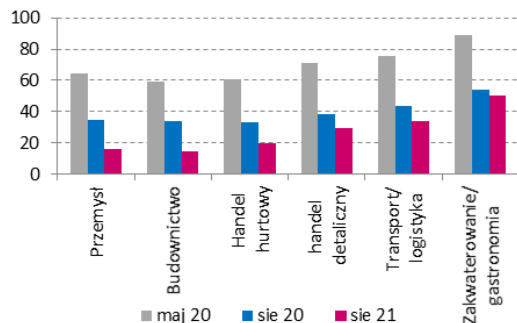
Dane wysokiej częstotliwości z polskiej gospodarki (2019.12=100, dane odsezonowane)



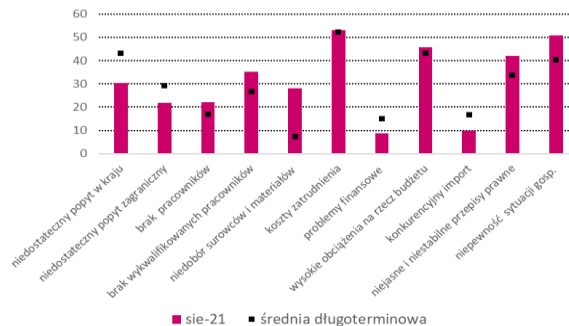
- W 2Q br. gospodarka odbudowywała się po kryzysie wywołanym pandemią, rosnąc o 2,1% kw/kw (dane odsezonowane). Oznacza to, iż po zaledwie roku polska gospodarka odrobiła straty wywołane kryzysem pandemicznym, powracając do poziomu z 4Q 2019. To wyraźnie lepszy wynik niż gospodarka strefy euro, która wciąż operuje na poziomie niższym niż przed wybuchem pandemii. Ze względu na ekstremalnie niską bazę odniesienia z roku ubiegłego, roczna dynamika PKB osiągnęła imponujące 11,1% r/r. Po stronie popytu najsilniej rosta konsumpcja prywatna, wspierana rosnącymi dochodami oraz złagodzeniem restrykcji epidemicznych, napędzającym konsumpcję usług. Nieco negatywnie zaskoczyły inwestycje, choć ich kontrybucja do rocznej dynamiki PKB była dodatnia. Ujemny wkład miał, podobnie jak kwartał wcześniej, eksport netto. Od strony podażowej niemal wszystkie sektory gospodarki powróciły do poziomów sprzed pandemii, poza częścią sektora usług, która bazuje na bezpośrednim kontakcie z klientem (gastronomia, zakwaterowanie, kultura), a także sektor finansowy, generujący niższą wartość dodaną ze względu na radykalne obniżenie stóp procentowych. Wartość dodana w sekcji zakwaterowania i gastronomii wciąż stanowi zaledwie 1/3 wartości sprzed wybuchu pandemii.
- Dane wysokiej częstotliwości za lipiec i sierpień wskazują na stabilizowanie się aktywności ekonomicznej. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowuje ze względu na wydłużające się zaburzenia w łańcuchach dostaw i opóźnienia w zaopatrzeniu. M.in. z tego samego powodu wyhamowała zapewne także dynamika sprzedaży detalicznej, szczególnie w przypadku aut, sprzętu AGD i RTV. Na osłabienie aktywności wskazują także wskaźniki koniunktury, które obniżyły się w okresie lipiec-sierpień, a w szczególności dotyczy to przemysłu. W dalszym jednak ciągu potwierdzają one utrzymanie się gospodarki na ścieżce wzrostowej. Mocny popyt coraz silniej odczuwa jednak zaburzenia po stronie podaży, co w krótkim okresie może zakłócić wyniki produkcji i handlu.

PKB w Polsce – Perspektywy gospodarki w średnim okresie pozostają korzystne, choć ograniczenia podażowe mogą zaburzyć aktywność ekonomiczną w krótkim okresie

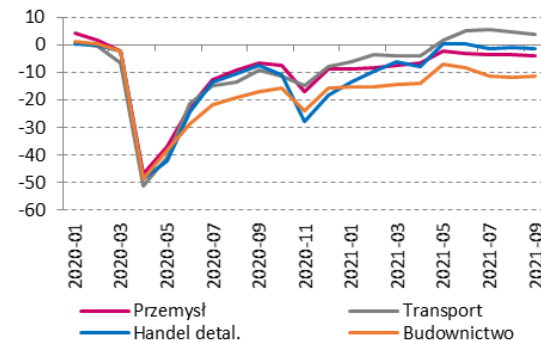
Poważny i zagrażający stabilności wpływ pandemii na działalność gosp. (% firm)



Barieri działalności gospodarczej (pkt)



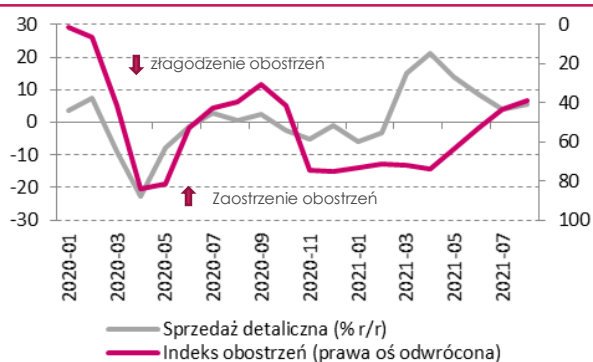
Wskaźniki koniunktury w polskiej gospodarce (pkt)



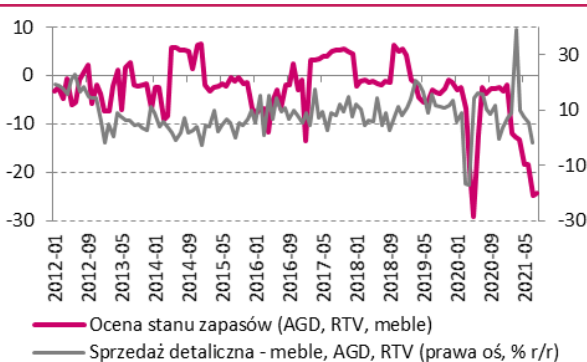
- Gospodarka w dużym stopniu dostosowała się do funkcjonowania w warunkach pandemii i obawy firm o silnie negatywny jej wpływ na działalność firm są dużo mniejsze niż w ubiegłym roku i koncentrują się przede wszystkim w branżach usługowych, bezpośrednio dotkniętych obostrzeniami przeciw-epidemicznymi. Ponieważ ich udział w polskiej gospodarce jest relatywnie niski, to w naszej ocenie skutki ekonomiczne nasilającej się kolejnej fali pandemii nie powinny istotnie wpłynąć na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Silniejszy niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie wpływ na aktywność ekonomiczną wywierają natomiast napięcia w łańcuchach dostaw i narastające problemy z zaopatrzeniem, które dla coraz większej grupy firm stają się barierą dla działalności gospodarczej. Ich skutkiem mogą być zaburzenia w bieżącej produkcji i sprzedaży, co już teraz widoczne jest w napływających danych z gospodarki, szczególnie z przemysłu w Polsce ale także naszych partnerów handlowych. Wskaźniki koniunktury w ostatnich miesiącach obniżają się w tempie szybszym niż dotychczasowe oczekiwania, choć należy zaznaczyć, iż wciąż znajdują się na poziomach odzwierciedlających rozwój gospodarki. Sugeruje to stabilizowanie się dynamiki wzrostu gospodarczego, po okresie jego wysokiej zmienności w I poł. roku. W 3Q roczna dynamika PKB ze względu na mniej korzystną bazę odniesienia obniży się wyraźnie względem 2Q, jednak w naszej ocenie wciąż realnie jest osiągnięcie w całym roku wzrostu na poziomie 5,3%. Bardzo dobra sytuacja dochodowa przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wspierać powinna konsumpcję i inwestycje. Czynnikiem pobudzającym koniunkturę będzie także ekspansywna polityka monetarna i fiskalna, w szczególności program Polski Łód, który pobudzi konsumpcję.
- Bilans ryzyk dla naszej prognozy jest obecnie mniej korzystny niż ocenialiśmy w poprzednim raporcie kwartalnym. Przedłużające się ograniczenia podażowe, a także wysoka inflacja i słaby złoty mogą silnie zaburzyć konsumpcję oraz inwestycje przedsiębiorstw. W średniookresowej perspektywie ryzyko niższego wzrostu może napłynąć w wyniku eskalacji sporu pomiędzy polskim rządem a Komisją Europejską, co w negatywnym scenariuszu może doprowadzić do opóźnienia i/lub ograniczenia środków z funduszy europejskich. Nie jest to jednak nasz scenariusz bazowy.

Konsumpcja - Konsumpcja prywatna wciąż dynamicznie rośnie wspierana złagodzeniem restrykcji, choć zaburzenia w łańcuchach dostaw ograniczają sprzedaż niektórych towarów

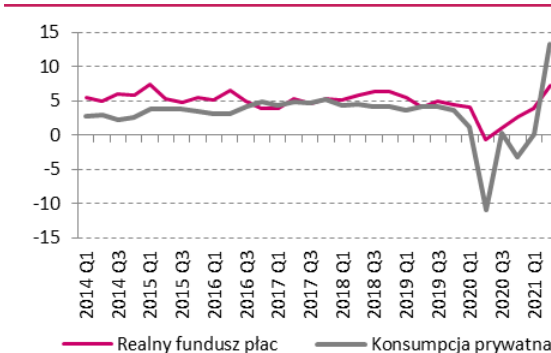
Sprzedaż detaliczna a indeks obrotów przeciwepidemicznych



Dynamika sprzedaży a ocena stanu zapasów w kategorii meble, AGD i RTV (% r/r)



Dynamika konsumpcji prywatnej i realnego funduszu płac w gospodarce (% r/r)

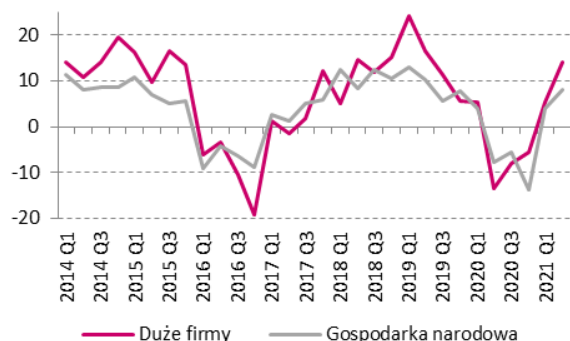


- Konsumpcja pozostaje głównym filarem gospodarki. Złagodzenie restrykcji przeciwepidemicznych, w połączeniu z utrzymaniem wzrostowego trendu dochodów rozporządzalnych sprzyja odbudowie konsumpcji, która w 2Q br. wzrosła o 2,7% kw/kw, a ze względu na bardzo niską bazę statystyczną jej roczny wzrost wyniósł aż 13,3%. Oznacza to, iż konsumpcja podobnie jak łączny PKB powróciła do poziomów sprzed wybuchu pandemii. Warto przy tym powtórzyć to, na co zwracaliśmy już uwagę w poprzednich raportach, iż zmiana nawyków zakupowych konsumentów i dostosowania po stronie firm zmniejszyły wrażliwość konsumpcji na pandemię i wiążący się z nią spadek mobilności. Rosta zarówno konsumpcja towarów, odzwierciedlona w wysokiej dynamice sprzedaży detalicznej (wzrost w 2Q br. o 14,5% r/r wobec 2,0% r/r w 1Q), jak również usług, czemu sprzyjało łagodzenie restrykcji przeciwepidemicznych. W danych o sprzedaży detalicznej uwagę zwraca wyhamowanie dynamiki w lipcu i sierpniu, szczególnie w kategorii samochodów i sprzętu AGD i mebli, co częściowo może być związane z zaburzeniami w łańcuchach dostaw oraz rosnącymi cenami. Opóźnienia dostaw i wydłużenie terminów zaopatrzenia zmniejsza zapasy towarów, a przez to możliwości bieżącej sprzedaży. Spadek dynamiki wydatków na towary odzwierciedla także element zmiany struktury konsumpcji po odmrożeniu działalności usługowej i zwiększaniu wydatków na usługi.
- Utrzymujące się problemy z zaopatrzeniem w niektóre towary może być źródłem krótkoterminowych zaburzeń sprzedaży detalicznej. Niemniej jednak konsumpcja ma solidne fundamenty do kontynuacji wzrostów w średnim okresie. Rosnące dochody rozporządzalne gospodarstw domowych, wsparte pro-konsumpcyjną polityką rządu (Polski Ład) i kolejnymi transferami socjalnymi będą napędzać wydatki konsumpcyjne. Nie spodziewamy się jednak silnego przyspieszenia, ponieważ widoczna jest stabilizacja nastrojów konsumentów, które pozostają gorsze w porównaniu z okresem sprzed wybuchu pandemii. Tym bardziej, że stopa oszczędności gospodarstw domowych obniżyła się do poziomów zbliżonych do okresu przedpandemicznego. Ryzyko dla konsumpcji wciąż stanowi pandemia, choć w naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że kolejna fala zachorowań nie wymusi blokady gospodarki, jak i inflacja ograniczająca realną wartość dochodów.

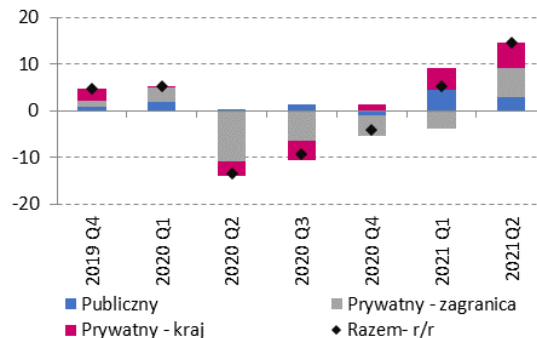
Źródło: Macrobond, GUS, Bank Millennium

Inwestycje - Firmy prywatne kontynuują odbudowę nakładów inwestycyjnych, natomiast sektor publiczny tnie wydatki na ten cel

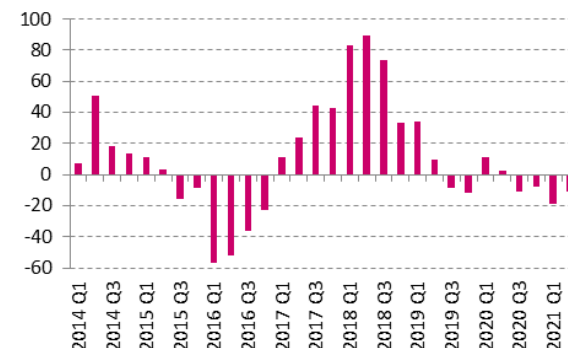
Inwestycje w gospodarce i inwestycje dużych firm (nominalnie, % r/r)*



Inwestycje dużych firm* - dynamika i struktura według sektora własności



Inwestycje samorządów (% r/r)

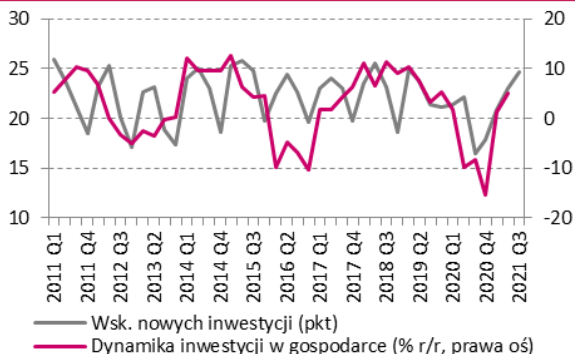


* Firmy zatrudniające co najmniej 50 osób

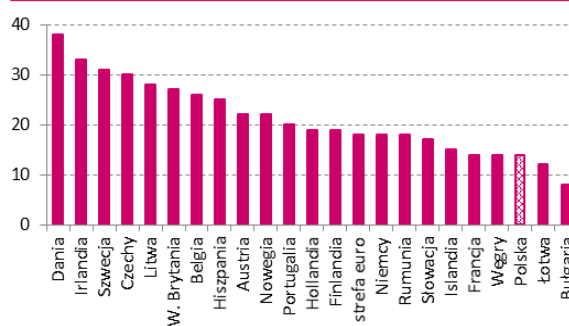
- Po silnej pozytywnej niespodziance w 1Q br. dynamika inwestycji w gospodarce w 2Q zaskoczyła negatywnie, choć pozostała dodatnia i wyniosła 5,0% r/r. Ta negatywna niespodzianka to w głównej mierze efekt spadku aktywności inwestycyjnej sektora publicznego. Dane z firm zatrudniających co najmniej 50 osób wskazują na utrzymanie wzrostów inwestycji, które w okresie kwiecień-czerwiec były wyższe o 14,7% r/r (dane nominalne) wobec wzrostu o 5,3% w 1Q. Analizując dane w ujęciu podmiotowym należy zwrócić uwagę na utrzymanie solidnych wzrostów inwestycji firm sektora prywatnego –krajowych (+15,6% r/r), jak i zagranicznych (+16,1% r/r), podczas gdy w poprzednich kwartałach firmy z kapitałem zagranicznym ograniczały aktywność inwestycyjną. Sektor prywatny kontynuuje zatem odbudowę nakładów na rozbudowę majątku produkcyjnego i poprawę produktywności w warunkach silnej odbudowy popytu. Negatywny wpływ na wyniki inwestycji w gospodarce ma natomiast niska aktywność inwestycyjna sektora publicznego. Inwestycje samorządów były w 2Q br. o 11,3% niższe niż przed rokiem, a wydatki majątkowe budżetu spadły o 15,5% r/r, co wiążąc można z przejściowym okresem pomiędzy nową i starą perspektywą finansową UE.
- Według klas aktywów wciąż najsilniej rosły inwestycje w maszyny i urządzenia oraz w środki transportu, co wskazuje na kontynuację rozbudowy majątku produkcyjnego i poprawę produktywności. Kontynuowane są też wzrosty inwestycji w budynki i budowlę, co wiążąc można z dobrą koniunkturą w zakresie budownictwa mieszkaniowego, a także inwestycjami w projekty logistyczne. W ujęciu branżowym najsilniej rosły właśnie nakłady w sekcji transportu i logistyki oraz handlu. Dodatnia dynamika inwestycji, choć wyraźnie niższa niż na początku roku, utrzymała się także w budownictwie. W naszej ocenie taka struktura inwestycji odzwierciedla wzrost handlu internetowego i rozwój branży logistycznej ukierunkowanej na usprawnienie procesu zaopatrzenia. Pozytywnie należy ocenić odbudowę inwestycji w przetwórstwie przemysłowym, które boryka się z coraz silniejszymi ograniczeniami podażowymi, a inwestycje w rozbudowę majątku produkcyjnego dają szansę ich rozładowania w dłuższym okresie.

Inwestycje – średniookresowe perspektywy inwestycji pozostają korzystne, choć ograniczenia podażowe i wysoka inflacja mogą spowolnić aktywność inwestycyjną w krótkim okresie

Wskaźnik nowych inwestycji a dynamika inwestycji w gospodarce

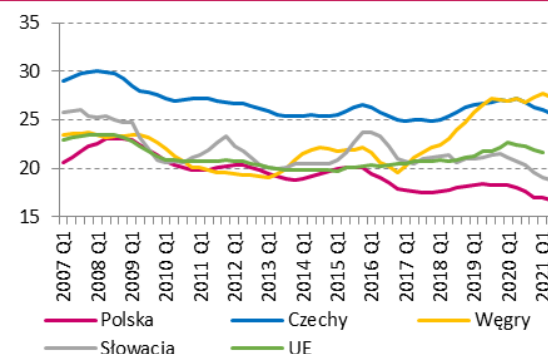


Przedsiębiorstwa* z udziałem sprzedaży e-commerce powyżej 1% (% ogółem, 2020)



* Firmy zatrudniające co najmniej 10 osób

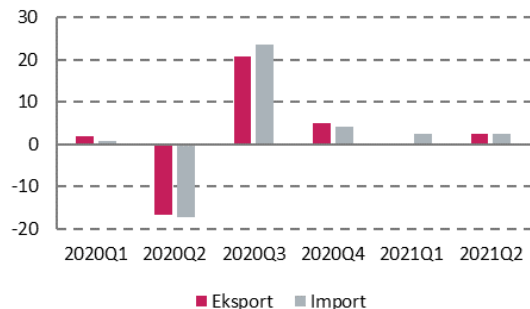
Stopa inwestycji w gospodarce (% PKB)



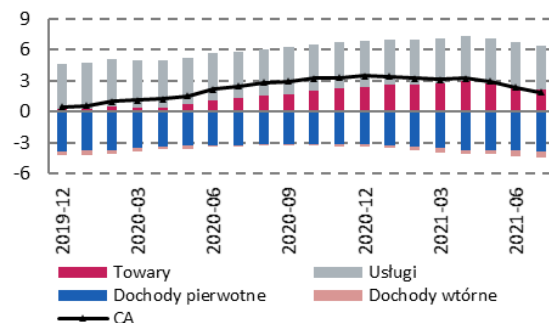
- Pomimo negatywnej niespodzianki w 2Q średniookresowe perspektywy inwestycji oceniamy korzystnie. Wykorzystanie mocy wytwórczych, które w części branż zbliżyło się do poziomów sprzed wybuchu kryzysu, odbudowa popytu, a także bardzo korzystna sytuacja finansowa przedsiębiorstw, szczególnie średnich i dużych powinny sprzyjać aktywności inwestycyjnej. Znajduje to odzwierciedlenie w badaniach koniunktury NBP, według których odsetek firm planujących podjęcie nowych oraz kontynuację już rozpoczętych inwestycji wrócił do poziomów sprzed wybuchu kryzysu. Oceny przyszłego popytu pozostają optymistyczne, stąd ich zaspokojenie przy wysokim wykorzystaniu mocy wytwórczych wymagać będzie inwestycji w ich rozbudowę. Motywem inwestycji może być też nawrót problemów z pozyskaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach (ok. 35% firm postrzega ten problem jako barierę działalności). Czynnikiem ten w połączeniu z ogólnym przyspieszeniem automatyzacji powinien sprzyjać inwestycjom w robotyzację. Potencjał w tym zakresie pozostaje znaczny, ponieważ nasycenie robotami jest w polskim przemyśle znacznie niższe niż w krajach rozwiniętych oraz Europy Środkowo-Wschodniej. Inwestycjom sprzyja też rozwój sektora e-commerce, który wymusza rozwój logistyki. Wzrost nakładów w branży logistycznej następował już w okresie pandemii, a biorąc pod uwagę znacznie mniejszą niż w większości krajów UE popularność handlu internetowego, potencjał w tym zakresie pozostaje znaczny.
- Czynnikiem ograniczającym przestrzeń do wzrostów nakładów na inwestycje mogą być ograniczenia podażowe w branży budowlanej (inwestycje w centra logistyczne), a także zaburzenia w łańcuchach dostaw, zmniejszające dostępność maszyn i urządzeń. W naszej ocenie apatyczny inwestycyjny może ograniczyć także utrzymujący się słaby złoty, który zmniejsza opłacalność importu technologii. Rynkowy kurs EUR/PLN i USD zbliża się bowiem do progowych kursów opłacalności importu. Być może z tych właśnie powodów ostatnie miesiące przyniosły ograniczenie importu dóbr inwestycyjnych. W średnim okresie ryzykiem dla inwestycji i wzrostu gospodarki jest opóźnienie i/lub ograniczenie napływu środków z UE, w sytuacji eskalacji sporu o praworządność.

Wymiana handlowa z zagranicą - Oczekiwania dla eksportu i importu są korzystne, choć problemy podażowe w przemyśle będą ograniczać wymianę handlową z zagranicą

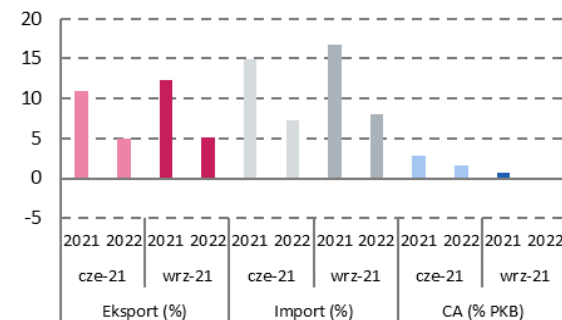
Eksport i import wg rachunków narodowych (towary i usługi, sa % kw/kw)



Dekompozycja salda rachunku bieżącego (% PKB)



Rewizja prognoz wzrostu eksportu i importu (%) oraz salda obrotów bieżących (% PKB)

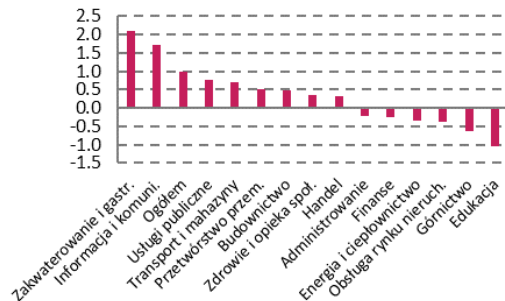


- W 2Q br. polski eksport w cenach stałych wzrósł o 2,4% kw/kw (29,3% r/r) po spadku o 0,1% kw/kw w 1Q 2021, napędzany zwłaszcza eksportem usług, czemu sprzyjało przyspieszenie aktywności gospodarczej na świecie. Z kolei ożywianie popytu krajowego napędzało import, który wzrósł w 2Q br. o 2,5% kw/kw (35,8% r/r) po wzroście o 2,5% kw/kw w 1Q br. Najsilniejszy wzrost w 2Q br. dotyczył importu dóbr konsumpcyjnych, który przekroczył 6,0% kw/kw po korekcji sezonowej.
- Początek trzeciego kwartału przyniósł znacznie pogorszenie salda obrotów towarowych z zagranicą. W lipcu deficyt sięgnął 0,7 mld EUR po nadwyżce wynoszącej w czerwcu 0,8 mld EUR. Wynika to z dużo silniejszego spadku dynamiki eksportu niż importu. Sprzedaż towarów za granicę wzrosła bowiem o 13,7% r/r (licząc w EUR) wobec wzrostu importu o 22,1% r/r, na co składało się kupno ropy naftowej, której ceny silnie rosły r/r, a także dobra pośrednie (co przypisujemy wzrostom ich cen jako efekt globalnych trudności podażowych w przemyśle). Na saldzie usług niezmiennie utrzymuje się nadwyżka, choć w lipcu okazała się ona niższa niż w czerwcu, najprawdopodobniej z powodu nasilenia wyjazdów na zagraniczne urlopy. Pomimo słabszych danych za lipiec nasza prognoza wzrostu eksportu w latach 2021-2022 uległa niewielkiemu podwyższeniu, głównie ze względu na lepszy od oczekiwań odczyt za 2Q 2021 oraz poprawę perspektyw części gospodarek UE. Skalę rewizji ograniczają jednak przedłużające się „wąskie gardła” w łańcuchach dostaw. Podnieśliśmy także nieco prognozę wzrostu importu w 2021 r. za czym przemawiają dane za 2Q br. i lipiec, odzwierciedlające silniejszy niż zakładaliśmy w czerwcu popyt z krajowej gospodarki na zagraniczne towary. Realizacja naszych prognoz oznaczałaby nieznacznie słabszy niż spodziewany w czerwcu wkład eksportu netto do wzrostu w kolejnych kwartałach.
- Słabe dane o saldzie handlowym towarami i usługami w lipcu przesunęły saldo całości rachunku obrotów bieżących do deficytu wynoszącego 1,8 mld EUR wobec nadwyżki (+0,3 mld EUR) miesiąc wcześniej. Jest to najniższa wartość od 6 lat. Na koniec lipca 12-miesięczna suma rachunku bieżącego wyniosła 1,9% PKB, co wskazuje na pogłębienie tendencji spadkowej. Nie jest to niespodzianką, z racji silnego wzrostu importu. Napływ nowych informacji skłania do solidnej obniżki oczekiwań co do rachunku bieżącego na 2021 i 2022 r.

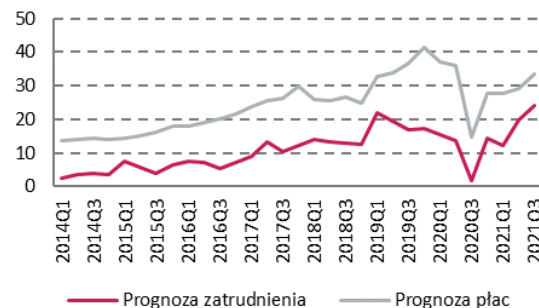
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Rynek pracy - Rynek pracy w 2Q br. uległ znaczącej poprawie, choć dane z 3Q wskazują na jej hamowanie

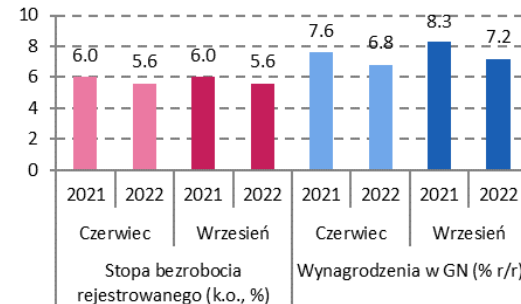
Dynamika liczby pracujących wg BAEL w 2Q 2021 (% kw/kw)



Wskaźnik prognozy wzrostu zatrudnienia i płac w Szybkim Monitoringu NBP (sa, pkt)



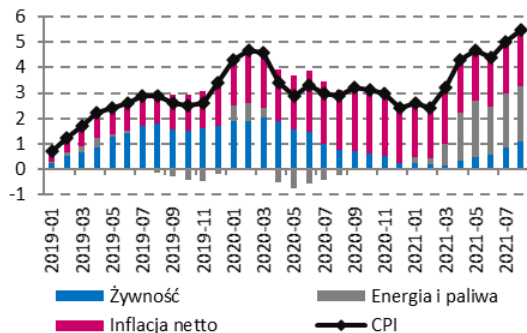
Rewizja prognoz stopy bezrobocia rejestrowanego i wzrostu płac (%)



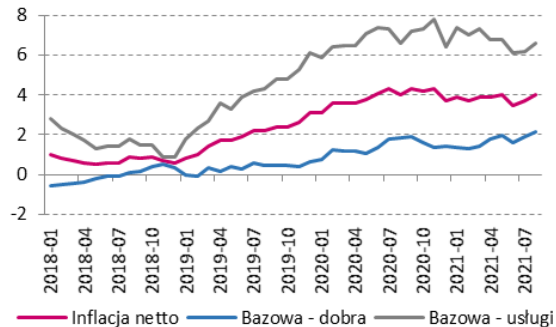
- W 2Q 2021 wraz ze znoszeniem obostrzeń i lepszą sytuacją epidemiczną sytuacja na rynku pracy uległa poprawie. Liczba pracujących według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności wzrosła o 42 tys., tj. o 1,0% kw/kw. Zgodnie z oczekiwaniami najsilniejsze odbicie odnotowano w przypadku zakwaterowania i gastronomii. Jednocześnie systematycznie obniżała się stopa bezrobocia, która wg danych Eurostatu wyniosła w czerwcu 3,4% wobec 4,0% na koniec 1Q 2021.
- W 3Q br. napłynęły niejednoznaczne informacje dotyczące rynku pracy w Polsce. Z jednej strony stopa bezrobocia rejestrowanego po korekcji sezonowej obniżyła się w lipcu i sierpniu do 5,9% z 6,0% w czerwcu. Z drugiej strony jednak liczba osób pracujących w sektorze przedsiębiorstw spadła łącznie w lipcu i sierpniu o 12 tys., co okazało się negatywną niespodzianką. Dane te odzwierciedlać mogą wygasanie przewidywanych w tarczach finansowych Polskiego Funduszu Rozwoju zachęt do utrzymywania zatrudnienia. Czynnikiem ten najpewniej ma charakter przejściowy, niemniej statystyki dotyczące sytuacji na rynku pracy wskazują, że jego poprawa wyhamowuje w 3Q br.
- Pomimo pewnego normowania się popyt na pracę w nadchodzących kwartalach powinien pozostać mocny, na co wskazuje indeks oczekiwanego zatrudnienia w badaniu koniunktury prowadzonym przez Narodowy Bank Polski (Szybki Monitoring), a w przemyśle także wyniki ankiety PMI i GUS. Spowolnienie poprawy na krajowym rynku pracy było przez nas spodziewane, stąd brak rewizji względem czerwca prognoz stopy bezrobocia rejestrowanego, która na koniec 2021 r. powinna wynieść 6,0%. Podwyższamy w górę natomiast prognozę wynagrodzeń w gospodarce. Za korektą przemawia wyższa spodziewana inflacja oddziałująca w kierunku mocniejszych żądań płacowych, zwłaszcza, że firmy z wielu sektorów raportują braki w liczbie pracowników, a wyniki finansowe dają przestrzeń do zwiększenia uposażenia. W badaniu NBP rośnie ponadto odsetek firm, które planują podwyżki płac. Proponowane przez rząd zwiększenie płacy minimalnej od 2022 r. wynoszące 7,5% jest zbliżone do pierwotnych planów stąd ma neutralny wpływ na naszą prognozę. Ryzyka dla prognoz zatrudnienia są skierowane nieco w dół, ze względu na niepewność pandemiczną oraz potencjalnie negatywny wpływ na popyt na pracę wymuszonego dostępem komponentów produkcji obniżenia sił wytwórczych.

Inflacja - Inflacja coraz bardziej oddala się od celu banku centralnego

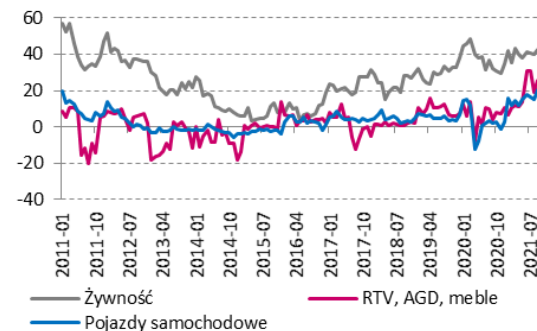
Inflacja CPI w Polsce (% r/r)



Inflacja bazowa w Polsce(% r/r)



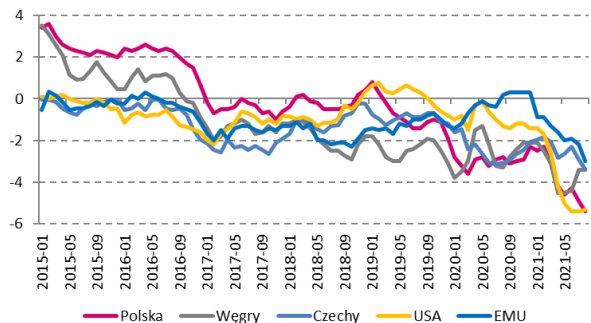
Wskaźnik spodziewanych cen w handlu detalicznym (pkt)



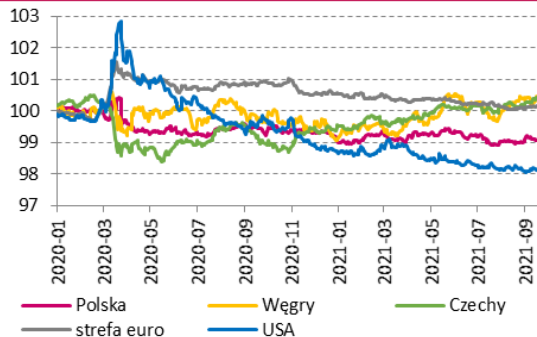
- Inflacja nie przestaje zaskakiwać negatywnie. W sierpniu br. wskaźnik CPI wzrósł do 5,5% r/r, osiągając poziomy nie widziane od 20 lat. Do niemal 10-letniego maksimum wzrósł indeks cen producenta, podobnie jak deflator konsumpcji indywidualnej. Podwyższona inflacja ma globalny charakter, jednak w Polsce odczyty inflacji konsumenta są jednymi z najwyższych w Europie. Inflacja wciąż podbijana jest przez rosnące ceny surowców energetycznych i żywności, niemniej na wysokim poziomie utrzymuje się presja ze strony popytu. Inflacja bazowa, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła w sierpniu do 3,9% r/r. Co istotne, jest to efektem nie tylko popandemicznego wzrostu cen usług, ale także rosnących cen towarów. Ceny towarów, z wyłączeniem energii, paliw i żywności, rosną w tempie wyraźnie wyższym niż przed pandemią (ok. 2,0% r/r w sierpniu). Po wyłączeniu cen administrowanych inflacja jest najwyższa od 2004 r. Potwierdza to, iż rosnące ceny surowców i materiałów przerzucane są częściowo na konsumentów. Proces ten nas nie dziwi, ponieważ zjawisko to było sygnalizowane przez przedsiębiorców w badaniach koniunktury. Z tego też powodu nie uważamy, że inflacja ma obecnie charakter stricte podażowy. Zaburzenia po stronie podaży i zakłócenia w łańcuchach dostaw potęgują wzrost cen, który napędzany jest silnym popytem i stymulacją fiskalno-monetarną. Dynamika cen usług po pandemicznym wysoku stabilizuje się na podwyższonym poziomie, pomimo wysokiej bazy odniesienia.
- Perspektywy inflacji pozostają niekorzystne, a ścieżka CPI będzie przebiegała wyżej w stosunku do oczekiwań z poprzedniego raportu. Tym bardziej, że zatwierdzona została kolejna w tym roku podwyżka cen gazu, a marsz w górę kontynuować będą także ceny energii. W przyszłym roku inflacja zacznie się stopniowo obniżać, choć zanim ten proces się rozpocznie wskaźnik CPI przekroczy 6% r/r. Indeksy spodziewanych cen w przemyśle i handlu utrzymują się na wieloletnich maksimach, a najbardziej jest to widoczne w branżach, które najsilniej odczuwają skutki napięć w łańcuchach dostaw (produkcja papieru, wyrobów z drewna, mebli, sprzętu AGD). Tempo spadku inflacji ograniczać będzie pro-konsumpcyjna polityka gospodarcza stymulująca popyt w warunkach już solidnego odbicia, rosnące ceny energii oraz żywności. W rezultacie, w przyszłym roku średnioroczna inflacja przekroczy w naszej ocenie 4% i dopiero pod koniec 2022 r. wskaźnik CPI może zbliżyć się do górnej granicy celu NBP.

Polityka pieniężna - Polityka pieniężna w Polsce pozostaje silnie akomodacyjna pomimo coraz mniej korzystnego otoczenia inflacyjnego

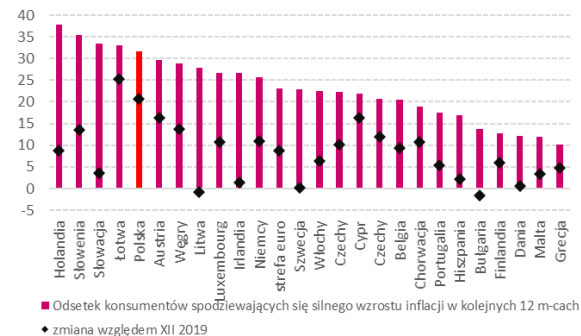
Realne stopy procentowe w wybranych krajach (%)



Indeks warunków finansowych (%)



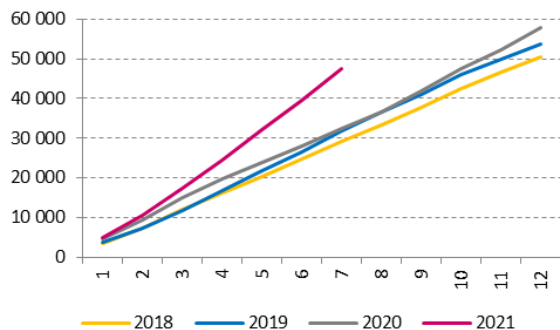
Oczekiwania konsumentów co do inflacji w perspektywie kolejnych 12 miesięcy (VIII 2021)



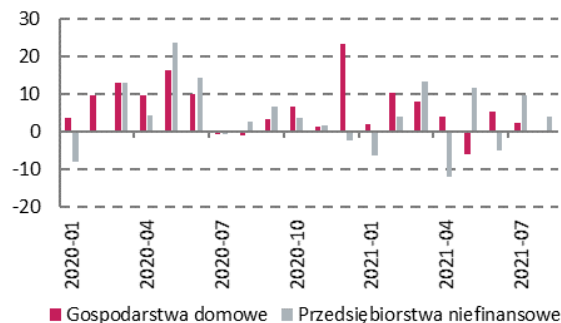
- Polityka pieniężna w Polsce pozostaje silnie akomodacyjna, a Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje łagodne nastawienie pomimo wyraźnego pogorszenia otoczenia inflacyjnego i poprawy perspektyw gospodarki, która już w 2Q br., powróciła do poziomu sprzed wybuchu pandemii. Nominalne stopy procentowe utrzymywane zostały w 3Q na niezmiennym poziomie, co przy wyraźnym wzroście inflacji oznacza silny spadek realnych stóp proc. Wciąż prowadzony jest skup aktywów, choć jego skala, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, zmniejsza się wraz z wygasaniem rządowych programów wsparcia gospodarki. Skala akomodacji i retoryka RPP wyróżnia Polskę na tle innych krajów regionu. Banki centralne Węgier i Czech w reakcji na wysoką inflację rozpoczęły proces normalizacji polityki pieniężnej. Także EBC zapowiedział spowolnienie realizacji programu luzowania ilościowego (PEPP), wyrażając jednocześnie zaniepokojenie podwyższoną inflacją.
- W naszej ocenie obecny poziom stóp procentowych w Polsce, w połączeniu z wciąż akomodacyjną polityką fiskalną jest nieadekwatny do aktualnej, ale także spodziewanej sytuacji gospodarczej. Wydłużanie okresu ultra niskich stóp procentowych stanowi ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, co może wymusić silniejszą i szybszą reakcję w przyszłości. Stawne zapewnienia bankierów centralnych, iż inflacja ma przejściowy charakter może być w naszej ocenie niewystarczającym narzędziem zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Tym bardziej, że badania opinii publicznej wskazują na nasilające się obawy dalszego dynamicznego wzrostu inflacji. Ryzyko odnotowania oczekiwań inflacyjnych jest w naszej ocenie istotne. Ultra łagodna polityka pieniężna i silnie umiarkowane stopy procentowe potęgują bowiem skutki ograniczeń podaży, nasilając wzrost cen niektórych surowców i towarów (np. materiały budowlane). Ostatnie wypowiedzi prezesa NBP zwiększyły ryzyko dla naszego scenariusza zakładającego pierwszą podwyżkę kosztu pieniądza w tym roku, niemniej ewentualne opóźnienie momentu rozpoczęcia podwyżek kosztu pieniądza nie zmienia naszego scenariusza średnioterminowego, choć może zwiększyć koszty sprowadzenia inflacji do celu. Kluczowa dla decyzji RPP będzie listopadowa projekcja, która pokaże wyższą ścieżkę inflacji względem lipcowej rundy projekcji, co może przekonać większość członków do rozpoczęcia normalizacji polityki pieniężnej.

Polityka pieniężna – silnie ujemne realne stopy procentowe wciąż napędzają popyt na kredyty mieszkaniowe

Wartość nowoudzielonych kredytów mieszkaniowych (mln PLN, YTD)



Zmiana depozytów w sektorze bankowym (m/m, mld PLN)



Relacja należności do depozytów w sektorze bankowym

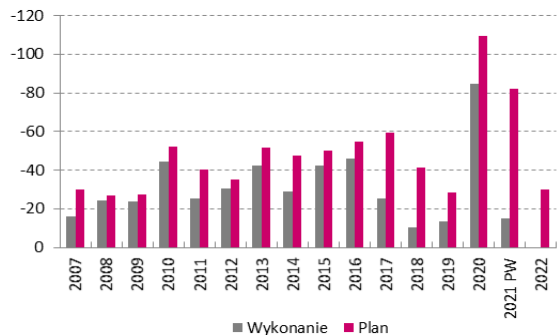


- Ujemne realne stopy procentowe, powodujące erozję oszczędności napędzają inwestycje w nieruchomości, które postrzegane są jako sposób ochrony kapitału. Przy rekordowo niskim koszcie finansowania znajduje to odzwierciedlenie w silnym wzroście popytu na kredyty mieszkaniowe. W pierwszych siedmiu miesiącach tego roku banki udzieliły kredytów mieszkaniowych o wartości 47,5 mld PLN, co oznacza wzrost o 46% względem analogicznego okresu ubiegłego roku. W samym lipcu wartość nowoudzielonych kredytów mieszkaniowych wyniosła 7,86 mld PLN, co jest najwyższą wartością w historii dostępnych danych. Wyraźnie przyspieszyły również kredyty na cele konsumpcyjne. Pomiędzy styczniem a lipcem banki udzieliły kredytów konsumpcyjnych o łącznej wartości 41,34 mld PLN. To o 26% więcej niż w tym samym okresie 2020 roku i tylko nieznacznie poniżej wyników 2019 roku, tj. okresu pozbawionego wpływu pandemii. Odbudowa nastrojów konsumenckich i poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych będą sprzyjały kontynuacji tej tendencji. W 2Q br. widoczne było także przyspieszenie w zakresie kredytów dla przedsiębiorstw. To niewątpliwie efekt ożywienia inwestycji przedsiębiorstw, choć biorąc pod uwagę bardzo dobrą sytuację finansową firm, zapotrzebowanie na kredyt ze strony korporacji pozostanie umiarkowane. Wskazują na to także wyniki badania NBP, w którym odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt utrzymuje się na obniżonych poziomach.
- Dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych i stabilizacja konsumpcji sprzyja kontynuacji wzrostów depozytów gospodarstw domowych. Od początku roku wartość depozytów wzrosła o 27,1 mld PLN, choć ostatnie miesiące przyniosły wyhamowanie wzrostów i stabilizowanie się rocznej dynamiki, która w sierpniu wyniosła 6,4% r/r. Wyhamowała natomiast dynamika depozytów przedsiębiorstw niefinansowych, która w sierpniu wyniosła 8,0% wobec 21,1% w styczniu tego roku. Dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw wspiera wzrost depozytów, choć tempo ich wzrostu wyhamowuje ze względu na wysoką bazę odniesienia (wygaszenie wsparcia w ramach tarczy finansowej), wzrostem inwestycji, ale także rosnącymi kosztami działalności, co może ograniczać skalę poprawy wyników finansowych. Kontynuacja wzrostowego trendu depozytów, przy umiarkowanym tempie odbudowy akcji kredytowej znajduje odzwierciedlenie spadku relacji kredytów do depozytów, choć w ostatnich miesiącach wskaźnik ten stabilizuje się.

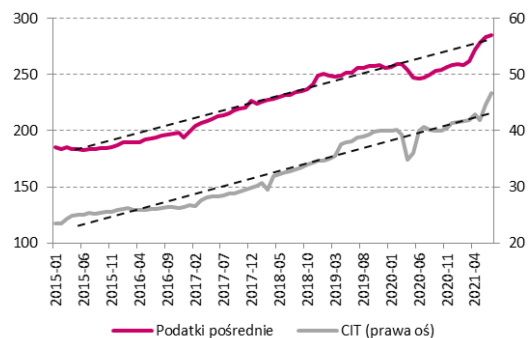
Źródło: Macrobond

Polityka fiskalna – Polityka fiskalna, pomimo spadku deficytu budżetu państwa, pozostaje akomodacyjna

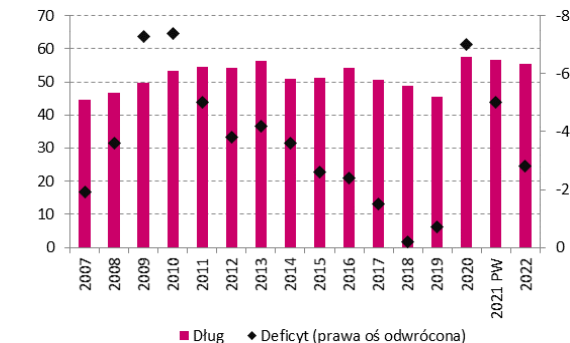
Deficyt budżetu państwa – plan vs wykonanie (mld PLN)



Dochody z podatków pośrednich i podatku CIT (mld PLN, suma krocząca za 12 miesięcy)



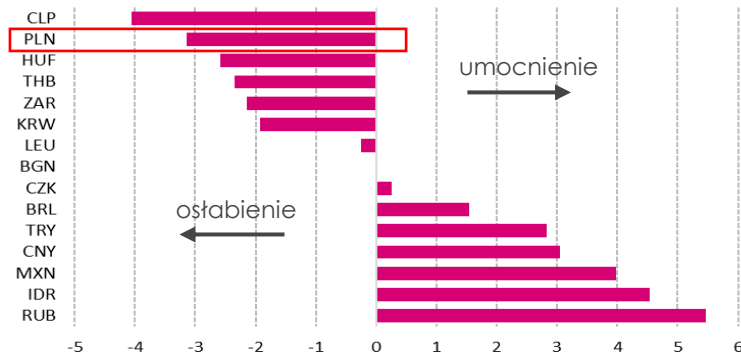
Wynik sektora general government w Polsce (% PKB)



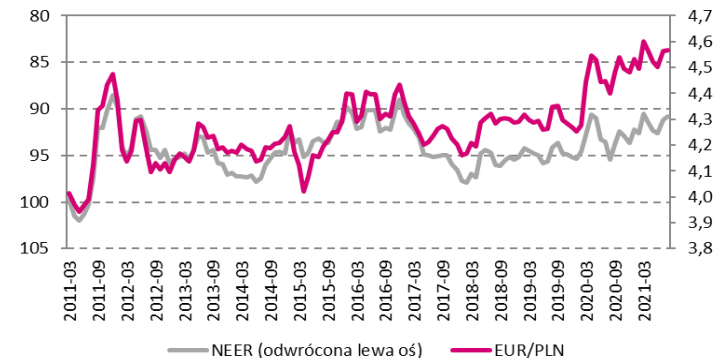
- Silniejsze odbicie popytu krajowego oraz wyraźnie wyższa od oczekiwań inflacja (podatek inflacyjny) sprzyjają poprawie sytuacji państwa zamkną się nadwyżką 43,4 mld PLN wobec zapisanego w ustawie deficytu wartości 82,3 mld PLN. Obecne uwarunkowania makroekonomiczne sprzyjają realizacji wpływow podatkowych, szczególnie z podatku CIT i podatków pośrednich, których realizacja powróciła do przedpandemicznego trendu. Planowane wykonanie budżetu na ten rok zakłada deficyt ok. 13 mld PLN i byłby to poziom zbliżony do wartości sprzed kryzysu, choć należy pamiętać, że dominująca część pakietów pomocowych obciążyla inne podmioty sektora finansów publicznych, w rezultacie czego deficyt sektora general government wciąż wyraźnie przewyższa poziom sprzed pandemii. Dobra kondycja budżetu skłoniła rząd do nowelizacji ustawy budżetowej, w której podwyższono zarówno plan dochodów (+78,5 mld PLN względem pierwotnej wersji), jak i wydatków (+36,6 mld PLN). W rezultacie deficyt w projekcie nowelizacji wynosi 40,39 mld PLN, choć wcześniej MinFin komunikował wykonanie deficytu w 2021r. na poziomie 13 mld PLN. Zamiar nowelizacji budżetu postrzegamy jako zwiększanie stymulacji fiskalnej w momencie, kiedy gospodarka działa na wysokich obrotach. Dodatkowe stymulowanie popytu, w warunkach silnych ograniczeń podaży może doprowadzić do nasilenia presji inflacyjnej, szczególnie, że wciąż silnie ekspansywny charakter ma polityka pieniężna. Według projektu budżetu na 2022 rok deficyt wzrośnie do 30,9 mld PLN, co oznacza utrzymanie akomodacyjnej polityki fiskalnej, a biorąc pod uwagę realizację programu Polski Ład oraz perspektywę wyborów parlamentarnych w 2023 trudno oczekiwać będzie zacieśnienia polityki fiskalnej w najbliższych latach. Obecny układ policy-mix oceniamy jako suboptymalny, który w warunkach kontynuacji wzrostu gospodarczego może prowadzić do narastania nierównowag w gospodarce.
- Sytuacja w obszarze finansów publicznych pozostawać będzie umiarkowanie korzystna, biorąc pod uwagę poziom deficytu budżetowego. Warto jednak zwrócić uwagę, iż obecna poprawa kondycji fiskalnej to w dużej mierze efekt bardo dobrej koniunktury oraz wysokiej inflacji. W średniookresowej perspektywie obciążeniem finansów publicznych zostanie podwyższony dług publiczny, który w najbliższych dwóch latach będzie utrzymywał się na poziomie zbliżonym do 60% PKB, co może stanowić wyzwanie w warunkach ewentualnego pogorszenia koniunktury gospodarczej.

Rynki finansowe PLN – złoty pozostaje najgorzej radzącą sobie walutą regionu Europy Środkowo-Wschodniej od początku pandemii

Zmiana wyceny walut do euro (%) od 01.06.2021 do 24.09.2021



Kurs EUR/PLN i Nominalny Efektywny Kurs Walutowy

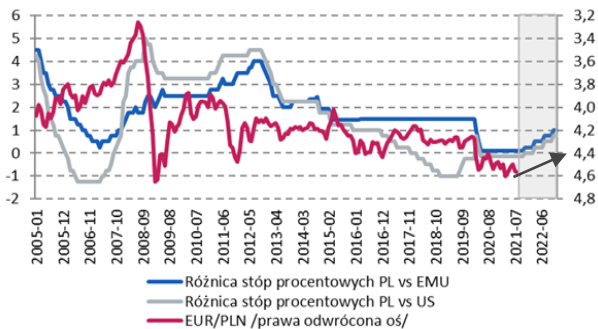


- Pomimo postępującego ożywienia i odrobienia strat gospodarczych wywołanych przez pandemię złoty w relacji do euro kolejny kwartał z rzędu pozostawał najgorzej radzącą sobie walutą regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Tak jak w pierwszym półroczu tak i obecnie źródłem słabszej postawy złotego na tle węgierskiego forinta, czy czeskiej korony upatrujemy przede wszystkim w czynnikach lokalnych. Zrealizowały się - podkreślane w poprzednim raporcie - między innymi ryzyka towarzyszące uparcie łagodnej narracji Rady Polityki Pieniężnej w kwestii normalizacji polityki monetarnej, czym wyraźnie różnicowaliśmy się na tle pozostałych banków centralnych tej części Starego Kontynentu. Także ryzyko polityczne towarzyszące perturbacjom związanym z poparciem dla Krajowego Planu Odbudowy ciążyło na wycenie polskiej waluty. Ze sporu na płaszczyźnie krajowej konflikt przeniosł się na arenę europejską wstrzymując akceptację dla unijnych funduszy z programu NextGeneration. W rezultacie, kurs EUR/PLN zwyżkował we wrześniu do poziomu 4,63 pozostając zaledwie ok. 1% poniżej pandemicznego maksimum. Jednocześnie warto podkreślić, iż mimo wyraźnego osłabienia złotego nominalny efektywny kurs polskiej waluty (NEER) pozostaje jedynie nieco powyżej względem poziomów sprzed okresu pandemii. Oznacza to, iż złoty osłabił się mniej względem koszyka walut aniżeli wobec samego euro.
- Perspektywy polskiej waluty w średnim terminie oceniamy wciąż pozytywnie. Czynniki fundamentalne rozumiane jako tempo wzrostu gospodarczego, rachunek obrotów bieżących itp. powinny sprzyjać umocnieniu złotego w 2022 roku. Notowania indeksu Citi Early Warning tworzonych w oparciu o kilkanaście wskaźników makroekonomicznych są w przypadku Polski najniższe (a więc najbardziej optymistyczne) od ponad dekady potwierdzając przestrzeń do umocnienia krajowej waluty. Jak dotąd skuteczną przeciwwagą dla umocnienia złotego pozostają rekordowo niskie stopy procentowe w ujęciu realnym (jedne z najniższych na świecie), które obniżają atrakcyjność złotego wśród inwestorów zagranicznych (strategia *carry trade*). Zakładamy jednak, iż złoty będzie aprecjonował się w 2022 roku, a kurs EUR/PLN spadnie na koniec wskazywanego okresu do poziomu 4,35.

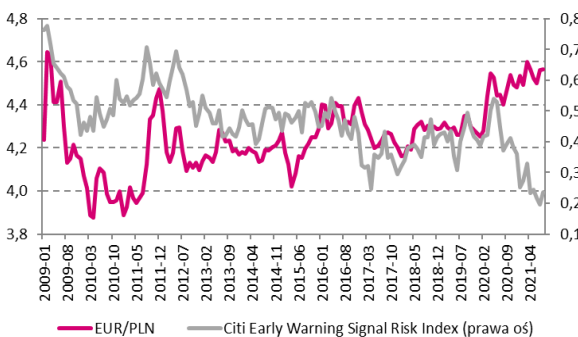
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Rynki finansowe PLN - Kluczem do uwolnienia potencjału aprecjacyjnego polskiej waluty jest otwarcie drogi do normalizacji polityki pieniężnej w Polsce

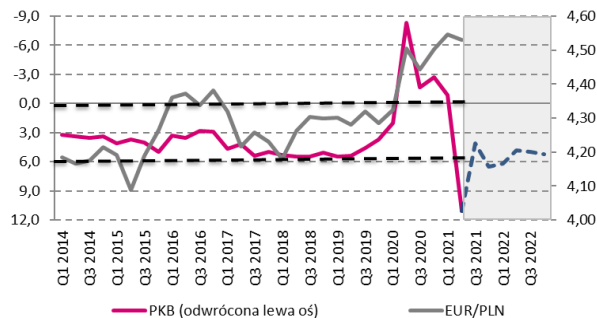
Różnica stóp procentowych w wybranych krajach a kurs EUR/PLN



Kurs EUR/PLN i notowania indeksu Citi Early Warning



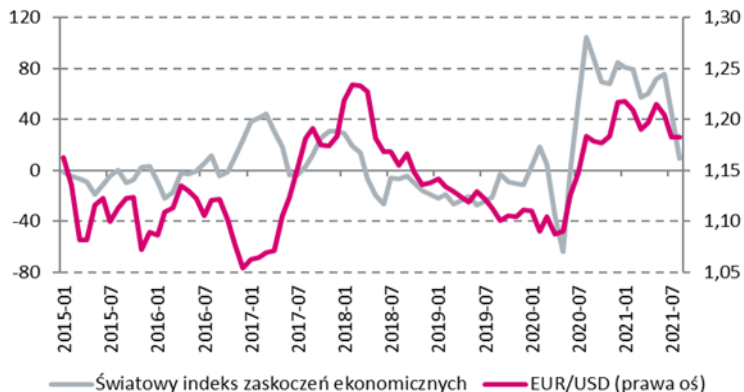
Kurs EUR/PLN i tempo wzrostu PKB w Polsce



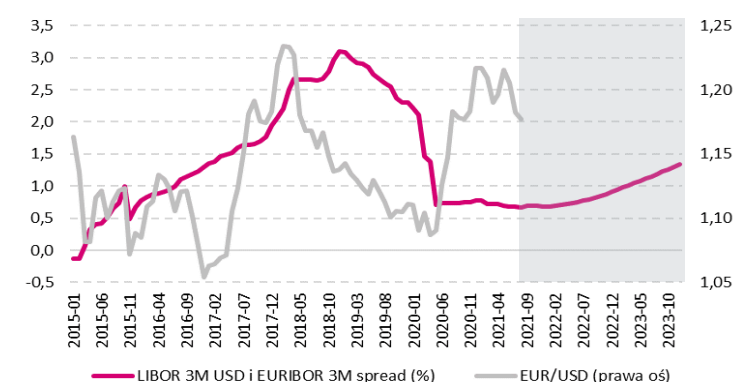
- Obarczone podwyższonym ryzykiem jest natomiast wskazanie momentu startu umocnienia złotego. Utożsamiamy go bowiem z początkiem normalizacji polityki pieniężnej w Polsce a ten zważywszy na dość duży opór Rady Polityki Pieniężnej przed podwyżkami stóp procentowych jest problematyczny do określenia. O ile zatem widzimy przestrzeń do umocnienia polskiej waluty to trajektoria obniżania się pary EUR/PLN do oczekiwanego przez nas poziomu 4,30 na koniec 2022 roku może zależeć od tego, czy RPP zdecyduje się na podwyżkę kosztu pieniądza jeszcze w tym roku, czy dopiero w przyszłym. O ile uważamy, iż obecnie rynek poprawnie wycenia zakres podwyżek stóp procentowych do 2022 roku, to w miarę uruchomienia cyklu normalizacji oczekiwania inwestorów będą przybierać na sile tworząc presję na umocnienie złotego.
- Umocnienie złotego w przyszłym roku – poza wsparciem wynikającym z krajowych solidnych perspektyw gospodarczych – wspierać powinna także poprawa sentymentu inwestycyjnego na świecie jako reakcja na zakończenie kolejnej fali pandemii. Historycznie złoty był zaś jednym z głównych beneficjentów wzrostu apetytu na ryzyko wśród walut *emerging markets*. W przypadku pozostałych par złotych również liczymy na umocnienie polskiej waluty. Szczególnie widoczne może być ono w zestawieniu z frankiem szwajcarskim tj. z walutą, która w ślad za poprawą nastrojów powinna doświadczyć zmniejszonego zainteresowania inwestorów. W przypadku kursu USD/PLN natomiast niższa notowań może być zaburzana przez ewentualne modyfikacje terminów normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych (kwestie wygaszania programu skupu aktywów oraz podwyżek stóp procentowych).
- Ryzyka dla naszych oczekiwań ponownie dotyczą przede wszystkim czynników krajowych, choć naszym zdaniem kwestie akceptacji KPO, terminu pierwszej podwyżki stóp procentowych w Polsce, czy przebiegu kolejnej fali pandemii COVID-19 powinny być w dużej mierze wyjaśnione pozytywnie dla złotego już w czwartym kwartale br. Globalnie zaś przyszły rok może być wstępem do normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, co w przypadku zbyt agresywnego jej tempa (scenariusz alternatywny) może być argumentem za niewielką przeceną złotego. Tym bardziej, iż źródłem okresowej zmienności mogą być zawirowania wokół miedzy innymi nadmiernie zadłużonego chińskiego dewelopera Evergrande i konsekwencje możliwej upadłości przedsiębiorstwa.

Rynki finansowe EUR/USD – Potencjał do wzrostu eurodolara pozostaje, choć będzie on ograniczany jastrzębią narracją Fed

Światowy indeks zaskoczeń ekonomicznych (pkt) oraz kurs EUR/USD



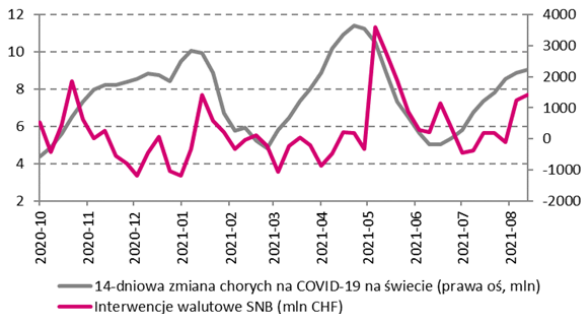
Różnica 3-miesięcznych stawek rynku pieniężnego w USA i strefie euro (%) oraz kurs EUR/USD



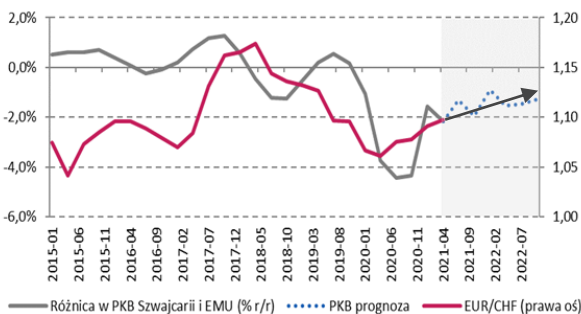
- Po pierwszej połowie 2021 roku, która zakończyła się dynamicznąwyżką eurodolara, trzeci kwartał br. przyniósł uspokojenie kursu EUR/USD i przejście notowań w trend boczny (fluktuacja wokół poziomu 1,19). Pozytywne niespodzianki w danych makroekonomicznych były źródłem poprawy nastrojów a tym samym głównym argumentem za wzrostem eurodolara stopniowo wyczerpywały się. Apetytu na ryzyko nie poprawiał także – jak poprzednich miesiącach – brak kolejnych pakietów fiskalnych w USA. Co więcej rynek zdyskontował najbardziej prawdopodobne scenariusze polityki pieniężnej w USA (rozpoczęcie taperingu w listopadzie i – jak sugeruje wykres dot-plot Fed – pierwszą podwyżkę stóp procentowych na przełomie 2022/2023), strefie euro i rozwoju kolejnych fal pandemii, co dodatkowo ograniczało zmienność EUR/USD.
- Mimo, iż nadal wiele w życiu gospodarczym zależy od pandemii, to zakładamy, iż jesienna fala zachorowań nie będzie prowadziła do znanych z poprzednich miesięcy dotkliwych restrykcji – w szczególności w Unii Europejskiej (lepiej „wyszczepionej” przeciwko COVID-19 w porównaniu do USA). Światowa koniunktura powinna pozostać dobra, choć już bez tak spektakularnego tempa poprawy jakie miało miejsce przed rokiem. Niezmiennie uważamy, iż najistotniejszym argumentem za wyżką eurodolara w średnim terminie pozostanie wzrost apetytu na ryzyko, który historycznie oznaczał mocniejsze euro względem dolara.
- Większych emocji nie powinny wzbudzać perspektywy polityki monetarnej Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Droga do podwyżek stóp procentowych w USA i EMU jest bowiem dość odległa i jak podkreślaliśmy wcześniej rynkowo zdyskontowana (także w przypadku taperingu w Stanach Zjednoczonych). Jakiegokolwiek modyfikacje rynkowych scenariuszy w tym względzie nie powinny być agresywne, stąd nie będą prowadziły do znaczących odchyłek w notowaniach. Podtrzymujemy zatem nasze oczekiwania łagodnego wzrostu kursu EUR/USD w 2021 roku w okolicie poziomu 1,20 z relatywnie niewielką zmiennością na przestrzeni najbliższych miesięcy.

Rynki finansowe EUR/CHF – Większa odporność na wpływ COVID-19 oraz solidne fundamenty argumentami za dalszą, choć ograniczoną przeceną franka szwajcarskiego. Ryzykiem dane bilansu płatniczego.

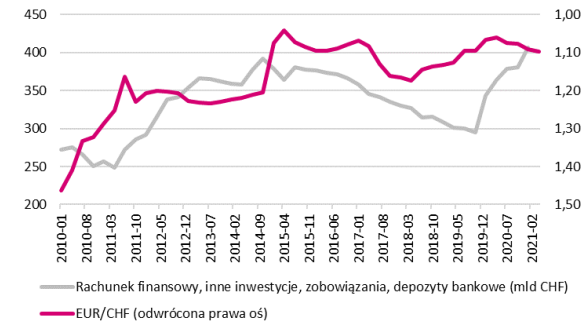
Liczba chorych na COVID-19 na świecie i interwencje walutowe SNB



Różnica tempa wzrostu PKB w Szwajcarii i strefie euro oraz kurs EUR/CHF



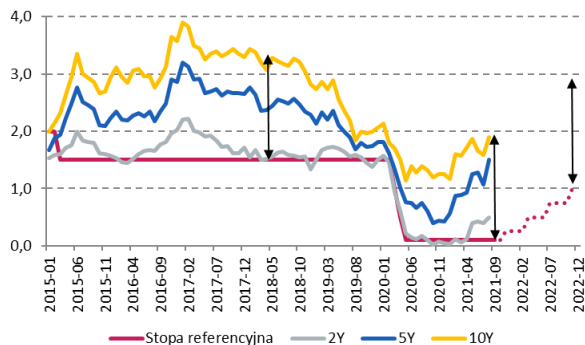
Bilans płatniczy Szwajcarii (rachunek finansowy) oraz kurs EUR/CHF



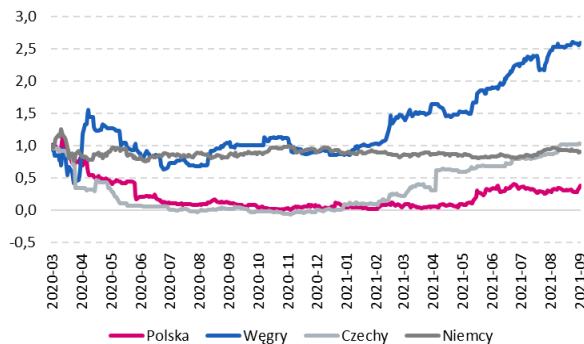
- Frank szwajcarski jako aktywo z tzw. bezpiecznej przystani pozostaje wrażliwy na wahania sentymentu inwestycyjnego. Z tego powodu negatywny przebieg dotychczasowych fal pandemii miał istotny wpływ na umocnienie franka oraz aktywność banku centralnego Szwajcarii próbującego przeciwdziałać aprecjacji rodzimej waluty. Obecnie dzięki poprawiającym się statystykom dotyczącym poziomu wyszczepienia społeczeństw przeciwko COVID-19 uważamy, iż jesienna fala zwiększonych zachorowań nie musi oznaczać silnej presji na spadek EUR/CHF. Z kolei fakt, iż globalna gospodarka znajduje się w zdecydowanie innym momencie cyklu aniżeli przed rokiem sprawia, że nie liczymy na powrót pary EUR/CHF w okolice poziomu 1,05.
- Nie oznacza to jednak, iż przed kursem EUR/CHF wyłącznie seria wzrostów notowań. Mimo, iż nadal za najbardziej prawdopodobny scenariusz dla franka szwajcarskiego w drugiej połowie roku uznajemy jego przecenę w relacji do euro, to jednocześnie uważamy, iż odbywać się ona będzie stopniowo. Dostrzegamy bowiem argumenty tworzące presję na umocnienie franka. Dane dotyczące bilansu płatniczego wskazują na duży napływ kapitału na szwajcarskie rachunki bankowe, czy inwestycje portfelowe w akcje (prawdopodobnie tamtejszych spółek farmaceutycznych), co może ograniczać przecenę franka wynikającą ze stopniowej poprawy sentymentu, czy solidnych fundamentów szwajcarskiej gospodarki. W tym aspekcie wyróżnić należy przede wszystkim oczekiwane przyspieszenie inflacji CPI (ściśle i dodatnio skorelowanej z notowaniami EUR/CHF) oraz różnicę w tempie wzrostu PKB pomiędzy strefą euro a Szwajcarią.
- Podsumowując uważamy, iż przed kursem EUR/CHF okres powolnego, acz systematycznego wzrostu motywowanego przede wszystkim poprawą apetytu na ryzyko, który ograniczy presję na umocnienie franka szwajcarskiego. Podobnie jak wciąż możliwe interwencje walutowe banku centralnego Szwajcarii, które jak wynika z ostatniego wrześniowego posiedzenia SNB wciąż pozostają w arsenale narzędzi.

Rynki finansowe obligacje krajowe - Nie ma odwrotu od wyższych poziomów rentowności obligacji skarbowych

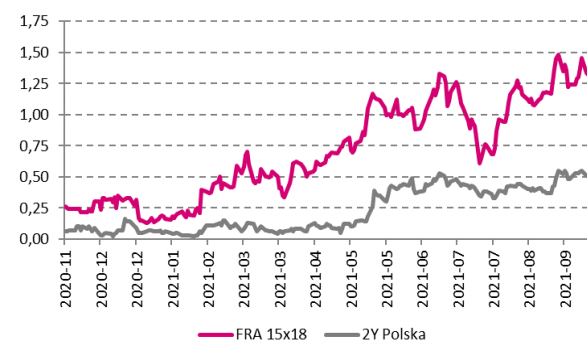
Stopa referencyjna NBP oraz wybrane dochodowości polskich obligacji (%)



Rentowność 10-letnich obligacji wybranych państw (01.03.2020 = 1)



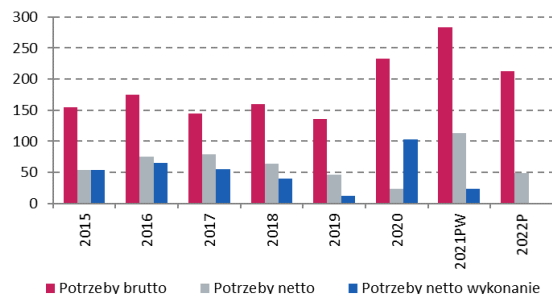
Notowania krajowych kontraktów FRA oraz dochodowość 2-letniej obligacji skarbowej (%)



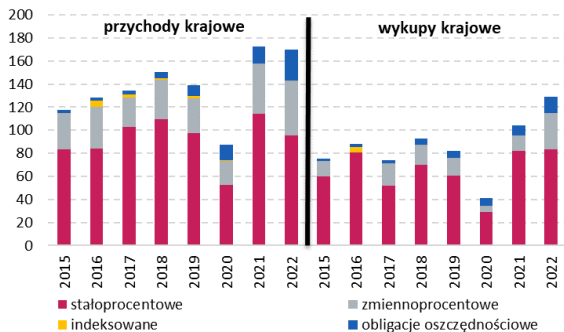
- Ostatnie miesiące przyniosły dość solidną presję na wzrost dochodowości krajowego długu wzdłuż całej krzywej. Argumentami za przeceną skarbowych papierów wartościowych pozostają lepsze nastroje rynkowe związane z postępującym ożywieniem gospodarczym na świecie, które – w obliczu silnie przyspieszającej inflacji – niejednokrotnie skutkują przybliżeniem perspektywy normalizacji polityki pieniężnej w niektórych krajach. W Polsce rynek także nasilił oczekiwania dotyczące podwyżek stóp procentowych, choć jak dotąd Rada Polityki Pieniężnej - w przeciwieństwie do pozostałych banków centralnych regionu - wzbrania się przed ich szybkim rozpoczęciem. Warto zwrócić uwagę na pełną odbudowę spreadu pomiędzy stopą referencyjną a dochodowością 10-latki do średnich poziomów z lat przed pandemią. W naszej ocenie oznacza to, iż w warunkach opóźniania podwyżek stóp procentowych rentowności krajowego długu trudno będzie osiągnąć istotnie wyższe poziomy niż obecnie. Znaczącemu odтворzeniu uległ ponadto spread pomiędzy polską a niemiecką 10-latką, który poziomem ok. 240 bps osiągnął maksimum z początku 2020 roku.
- Podtrzymujemy nasz pogląd z poprzedniego raportu, iż nie ma obecnie odwrotu (w scenariuszu bazowym) od wyższych poziomów rentowności obligacji skarbowych z uwagi na zbliżającą się normalizację polityki pieniężnej także w Polsce. Co prawda rynkowe oczekiwania zdają je się poprawnie wyceniać, aczkolwiek ryzyko opóźnienia w podwyżkach stóp procentowych rodzi możliwość ich kumulacji w 2022 roku. Co więcej normalizacja polityki pieniężnej w Polsce będzie obejmowała także wygaszenie – wspierającego utrzymywanie rentowności na względnie niskich poziomach - programu skupu obligacji przez Narodowy Bank Polski. Tym bardziej, iż w naturalnym sposobie program ten powinien wygasać z uwagi na niewielkie, w stosunku do ubiegłorocznych, emisje długu przez Bank Gospodarstwa Krajowego, czy Polski Fundusz Rozwoju. Wielkość emisji obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 w 2021 roku ma wynieść maksymalnie 39,7 mld PLN. Jak dotąd bank wyemitował zaś dług o wartości ponad 33 mld PLN.

Rynki finansowe obligacje krajowe – Przeciwwagą w trendzie wzrostu dochodowości skarbowych papierów wartościowych – choć do pewnego stopnia - będzie korzystna sytuacja budżetowa

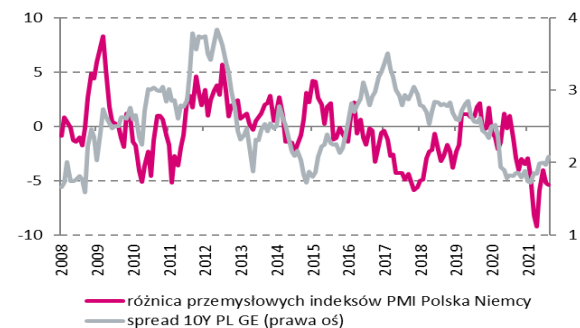
Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa (mld PLN)



Krajowe emisje i wykupy SPW w podziale na typ obligacji (mld PLN)



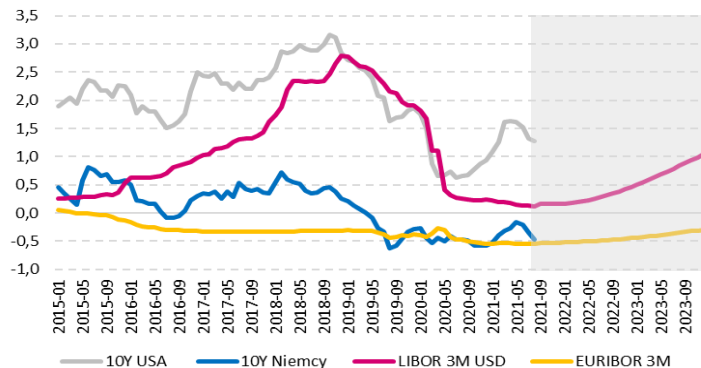
Spread dochodowości 10-latkki Polski i Niemiec (%) oraz różnica indeksów PMI (pkt)



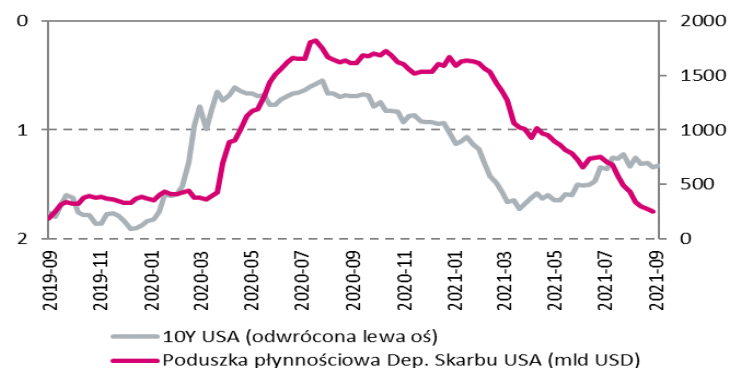
- Presja na wzrost rentowności obligacji nie powinna być jednak silna – zwłaszcza na długim końcu krzywej. Przeciwwagą – choć jedynie do pewnego stopnia – w trendzie wzrostu dochodowości skarbowych papierów wartościowych będzie korzystna sytuacja budżetowa. Ministerstwo Finansów dość wcześnie, bo już pod koniec trzeciego kwartału rozpoczęło prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Potrzeby pożyczkowe netto (w wersji planowanej) należy uznać zaś za relatywnie niskie z tendencją do dalszego ograniczenia. Wszystko dzięki dużej i powiększającej się poduszce płynnościowej resortu finansów, która – obok rosnącej roli obligacji detalicznych – daje komfort w zarządzaniu emisjami. Outright'owe przetargi prawdopodobnie powrócą w 2022 roku ze szczególnym naciskiem na pierwszy kwartał, gdy – jak szacujemy – uda się sfinansować co najmniej połowę potrzeb pożyczkowych przypadających na roku przyszły (głównie jak w poprzednich latach w oparciu o obligacje stałoprocentowe).
- Problemem rynku pozostanie natomiast niska płynność, która może uwidocznić się w szczególności w okresach podwyższonej zmienności rynków bazowych (*risk aversion*). Utożsamiamy je z przewagą krajowych banków komercyjnych (w drugim kwartale tego roku ich udział był najwyższy w historii i wyniósł ok. 57%) oraz stopniowo zmniejszającym się udziałem inwestorów zagranicznych w portfelu skarbowych papierów wartościowych (niecałe 16%).
- Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu 10-latkki na koniec roku do 2,15%. Nasze oczekiwania na rok przyszły zakładają dalszą, choć ograniczoną zwyżkę długiego końca krzywej tj. w okolicach poziomu 2,5%. Zdecydowanie silniejszych ruchów spodziewamy się po preferowanej przez sektor bankowy 2-latkce, która jako bardziej wrażliwa na zmiany w poziomie stóp procentowych w 2022 roku będzie pod dość solidną presją na wzrost dochodowości. Konsekwencją będzie trend wyplaszczania się krajowej krzywej skarbowych papierów wartościowych. W kwestii spreadu do Bunda oczekujemy zaś jego dalszego, acz stopniowego powiększania.

Rynki finansowe obligacje bazowe – Presja na wzrost rentowności obligacji bazowych silniejsza w przypadku Treasuries aniżeli 10-latki niemieckiej

Stawki rynku pieniężnego oraz dochodowość 10-latki USA i Niemiec (%)



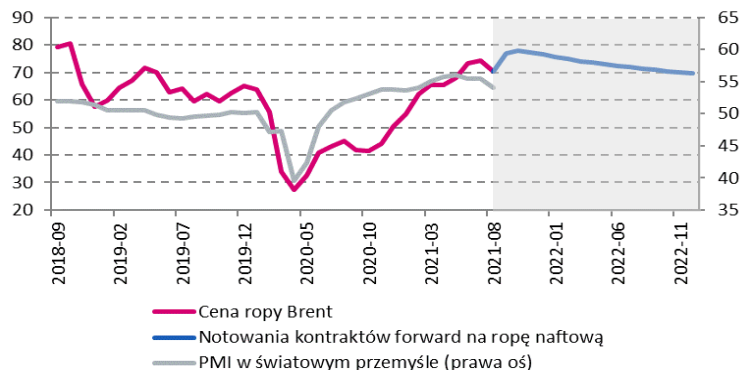
Dochodowość 10-latki amerykańskiej (%) oraz poduszka płynnościowa amerykańskiego Departamentu Skarbu



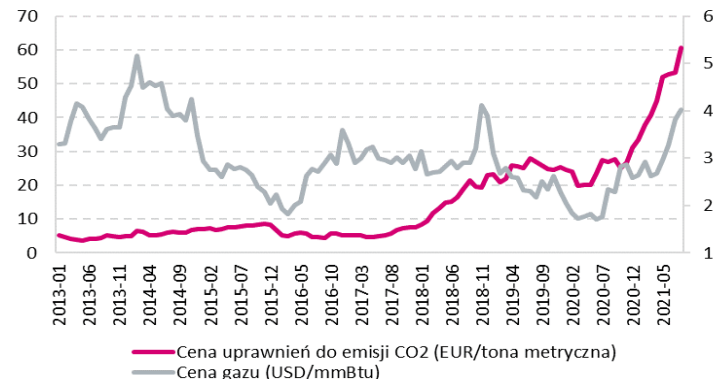
- Bazowe rynki długu cechowały się nieco większą zmiennością notowań w ostatnich miesiącach. Zarówno Bund jak i amerykańska 10-latka częściowo zanegowały wcześniejsze wzrosty dochodowości zainicjowane poprawą sentymentu inwestycyjnego wynikającą z dostępności szczepień przeciwko COVID-19, czy pozytywnych niespodzianek w globalnych danych makro. Rentowności wspomnianych papierów jednak zamiast - zgodnie z trendem i wakacyjnym wzrostem apetytu na ryzyko - dotrzeć odpowiednio do barier 0% i 2% powróciły na niższe poziomy jako konsekwencja nie zmaterializowania się trendów reflacyjnych (braku podwyżek stóp procentowych z uwagi na rosnącą inflację i silne odbicie gospodarki) w rozwiniętych gospodarkach.
- Nasze oczekiwania co do kierunku zmian rentowności obligacji bazowych zakładają ich stopniowy wzrost. Nadrzędnym argumentem – w przypadku amerykańskich Treasuries - pozostaje skracająca się perspektywa początku normalizacji polityki pieniężnej. Listopad tego roku ma być miesiącem ogłoszenia ograniczania zakupów aktywów (w tym obligacji). Istotnie wzrosły także szanse na podwyżkę stóp procentowych w 2022 roku. Czynnikiem mogącymi skutkować wzrostem dochodowości Treasuries będą ponadto podwyższone na tle historycznym podaże Treasuries. Tym bardziej, iż poduszka płynnościowa amerykańskiego Departamentu Skarbu uległa znaczącemu zmniejszeniu w tym roku. W rezultacie większy potencjał do wzrostu dochodowości widzimy po stronie amerykańskich aniżeli niemieckich obligacji.
- Dochodowość Bunda również powinna rosnąć w najbliższych miesiącach, choć bardziej łagodnie aniżeli 10-latki USA. W przypadku długu niemieckiego argumentem za spadkiem cen obligacji będzie stopniowa poprawa sentymentu inwestycyjnego, która powinna skutkować ograniczeniem pozycji inwestorów w tzw. bezpieczne aktywa i ukierunkowaniem kapitału w stronę wyższych stóp zwrotu (*yield searching*). Perspektywa istotnych modyfikacji polityki pieniężnej w strefie euro jest natomiast odległa. Wynik wrześniowych wyborów parlamentarnych w Niemczech nie wpłynął na wycenę Bunda. Proces formowania rządzącej koalicji jest bowiem czasochłonny, stąd ewentualna reakcja na to wydarzenie będzie opóźniona i uzależniona od przyjętego programu gospodarczego.

Rynek surowców – Presja na wzrost cen energii w kolejnych miesiącach utrzyma się, choć prawdopodobnie nie w przypadku ropy naftowej

Notowania ropy Brent (USD/baryłka) i indeksu PMI w niemieckim przemyśle (pkt)



Notowania praw do emisji CO2 i gazu naturalnego



- Ostatnie miesiące przyniosły dalszy wzrost cen surowców, co nie dziwi zważywszy na przyspieszone tempo odbudowy światowej koniunktury po okresie bolesnych gospodarczo restrykcji towarzyszących pandemii COVID-19. Szczególnie wyraźne – co miało swoje odbicie w danych o inflacji - były wzrosty surowców energetycznych. O ile wzrost cen ropy naftowej nie był tak spektakularny jak w pierwszej połowie 2021 roku – częściowo dzięki decyzji OPEC+ by wydobyć ropy naftowej rosto o 400 tys. baryłek miesięcznie – to ceny gazu naturalnego oraz uprawnień do emisji CO2 wyraźnie przyspieszyły (w przypadku ostatniego aktywa ustanawiając historyczne maksimum cenowe powyżej 63 EUR za tonę metryczną wobec 20 EUR tuż przed pandemią). Poza czynnikami stricte fundamentalnymi jak ponadprzeciętna aktywność sektora wytwórczego na świecie wzrosty cen surowców napędzała dodatkowo globalna nadpłynność pieniądza oraz niekorzystne warunki atmosferyczne.
- O ile nasze oczekiwania zakładają ustabilizowanie cen ropy naftowej w kolejnych miesiącach – za sprawą stopniowego wyhamowywanie aktywności w światowym przemyśle (ograniczenie popytu na ropę naftową) oraz jednoczesnego zwiększania podaży przez największych wydobywców – o tyle nie spodziewamy się większych korekt w przypadku cen praw do emisji dwutlenku węgla. W dłuższym zaś terminie możliwe są wręcz kolejne wzrosty cen uprawnień CO2 jako konsekwencja przyjętej w 2018 roku przez Unię Europejską reformy systemu handlu emisjami, a także oczekiwania co do mniejszej podaży uprawnień po 2030 roku. Sytuację dodatkowo komplikują rosnące ceny gazu naturalnego, które sprawiają, że – wbrew zaleceniom dekarbonizacyjnym – elektrownie w większym stopniu zaczęły korzystać z tańszego niż gaz węgla, który jednak emituje dwa razy więcej CO2 do atmosfery.
- Podsumowując, uważamy za najbardziej prawdopodobny scenariusz to przejście notowań ropy naftowej Brent w trend boczny w okolicy poziomu 70 USD za baryłkę i dalszą, choć już stopniową presję na wzrost cen praw do emisji CO2, a tym samym także i cen energii elektrycznej.

Dane i prognozy

		2019	2020	2021	2022	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
PKB	% r/r	4,7	-2,7	5,3	5,3	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	11,1	4,2	6,2	6,0	4,9	5,1	5,2
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-3,7	6,8	6,0	0,9	-9,5	-3,2	-2,9	1,0	12,8	5,6	7,8	6,4	5,5	5,6	5,6
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	4,0	-3,0	5,7	5,7	1,2	-10,8	0,4	-3,2	0,2	13,3	4,0	5,8	7,0	5,6	4,9	4,9
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	6,1	-9,6	6,4	8,4	1,7	-9,8	-8,2	-15,4	1,3	5,0	7,0	10,0	1,0	11,0	9,0	10,0
Wkład eksportu netto	pkt proc.	1,3	0,8	-1,5	-0,8	1,1	0,8	1,4	0,1	-1,9	-0,7	-1,4	-1,6	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4
Inflacja CPI *	% r/r	2,3	3,4	4,6	4,4	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	5,4	5,8	5,6	4,7	3,9	3,6
Inflacja bazowa *	% r/r	2,0	3,9	3,8	3,6	3,4	3,8	4,2	4,1	3,8	3,8	3,8	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5
Ropa naftowa Brent *	USD	64,6	43,3	70,6	74,5	51,2	33,6	43,3	45,3	61,1	68,9	72,9	79,4	77,1	75,2	73,5	72,0
Stopy bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,2	6,2	6,0	5,6	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	5,9	5,8	6,0	6,1	5,6	5,5	5,6
Place w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	5,0	8,3	7,2	7,7	3,8	4,8	5,0	6,6	9,6	8,5	8,3	7,2	7,1	7,2	7,4
Saldo C/A	% PKB	0,5	3,5	0,7	-0,2	1,1	2,2	2,9	3,5	3,1	2,3	1,3	0,7	0,3	0,1	0,0	-0,2
Saldo sektora general government	% PKB	-0,7	-7,0	-5,0	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stopy referencyjna	% k.o.	1,50	0,10	0,25	1,00	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25	0,50	0,75	0,75	1,00
Stopy depozytowa	% k.o.	0,50	0,00	0,10	0,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,30	0,50	0,50	0,70
WIBOR 1M	% k.o.	1,63	0,20	0,35	1,05	1,14	0,23	0,20	0,20	0,18	0,18	0,18	0,35	0,58	0,80	0,80	1,05
WIBOR 3M	% k.o.	1,71	0,21	0,43	1,20	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,24	0,43	0,68	0,95	0,95	1,20
WIBOR 6M	% k.o.	1,79	0,25	0,45	1,25	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,31	0,45	0,75	1,00	1,05	1,25
Obligacja 2-letnia	% k.o.	1,50	0,02	0,55	1,15	0,94	0,14	0,10	0,05	0,06	0,43	0,48	0,55	0,70	0,95	1,00	1,15
Obligacja 10-letnia	% k.o.	2,07	1,30	2,20	2,50	1,70	1,39	1,32	1,25	1,57	1,65	2,02	2,20	2,30	2,40	2,45	2,50
EUR/PLN	k.o	4,26	4,56	4,52	4,30	4,56	4,44	4,53	4,56	4,64	4,52	4,58	4,52	4,45	4,40	4,35	4,30
USD/PLN	k.o	3,80	3,73	3,80	3,60	4,16	3,96	3,86	3,73	3,95	3,81	3,93	3,80	3,75	3,70	3,65	3,60
EUR/USD	k.o.	1,12	1,22	1,19	1,19	1,10	1,12	1,17	1,22	1,17	1,19	1,17	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19
EURIBOR 3M	% k.o.	-0,41	-0,53	-0,54	-0,45	-0,36	-0,42	-0,50	-0,55	-0,54	-0,54	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	-0,47	-0,45
LIBOR 3M USD	% k.o.	1,91	0,25	0,20	0,45	1,45	0,30	0,23	0,24	0,19	0,15	0,13	0,20	0,25	0,30	0,35	0,45

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

ul. Stanisława Żaryna 2A

02-593 Warszawa

+48 22 598 40 40

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sułowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sulowicz@bankmillennium.pl

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dotożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.