

Makro i Rynek

Letni powiew optymizmu

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Czerwiec 2021



Spis treści

<u>Wstęp</u>	3
<u>Pandemia COVID-19</u>	4
<u>Gospodarka globalna</u>	5-8
<u>PKB w Polsce</u>	9-10
<u>Konsumpcja</u>	11
<u>Inwestycje</u>	12-13
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	14
<u>Rynek pracy</u>	15-16
<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

Drugi kwartał był bardzo dynamicznym okresem w polskiej gospodarce i na rynkach finansowych. Przełom marca i kwietnia to fala pesymizmu wywołanego silnym przyrostem zachorowań na COVID-19 i okres rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego przez niektóre ośrodki analityczne. Bardzo szybko, bo już na przełomie maja i czerwca przerodziła się ona w falę optymizmu i rewizję oczekiwań w górę. Dostrzegając rosnącą odporność gospodarki na pandemię nie ulegliśmy pesymizmowi na wiosnę i nie rewidowaliśmy prognoz w dół. Skala adaptacji gospodarki była jednak znacznie silniejsza od naszych założeń i niezwykle optymistyczne wyniki gospodarki w okresie styczeń-maj zmuszają także nas do rewizji prognoz wzrostu PKB w najbliższych dwóch latach w górę. Realizuje się scenariusz, który jeszcze do niedawna wydawał się niezwykle mało prawdopodobny. Polska gospodarka odrobi pandemiczne straty zapewne już po 2Q br., a co ważniejsze ożywienie ma coraz szerszy zakres i nie koncentruje się tylko w konsumpcji prywatnej. Wiele sekcji przemysłu doświadcza wręcz boomu.

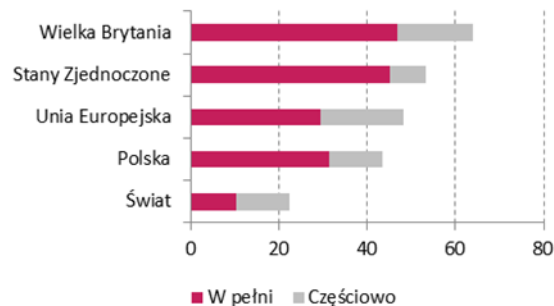
Ryzyka związane z pandemią stopniowo ustępują. Odsetek przedsiębiorstw dla których pandemia nie wywiera obecnie skutków lub stanowi tylko nieznaczne zagrożenia działalności sięga 80% w przemyśle, budownictwie i handlu hurtowym, zaś przed rokiem nie przekraczało 50%. Ożywienie w gospodarce ma szansę być trwałe, choć jego tempo wciąż obciążone jest niepewnością. Wracają bowiem problemy, które odczuwalne były przed wybuchem kryzysu, jak m.in. dostęp do pracowników wykwalifikowanych. Dodatkowo pojawiły się wyzwania, które w ostatnich latach były nieistotne. Zaburzenia w zaopatrzeniu w materiały i półprodukty są najsilniejsze od co najmniej 2000 r., co w warunkach dynamicznego ożywienia globalnej gospodarki przekłada się na wzrost cen. Podwyższona inflacja ma obecnie globalny charakter i wywołana jest w dużej mierze czynnikami statystycznymi (wysoka baza odniesienia z rok ubiegłego), podażowymi (rosnące ceny surowców) czy regulacyjnymi (np. rosnące ceny energii). Rośnie jednak ryzyko utrwalenia inflacji na podwyższonym poziomie, gdyż w warunkach silnego odbicia gospodarczego firmy mogą śmiało przetrzucać rosnące koszty na konsumenta. Efekt ten może nasilić ekspansywna polityka gospodarcza, w tym spodziewany wzrost konsumpcji wywołany realizacją programu Polski Ład.

Przybierające na sile ożywienie gospodarcze, a także przekraczająca cel banku centralnego inflacja to rosnący dylemat dla banków centralnych. W regionie Europy Środkowo-Wschodniej banki centralne Węgier i Czech już podniosły stopy procentowe. Wśród krajów rozwiniętych amerykański Fed zaostrzył nieznacznie retorykę i przybliżył perspektywę podwyżek stóp procentowych. W Polsce Rada Polityki Pieniężnej wciąż komunikuje chęć stabilizacji stóp procentowych na niemal zerowym poziomie, choć gospodarka już niemal odrobiła straty, a inflacja przekracza znacznie cel NBP. Ze względu na rozrost bilansów banków centralnych powrót do polityki pieniężnej sprzed kryzysu będzie procesem długotrwałym. Niemniej uzasadnione wydaje się przynajmniej zarysowanie perspektyw stopniowej normalizacji polityki monetarnej wraz z powrotem gospodarki do sytuacji sprzed kryzysu. Ujemna realna stopa procentowa na poziomie niemal minus 5% jest prawdopodobnie daleka od poziomu normalnego/naturalnego i powinna być utrzymana tylko w warunkach głębokiego kryzysu. Tym bardziej, że polityka fiskalna pozostaje ekspansywna. Im dłuższe stopy proc. będą utrzymywane na zerowym poziomie, tym ryzyko odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych większe, a przez to przyszłe podwyżki stóp procentowych gwałtowniejsze.

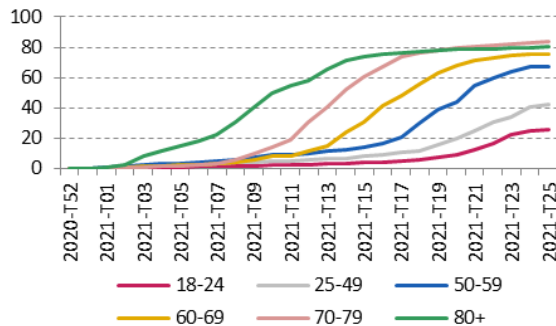
Polska gospodarka szybko odbudowała się po pandemii, co dobrze wróży krótkoterminowym perspektywom wzrostu. Polska ma też szansę skorzystać na procesie skracania łańcuchów dostaw i przenoszenia przez europejskie firmy źródeł zaopatrzenia z Azji Pd-Wsch., który nasilił się w wyniku pandemii. Ciekawym przykładem w tym zakresie jest koncern Bosch, a dane UNCTAD o inwestycjach greenfield w Polsce dają szansę na wyraźny napływ kapitału do Polski. Być może więc pandemia będzie formą twórczego zaburzenia (ang. creative disruption), które da impuls wzrostowy polskiej gospodarce. Oby polityka gospodarcza i zmiany instytucjonalne tej szansy nie zmarnowały.

Pandemia Covid-19 – w 2Q br. pandemia COVID-19 w Polsce straciła na sile i znacząco poluzowano obostrzenia. Przyspieszenie realizacji szczepień budzi nadzieje na ograniczenie ryzyka przeciążenia służby zdrowia.

Udział populacji zaszczepionej przeciw COVID-19 (%)



Polska: udział osób zaszczepionych co najmniej 1 dawką według grup wiekowych (%)



Dzienna liczba szczepień w Polsce (tys., 7-dniowa średnia ruchoma)

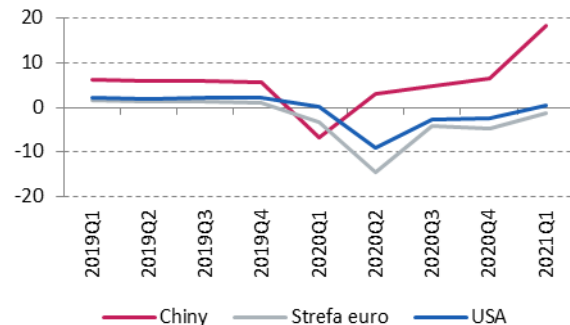


- 2Q br. przyniósł poprawę sytuacji epidemicznej na świecie, również w Polsce. Bardzo silnie obniżyła się liczba nowych zachorowań, osób hospitalizowanych oraz przypadków zgonu. Odnotowywane pod koniec 2Q br. statystyki pozytywnych wyników testów w Polsce są niższe niż w analogicznym okresie ub. roku. W kwietniu, gdy sytuacja epidemiczna pozostawała trudna obowiązywały surowe obostrzenia dla działalności gospodarczej obejmujące oprócz zamrożonych od jesieni 2020 r. części działalności usługowej także galerie handlowe i markety budowlane. Wraz z poprawą sytuacji epidemicznej stopniowo znoszono obostrzenia.
- W 2Q br. znacząco przyspieszyła realizacja szczepień w Unii Europejskiej, w tym w Polsce. Do końca 2Q br. ok. 32% dorosłej populacji Polski zostało w pełni zaszczepionych przeciw COVID-19. Kolejne 12% zostało częściowo zaszczepione. Zaawansowanie programu szczepień w Polsce nie odbiega istotnie od całości Unii Europejskiej. W ostatnich dniach tempo realizacji szczepień, co prawda nadal wysokie, nieco się obniżyło (wśród osób młodych gotowość do szczepień jest wskazywana jako mniejsza).
- W ostatnim okresie pandemia COVID-19 nasiliła się w niektórych obszarach Europy, co skutkowało ograniczeniem lub spowolnieniem znoszenia obostrzeń, m.in. w Wielkiej Brytanii, bardzo zaawansowanej w realizacji szczepień. Za wzrost zachorowań na świecie odpowiadają nowe mutacje koronawirusa. Badania naukowe wskazują jednak na wysoką skuteczność szczepionek firm Pfizer i Moderna w przeciwdziałaniu nowym wariantom wirusa. W obawie o rozprzestrzenienie się ich w Polsce rząd wprowadził pod koniec czerwca obowiązkową kwarantannę dla przyjeżdżających spoza strefy Schengen. W naszym podstawowym scenariuszu makroekonomicznym zakładamy, że wraz z nadejściem jesieni wzrośnie liczba zachorowań na koronawirusa, zwłaszcza wśród bardziej mobilnych młodszych grup wiekowych. Wysoki odsetek ludności zaszczepionej w starszych grupach wiekowych budzi nadzieje na niskie ryzyko przeciążenia służby zdrowia w okresie jesienno-zimowym. Pozwoliłoby to uniknąć surowych obostrzeń. Ewentualne restykcje najpewniej dotyczyłyby zwłaszcza świadczenia usług dla większych zbiorowości ludzi. Doświadczenia 1Q 2021 r. wskazują jednak, że ich ewentualny wpływ na aktywność gospodarczą w skali makro nie byłby znaczący.

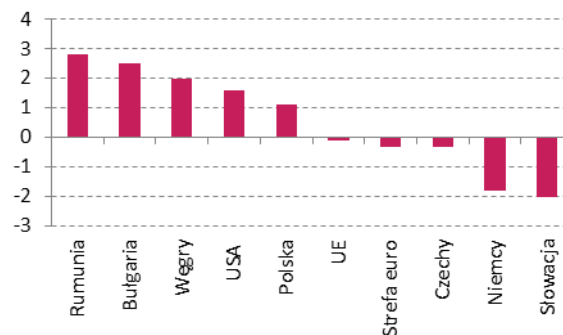
Źródło: Macrobond, <https://vaccinetracker.ecdc.europa.eu>, <https://ourworldindata.org>, T- tydzień.

Gospodarka globalna – w 1Q br. pandemia znacząco przybrała na sile, m.in. w Europie. Pomimo najtrudniejszej sytuacji pandemicznej część gospodarek Europy Środkowej wykazała się dużą odpornością.

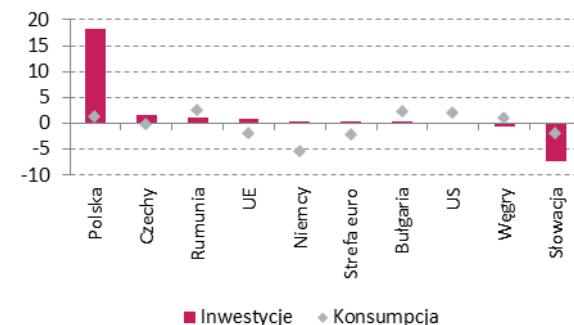
Dynamika PKB w największych gospodarkach świata (% r/r)



Dynamika PKB w 1Q 2021 (sa, % kw/kw)



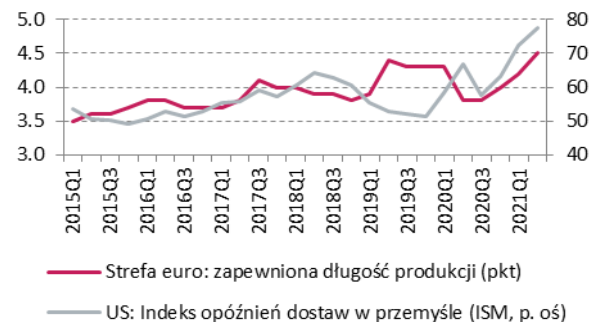
Dynamika inwestycji i konsumpcji w 1Q 2021 (sa, % kw/kw)



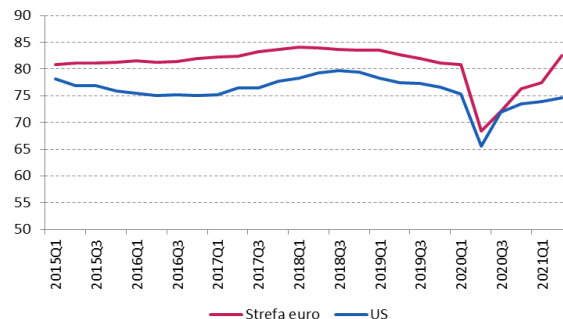
- W 1Q 2021 r. pandemia COVID-19 znacząco przybrała na sile w wielu obszarach świata, co skutkowało przedłużeniem restrykcji lub ich zaostrzeniem. Dotyczyły one zwłaszcza sektora usługowego, którego aktywność gospodarcza została znacząco ograniczona. Jednocześnie globalna koniunktura w przemyśle stopniowo poprawiała się. W przypadku strefy euro nie uchroniło to jednak gospodarki przed skurczeniem się o 0,3% kw/kw (tj. o 1,3% r/r) i ponownym znalezieniem się w recesji. Również w Stanach Zjednoczonych sytuacja pandemiczna była trudna, aczkolwiek szybko wdrożony program szczepień i poprawiające się warunki pogodowe sprzyjały stopniowemu łagodzeniu obustrzeń. Wsparta silnie impulsem fiskalnym z programu uchwalonego jeszcze przez administrację D.Trumpra oraz później przez stymulus nowego prezydenta J.Bidena gospodarka amerykańska urosła w 1Q 2021 r. o 1,6% kw/kw (tj. 0,4% r/r). Gospodarka chińska wzrosła natomiast o 0,5% kw/kw po wzroście o 3,2% kw/kw w 4Q 2020 r., a spowolnienie to wynika z pewnej stabilizacji po odrobieniu w pełni jeszcze w 2020 r. strat wywołanych pandemią.
- Część krajów Europy Środkowej wykazała się w 1Q 2021 r. zadziwiającą odpornością na obustrżenia i najtrudniejszą na kontynencie europejskim sytuację pandemiczną. W wielu krajach tego obszaru odnotowane wzrosły PKB przewyższyły znacząco oczekiwania (m.in. dla Rumunii, Węgry, Polski, a także Czech). Obraz ten kontrastował z odczytem dla największej gospodarki Unii Europejskiej, tj. dla Niemiec, który wskazał na spadek PKB w 1Q br. o 1,8% kw/kw.
- Lepsze wyniki części krajów Europy Środkowej wynikają z wyższego stopnia zaadaptowania się gospodarek do warunków pandemicznych. Dotyczy to zwłaszcza odporności popytu konsumpcyjnego w sektorze gospodarstw domowych. Obok siły spożycia wsparciem była także rosnąca aktywność w sektorze przemysłowym. Jednocześnie w części krajów Europy Środkowej odnotowano wzrosty nakładów na środki trwałe, co wiążemy głównie ze spadkiem niepewności dotyczącej przyszłości oraz relatywnie ciśniejszym rynkiem pracy. Liderem w 1Q br. była Polska, gdzie wzrost inwestycji sięgnął aż 18,2% kw/kw.

Gospodarka globalna - Perspektywy globalnej aktywności gospodarczej pozostają optymistyczne i dotyczą nie tylko konsumpcji, ale także inwestycji

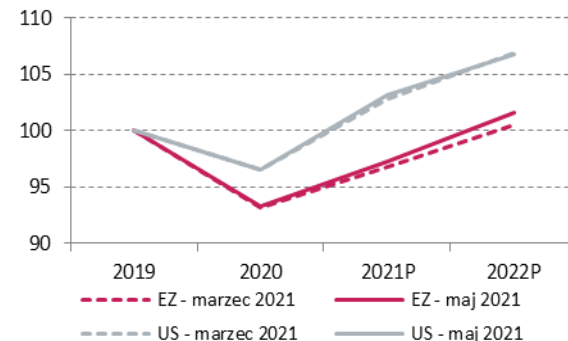
Wskaźniki koniunktury w przemyśle (pkt)



Wykorzystanie zdolności wytwórczych w przemyśle (%)



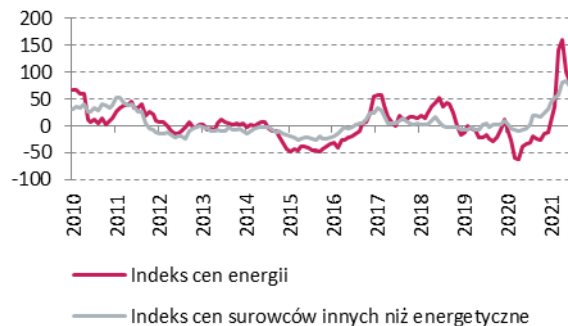
Rewizja prognoz PKB przez OECD (2019=100)



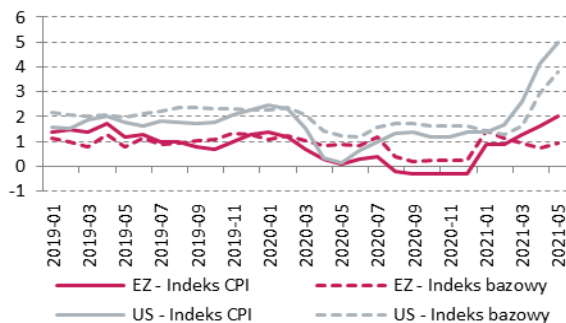
- Wraz z realizacją szczepień przeciw COVID-19 i znoszonymi obostrzeniami perspektywy globalnej koniunktury uległy poprawie względem raportu marcowego, choć nieznacznie. Usługi w strefie euro budziły się do życia w 2Q br., na co wskazuje indeks PMI przewyższający wyraźnie poziom 50 pkt oddzielający ożywienie od spowolnienia. Natomiast usługowy indeks ISM powyżej 60 pkt odzwierciedla jeszcze bardziej dynamiczne ożywienie w tym sektorze w Stanach Zjednoczonych. W 2Q br. trwała ponadto dynamiczna ekspansja przemysłu, co potwierdzają analogiczne indeksy koniunktury kształtujące się powyżej 60 pkt. Jak wskazują wyniki badań PMI dla strefy euro i ISM dla Stanów Zjednoczonych popyt na usługi i towary pozostaje bardzo mocny, jednak nie może on obecnie być w pełni realizowany z powodu zatorów w łańcuchach dostaw materiałów i dóbr pośrednich, co najślisz widoczne jest w przypadku komponentów elektronicznych dla przemysłu motoryzacyjnego. Ostatecznie w 2Q br. gospodarka strefy euro najpewniej wyszła z recesji rosnąc wg EBC o 1,4% kw/kw, a w USA, według Atlanty Fed, o ok. 2,0% kw/kw. Ze względu na efekt niskiej bazy odniesienia dynamika roczna będzie wyglądać jeszcze bardziej spektakularnie - dla strefy euro 13,0% r/r, dla USA ok. 12,0% r/r, a w przypadku Chin ok. 20,0% r/r.
- W kolejnych kwartałach koniunktura w usługach powinna dalej się poprawiać, podobnie jak w przemyśle, choć widoczne obecne niedopasowanie popytu do podaży oraz wysoki stopień wykorzystania zdolności wytwórczych będą nadal ograniczać tempo ekspansji tego sektora. Od strony popytowej PKB w gospodarkach rozwiniętych będzie napędzany przez wydatki gospodarstw domowych wspierany lepszą niż przed kwartałem sytuacją na rynku pracy, zgromadzonymi podczas lockdownu oszczędnościami oraz prawdopodobnym wzrostem skłonności do konsumpcji. Jednocześnie wraz z osłabieniem się długookresowych czynników ryzyka i wysokim wykorzystaniem zdolności wytwórczych znacząco poprawiają się perspektywy inwestycji. Już dane z 1Q br. wskazywały na rozbudzenie wydatków na środki trwałe. Wsparciem globalnej poprawy inwestycji w najbliższych latach powinna być ponadto nadal akomodacyjna polityka pieniężna, a w części krajów rozwiniętych także polityka fiskalna (np. prawdopodobny amerykański program infrastrukturalny oraz od 2022 r. plan odbudowy po pandemii Unii Europejskiej).

Gospodarka globalna – Ceny surowców i „wąskie gardła” w przemyśle napędzają globalny wzrost cen

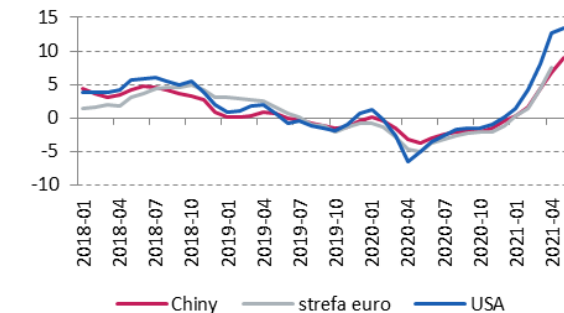
Indeksy cen surowców (% r/r)



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



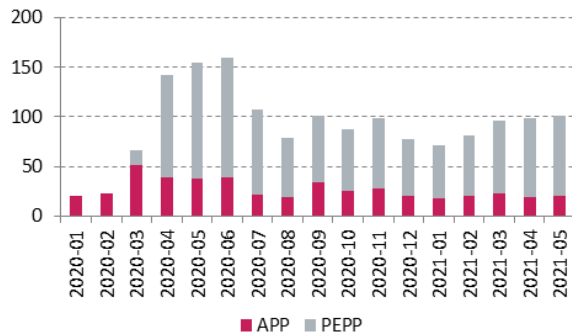
Inflacja PPI (% r/r)



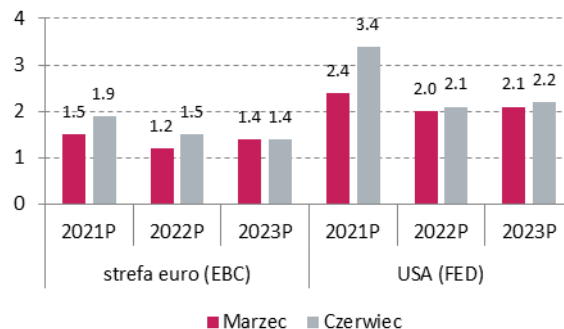
- W 2Q 2021 r. inflacja konsumencka w wielu krajach zaskakiwała w górę osiągając w maju poziomy dawno nienotowane. W Stanach Zjednoczonych w maju inflacja CPI wzrosła do 5,0% r/r z 1,9% r/r średnio w 1Q br., tj. do najwyższego poziomu od niemal 13 lat. Z kolei w strefie euro wskaźnik HICP wyniósł w maju 2,0% r/r wobec 1,0% r/r średnio w 1Q 2021 r. po raz pierwszy od 2,5 roku przewyższając cel Europejskiego Banku Centralnego. Nasilenie presji inflacyjnej zarówno po stronie konsumenta jak i producenta w ostatnich miesiącach ma globalny charakter, gdyż w dużym stopniu wynika z silnie rosnących r/r cen surowców energetycznych, w tym zwłaszcza ropy naftowej, do czego przyczynia się niska baza odniesienia z ub. roku. Ponadto „wąskie gardła” w łańcuchach produkcji wobec silnego popytu dodatkowo napędzają wzrost kosztów wytwórczych i ceny dóbr oferowanych gospodarstwom domowym.
- Ze względu na spodziewany słabnący proinflacyjny efekt cen ropy naftowej, globalna dynamika cen najpewniej będzie się obniżać, choć niezbyt wyraźnie. Czynniki hamujące dezinflację będą bowiem utrzymujące się przez najbliższe miesiące trudności podażowe w przemyśle, a także możliwe tarcia na rynku pracy podbijające żądania płacowe. Naszym zdaniem dotyczy to w największym stopniu Stanów Zjednoczonych, gdzie w ostatnich miesiącach pomimo postępującego odmrażania gospodarki przyrost zatrudnienia zaskakiwał negatywnie. Łącznie w kwietniu i maju liczba etatów w sektorach bez rolnictwa wzrosła tylko o 837 tys., a skalę wzrostu ograniczały braki pracowników gotowych do powrotu do pracy. Skutkowało to wzrostem wynagrodzeń, co wyraźnie widoczne jest w sektorze, który najbardziej ucierpiał z powodu pandemii, tj. w rolnictwie i zakwaterowaniu. Wzrost płac w tych branżach wzrósł od początku roku o blisko 5%. Nasilenie się presji inflacyjnej znalazło swoje odzwierciedlenie w rewizji w górę prognoz inflacji, m.in. przez banki centralne w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych. Biorąc pod uwagę jednak skalę złagodzenia polityki fiskalnej ryzyka dla utrwalenia wysokiej inflacji są znacznie większe za oceanem. Wpłynęło to na modyfikację nastawienia Fed wyrażoną podczas czerwcowego posiedzenia Rezerwy Federalnej.

Gospodarka globalna - Poprawiające się perspektywy gospodarcze i rosnąca presja inflacyjna skłoniła Fed do mniej łagodnego nastawienia. EBC pozostaje niewzruszony pomimo lepszych prognoz makro.

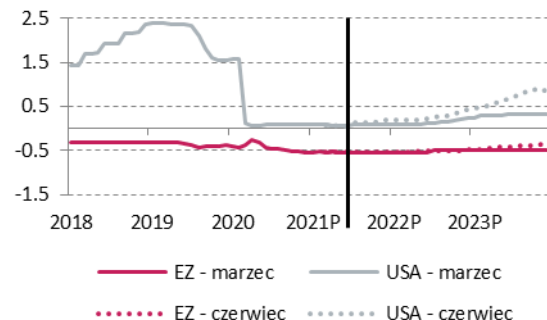
Skup aktywów przez Europejski Bank Centralny
(bln EUR)



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



Oczekiwania dotyczące stóp procentowych (%)

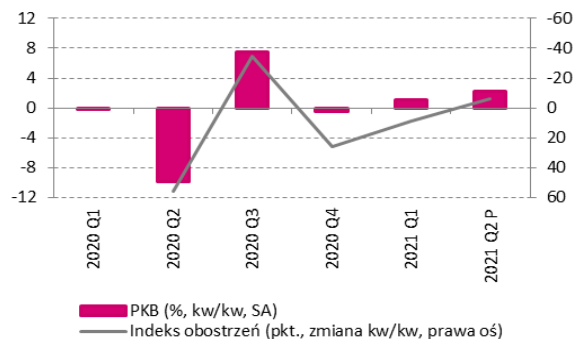


- W 2Q br. Europejski Bank Centralny nie dokonywał zmian w parametrach polityki monetarnej przyspieszając tylko w umiarkowanej skali zakupy aktywów w ramach Pandemicznego Programu Awaryjnego Skupu (PEPP). W ciągu ostatnich 3 miesięcy nie uległy zmianie ponadto oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej na najbliższe lata, a także ultra-łagodne nastawienie Rady Prezesów EBC, pomimo rewizji w górę prognoz PKB. Obecnie EBC spodziewa się jego wzrostu w latach 2021-2023 odpowiednio o 4,6%, 4,7% oraz 2,1%. Inflacja natomiast po wzroście w 2021 r. o 1,9% r/r (zgodnej z celem inflacyjnym) ma obniżyć się, co przemawia za oczekiwaniami braku zmian w poziomie stóp procentowych przez najbliższe lata. Jest to zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Program PEPP będzie najpewniej zakończony zgodnie z planem (marzec 2022 r.).
- Również w Stanach Zjednoczonych w 2Q br. nie doszło do istotnych zmian parametrów polityki pieniężnej. Już w marcu jej perspektywy dla USA różniły się znacząco względem strefy euro, co w 2Q br. jeszcze uległo pogłębieniu. Lepsza sytuacja epidemiczna oraz perspektywy dotyczące koniunktury i inflacji skłoniły członków Rezerwy Federalnej do zakomunikowania w czerwcu początku drogi do normalizacji amerykańskiej polityki pieniężnej. Podczas konferencji po czerwcowym posiedzeniu szef Fed J.Powell powiedział bowiem, że po raz pierwszy od początku pandemii podjęto dyskusję o możliwości zmniejszenia w (nieokreślonej) przyszłości sumy bilansowej Rezerwy Federalnej. Ponadto zasygnalizowano wcześniejszą niż komunikowano w marcu pierwszą podwyżkę stóp procentowych. Obecne prognozy bankierów centralnych wskazują na dwie podwyżki po 0,25 pkt proc. już w 2023 r., podczas gdy poprzednio zakładano stabilizację (oczekiwania rynkowe wskazują na 3 podwyżki w 2023 r.). Naszym zdaniem zmiana dokonana przez Fed Stanowi „urealnienie” retoryki do bieżącej sytuacji epidemicznej i gospodarczej oraz ich prognoz.
- Wysoka inflacja, lepsze od oczekiwań dane z 1Q br. oraz wdrażane szczepienia skłoniły banki centralne Węgier i Czech jako pierwszych w Unii Europejskiej do rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Działania te stoją w kontraście do oczekiwań stabilizacji polityki pieniężnej w Polsce najbliższych miesiącach.

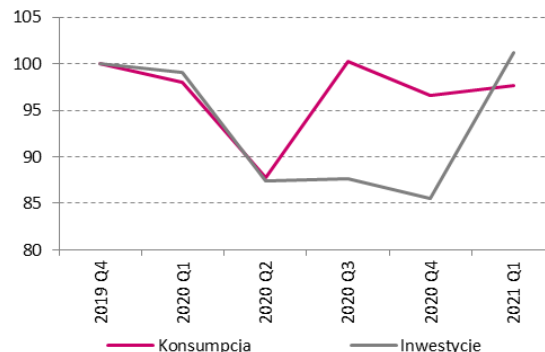
Źródło: EBC, FED, Macrobond, Refinitiv DataStream, P-prognoza

PKB w Polsce - Polska gospodarka uodporniła się na pandemię i w 1Q br. urosła względem poprzedniego kwartału pomimo zaostreżenia obostrzeń, a najbardziej zaskoczył dynamiczny wzrost inwestycji

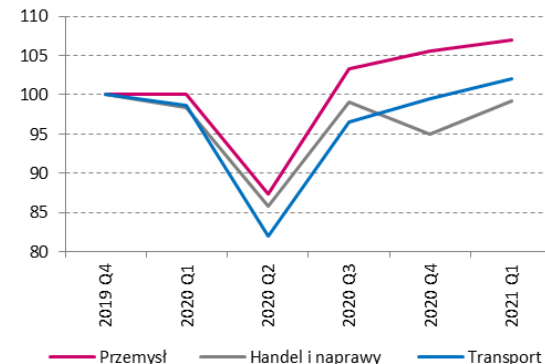
Dynamika PKB w Polsce i zmiana restrykcyjności obostrzeń



Konsumpcja i inwestycje w środki trwałe (4Q 2019=100, dane odsezonowane)



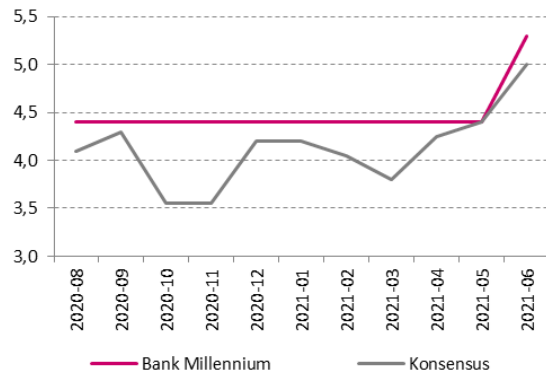
Wartość dodana brutto w wybranych sektorach gospodarki (4Q 2019=100, dane odsezonowane)



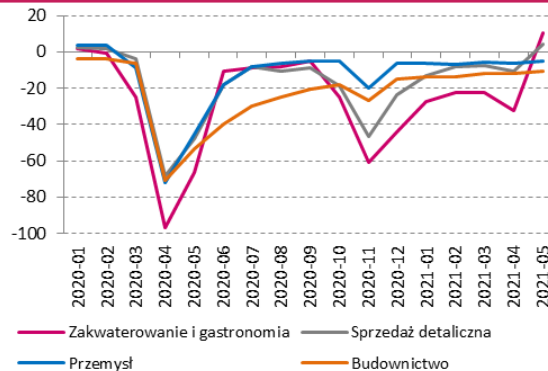
- Pierwszy kwartał br. potwierdził wysoką odporność polskiej gospodarki na skutki pandemii. Pomimo silnej fali zachorowań i zaostreżenia restrykcji dynamika PKB w pierwszych trzech miesiącach tego roku wzrosła do -0,9% r/r z -2,7% r/r w 4Q 2020. Jeszcze bardziej pozytywny obraz gospodarki pokazały dane odsezonowane, według których gospodarka pomiędzy styczniem a marcem urosła o 1,1% kw/kw. Oznacza to, że gospodarka zbliżyła się do poziomu sprzed wybuchu kryzysu i w 2Q br. zapewne całkowicie odrobi pandemiczne straty. W wynikach 1Q zaskoczyła nie tylko dynamika PKB, ale przede wszystkim jego struktura. Od strony popytowej dodatni wkład do dynamiki PKB miały wszystkie komponenty popytu krajowego, ujemną kontrybucję miał tylko eksport netto (-1,9 pkt proc.). Największą niespodzianką było gwałtowne odbicie inwestycji, które w samym 1Q zwiększyły się o 18,2% kw/kw (dane odsezonowane). Tym samym inwestycje niespodziewanie powróciły do poziomu sprzed wybuchu pandemii szybciej niż konsumpcja prywatna, która dynamicznie odrabiała straty w II poł. ubiegłego roku, jednak ze względu na ograniczenia w konsumpcji usług wciąż jest niższa niż przed kryzysem.
- Od strony podażowej uwagę warto zwrócić na kontynuację bardzo dobrej koniunktury w przemyśle, który w 1Q miał największy dodatni wkład do wzrostu. Wskaźniki koniunktury dla przemysłu potwierdzają jego silną ekspansję, a część branż przeżywa wręcz boom wspierany rosnącym popytem zewnętrznym na polskie produkty, a także odradzającym się popytem krajowym. Odbudowuje się także transport i handel, choć ze względu na antyepidemiczne ograniczenia w działalności gospodarczej, handel wciąż operuje poniżej poziomów sprzed pandemii. Globalny charakter ekspansji przemysłu coraz bardziej nasila napięcia w łańcuchach dostaw. Niedobór surowców i materiałów jest szczególnie dotkliwą barierą działalności dla producentów dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku oraz dóbr inwestycyjnych i obecnie bariera ta jest silniej odczuwana niż problem z dostępem do pracowników. Zaburzenia te przekładają się na opóźnienia w realizacji zamówień, a także wzrost presji kosztowej.

PKB w Polsce – Perspektywy gospodarki pozostają korzystne, a wzrost aktywności będzie miał szeroki zakres, obejmując zarówno konsumpcję, jak i inwestycje w środki trwałe

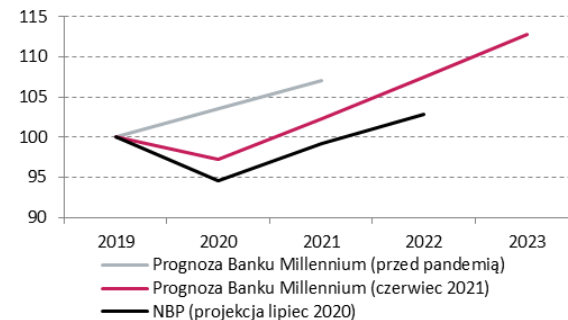
Konsensus rynkowy dla dynamiki PKB w 2021 vs prognozy Banku Millennium



Spodziewana produkcja/ sprzedaż w badaniach koniunktury (pkt, sa)



Prognoza PKB w Polsce (2019=100)

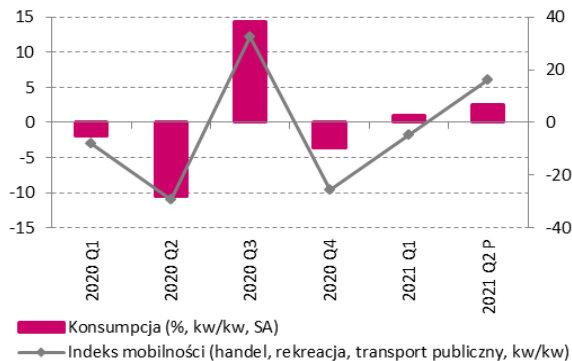


- Stusznie nie ulegliśmy pokusie rewizji w dół prognoz PKB na 2021 rok w obliczu silnej fali zachorowań na COVID-19 na początku tego roku, dostrzegając rosnącą adaptację polskiej gospodarki do pandemii, a także przestrzeń do poprawy sytuacji pandemicznej w obliczu postępującego programu szczepień. Nasza dotychczasowa prognoza dynamiki PKB w tym roku na poziomie 4,4% w momencie publikacji poprzedniego raportu kwartalnego była optymistyczna, jednak obecnie jest zbyt konserwatywna i konieczna jest jej rewizja w górę. Obecnie oczekujemy, iż gospodarka w całym bieżącym roku urośnie o 5,3% i w zbliżonym tempie wzrośnie w 2022 r. Kolejne kwartały przyniosą wyraźną odbudowę aktywności ekonomicznej w sektorach, które dotychczas były objęte obostrzeniami. Ze względu na bardzo niską bazę odniesienia z ubiegłego roku wzrost PKB w 2Q osiągnie wartości dwucyfrowe i zapewne po 2Q polska gospodarka odrobi pandemiczne straty. Co ważne ożywienie będzie miało coraz szerszy zakres. Na scenariusz taki wskazują wyniki badań koniunktury oraz inne dane wysokiej częstotliwości. Szczególnie korzystne okazały się wyniki produkcji budowlano-montażowej w kwietniu i maju, sugerujące kontynuację odbudowy inwestycji w gospodarce. Od strony popytu filarami wzrostu będzie zarówno konsumpcja prywatna, jak i inwestycje. Tworzy to szansę na utrwalenie się wzrostu gospodarczego na solidnym poziomie w dłuższej perspektywie. Wsparciem koniunktury w polskiej gospodarce będzie utrzymujący się popyt zagraniczny na polskie towary i usługi, jednak ze względu na ożywienie importu, eksport netto powinien mieć ujemną kontrybucję do wzrostu PKB.
- Czynnikami wspierającymi wzrost PKB w 2022 i 2023 r. będzie realizacja rządowego programu Polski Ład, który przyczyni się do zwiększenia konsumpcji prywatnej. Krajowy Plan Odbudowy natomiast wesprze inwestycje. Krótkoterminowym ryzykiem dla ścieżki ożywienia są nasilające się zaburzenia w łańcuchach dostaw, choć w naszej ocenie czynnik ten nie wpłynie na obniżenie wzrostu w dłuższym terminie. Czynnikiem niepewności pozostaje też rozwój pandemii, choć w naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że zakres wprowadzanych ewentualnie ograniczeń będzie mniejszy. Wraz ze stabilizacją sytuacji epidemicznej gospodarka będzie wracała do normalności, choć w wielu obszarach obraz ten będzie odmienny od tego, jaki był przed wybuchem pandemii. Średniookresowe perspektywy gospodarki rysują się optymistycznie.

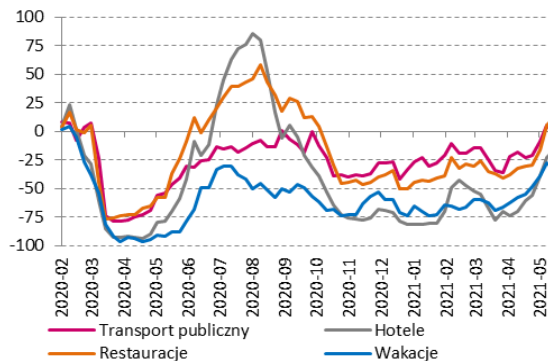
Źródło: Macrobond, GUS, NBP, Bank Millennium

Konsumpcja - Konsumpcja prywatna uodporniła się na pandemię, a odmrożenie gospodarki i rządowy program Polski Ład otwierają przestrzeń do utrzymania solidnych wzrostów w kolejnych kwartałach

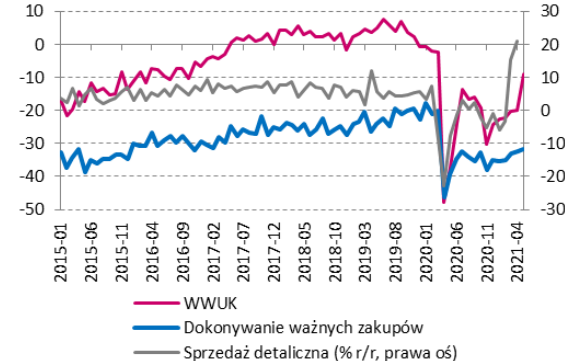
Konsumpcja prywatna a zmiana mobilności społeczeństwa



Wydatki kartowe klientów Banku Millennium (średnia ze stycznia i lutego 2019=100)



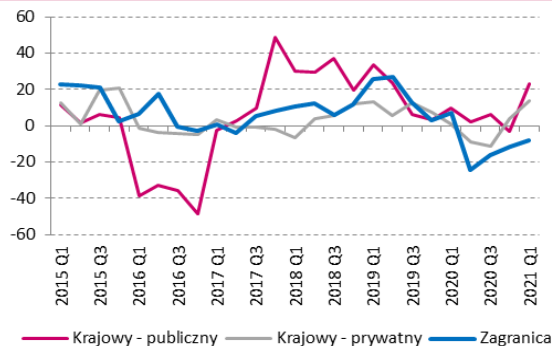
Sprzedaż detaliczna i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK)



- W 1Q br. roczna dynamika spożycia w sektorze gospodarstw domowych powróciła do dodatnich poziomów (+0,2% r/r). Na jeszcze korzystniejszy obraz konsumpcji wskazały dane odsezonowane według których wzrosła ona o 1,0% kw/kw. Widać więc, iż zmiana nawyków zakupowych uodporniła konsumpcję na pandemię i wiążący się z nią spadek mobilności. Poziom konsumpcji wciąż jest jednak niższy niż przed wybuchem kryzysu, głównie ze względu na mniejszą konsumpcję usług. Postępujące od maja br. łagodzenie restrykcji sprzyja jej odrodzeniu. Analiza wydatków kartowych klientów Banku Millennium wskazuje na dynamiczne odbicie wydatków na usługi, które były dotychczas zamrożone. Nominalne wydatki w restauracjach na początku czerwca były wręcz wyższe niż przed wybuchem pandemii! Częściowo może to jednak odzwierciedlać rosnące ceny. Realizuje się więc scenariusz wyraźnego przyspieszenia konsumpcji po odmrożeniu gospodarki.
- Nastroje konsumentów ulegają systematycznej poprawie, a szczególnie coraz korzystniej oceniana jest sytuacja finansowa gospodarstw domowych. To niewątpliwie efekt poprawy ich sytuacji dochodowej, gdyż w 1Q br. średnie wynagrodzenie w gospodarce wzrosło o 6,6% r/r, choć przyspieszenie inflacji zwiększa erozję ich siły nabywczej. Wraz z mniejszym ryzykiem utraty pracy, zakumulowanymi w czasie pandemii oszczędnościami i dalszym odmrożeniem usług czynniki te będą wspierały konsumpcję w kolejnych kwartałach. Prokonsumpcyjnie działać też będzie realizacja rządowego programu Polski Ład, który poprawi sytuację dochodową mniej zamożnych grup, o większej skłonności do konsumpcji. Wraz z odmarzaniem gospodarki zmieniać się będzie struktura konsumpcji, w której rosnąć będzie waga usług. Konsumpcja towarów, która dynamicznie rosła w okresie pandemii, może nieznacznie wyhamować, na co wskazuje też tylko nieznaczna poprawa w ostatnich miesiącach skłonności konsumentów do dokonywania ważnych zakupów. Scenariusz wyraźnego odbicia konsumpcji po ustabilizowaniu sytuacji epidemicznej jest niezmiennie naszym scenariuszem bazowym, niemniej szybsza adaptacja konsumentów do warunków pandemii oraz lepszy wynik gospodarki w 1Q br. skłania nas do rewizji w górę spodziewanego wzrostu konsumpcji w całym roku.

Inwestycje - Początek bieżącego roku przyniósł zaskakująco silne odrodzenie aktywności inwestycyjnej firm krajowych

Inwestycje przedsiębiorstw niefinansowych
(% r/r)*

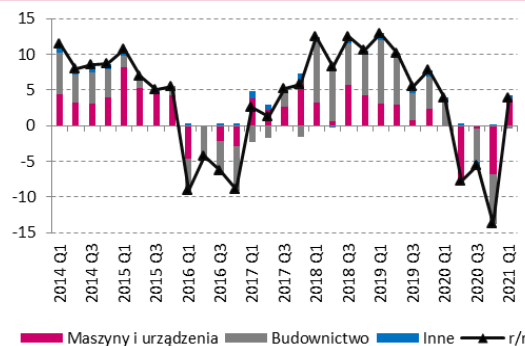


* Firmy zatrudniające co najmniej 50 osób

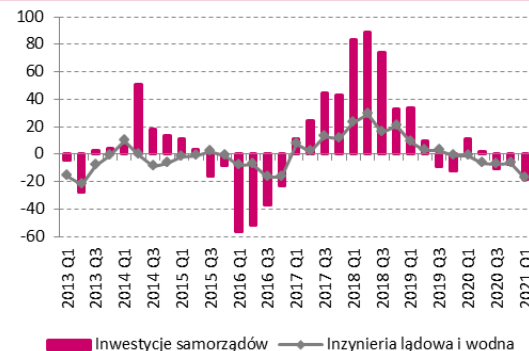
- Początek roku przyniósł silną pozytywną niespodziankę w zakresie inwestycji w środki trwałe, które w 1Q br. wzrosły aż o 18,2% kw/kw (dane odsezonowane). Dane wysokiej częstotliwości (portfel zamówień, wykorzystanie mocy wytwórczych w firmach produkujących dobra inwestycyjne, zużycie stali) sugerowały pewną odbudowę popytu inwestycyjnego, jednak ze względu na utrzymującą się niepewność co do perspektyw otoczenia, przestrzeń do odblokowania potencjału wzrostowego inwestycji wydawała się ograniczona. Tymczasem po raz pierwszy od wybuchu pandemii wkład inwestycji do PKB był dodatni, choć stopa inwestycji, rozumiana jako ich relacja do PKB (dane skumulowane za ostatnie 4 kwartały) obniżyła się nieznacznie do 16,6% PKB. W grupie firm zatrudniających co najmniej 50 osób najsilniej wzrosły inwestycje firm krajowych (publicznych i prywatnych), podczas gdy nakłady inwestycyjne firm z udziałem kapitału zagranicznego spadły o 8,1% r/r. Może to odzwierciedlać większą elastyczność krajowych firm i szybszy proces podejmowania decyzji inwestycyjnych w stosunku do firm z udziałem kapitału zagranicznego.
- Według klas aktywów najsilniej rosły inwestycje w maszyny i urządzenia oraz w środki transportu. To dobra informacja sugerująca przestrzeń do wzrostu potencjału produkcyjnego polskiej gospodarki i poprawy produktywności. Co ciekawe, według sektorów gospodarki, najsilniej rosły inwestycje w transporcie i logistyce, informacji i telekomunikacji oraz budownictwie, czyli w branżach, które najmniej zostały dotknięte negatywnymi skutkami pandemii. W przemyśle natomiast, który już w ubiegłym roku odrobił pandemiczne straty i gdzie rośnie wykorzystanie mocy wytwórczych, inwestycje w 1Q spadły o 10,1% r/r.
- Początek roku był natomiast niekorzystny dla branży budowlanej, która pozostawała pod negatywnym wpływem niekorzystnych warunków pogodowych, mniejszej aktywności inwestycyjnej samorządów oraz okresu przejściowego pomiędzy starą a nową perspektywą finansową UE. Od marca br. wyniki produkcji budowlano-montażowej zaskakują pozytywnie, co wpisywać się może w obraz odradzających się inwestycji w gospodarce.

Źródło: Macrobond, GUS

Inwestycje przedsiębiorstw niefinansowych
według klasy aktywów (% r/r)*

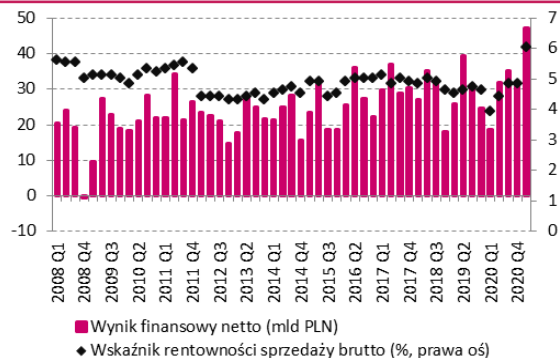


Inwestycje samorządów i budowa obiektów
inżynierii lądowej i wodnej (% r/r)



Inwestycje - Ustabilizowanie sytuacji epidemicznej, korzystne perspektywy gospodarki i dobre wyniki finansowe skłoniły firmy do nadrabiania zaległości inwestycyjnych i trend ten powinien utrzymać się w kolejnych kwartałach

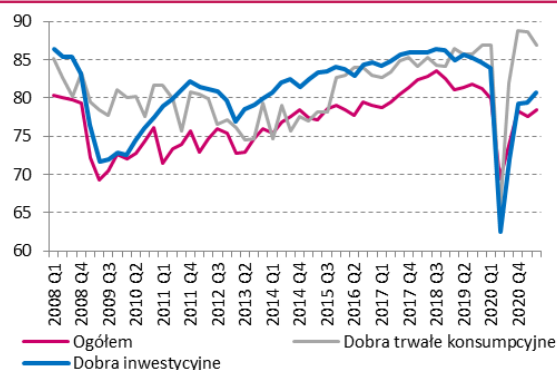
Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych*



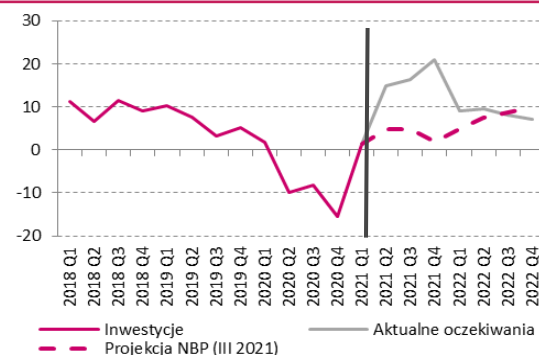
* Firmy zatrudniające co najmniej 50 osób

- Początek roku przyniósł wyraźną poprawę tendencji w zakresie inwestycji i wydaje się, iż w kolejnych kwartałach będzie ona kontynuowana. Rosnące wykorzystanie mocy wytwórczych, które w firmach produkujących trwałe dobra konsumpcyjne przekroczyło już poziom sprzed wybuchu pandemii stanowią argument za rozbudową mocy wytwórczych. Tym bardziej, iż perspektywy popytu są optymistyczne, wskaźniki wyprzedzające koniunktury ulegają systematycznej poprawie, a ryzyko wprowadzenia kolejnych lockdownów spadło w wyniku postępu szczepień. Niezmiennie argumentem za wzrostem aktywności inwestycyjnej przemawia przyspieszający na siłę proces automatyzacji i digitalizacji. W czasie pandemii waga tego czynnika znacznie przybrała na sile. Skłonność firm do inwestycji wspierać też będzie wyraźna poprawa wyników finansowych. W grupie firm zatrudniających co najmniej 50 osób wynik finansowy brutto niemal podwoił się w I Q br. w stosunku do okresu sprzed wybuchu pandemii. Wieloletnie maksima osiągnęły także wskaźniki rentowności, a udział firm notujących zysk już pod koniec ubiegłego roku powrócił do poziomów sprzed kryzysu.
- Dodatkowym paliwem dla inwestycji będzie realizacja Krajowego Planu Odbudowy, choć jego wpływ będzie widoczny głównie w latach 2022-23. Potencjalnie pozytywny wpływ na inwestycje powinna mieć realizacja rządowego programu Polski Ład. Jesteśmy jednak ostrożni w szacowaniu jego wpływu na aktywność inwestycyjną i oczekujemy na konkretne propozycje ustaw, szczególnie, że poprzednia strategia rządu – Strategia Odpowiedzialnego Rozwoju, choć bardzo trafna w identyfikowaniu wyzwań gospodarki, nie przyniosła planowanych efektów. W dłuższej perspektywie Polska może być beneficjentem skracania łańcuchów dostaw i realokacji źródeł zaopatrzenia europejskich firm bliżej swoich siedzib. Przykładem jest grupa Bosch, która w maju ogłosiła poszukiwania lokalizacji w Polsce na przeniesienie produkcji z Chin. Optymistyczne oczekiwania na przyszłość potwierdza ostatni Raport UNCTAD *World Investment Report* z którego wynika, iż liczba zapowiadanych inwestycji bezpośrednich typu greenfield w Polsce wyniosła w ub. roku 465 (najwięcej w historii), a ich łączna wartość sięga 24,3 mld USD, tylko nieznacznie mniej niż w Niemczech.

Wykorzystanie mocy wytwórczych w przemyśle (%)

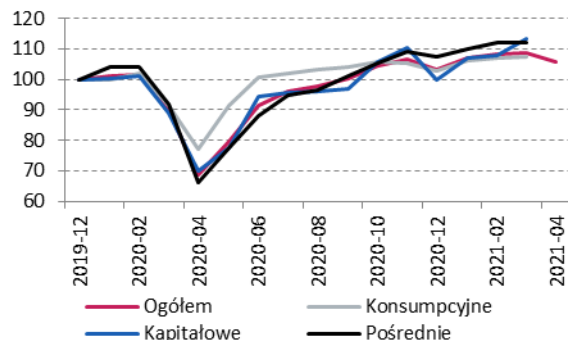


Dynamika inwestycji w gospodarce (% r/r)

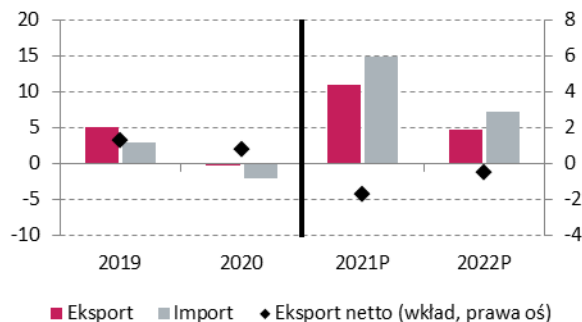


Wymiana handlowa z zagranicą - Oczekiwania dla eksportu są korzystne, jeszcze bardziej dla importu

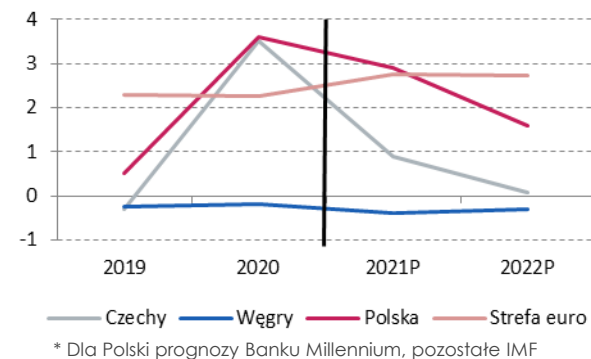
Eksport towarów (sa, 12.2019=100)



Eksport i import (% r/r) oraz wkład eksportu netto do dynamiki PKB (pkt proc.)



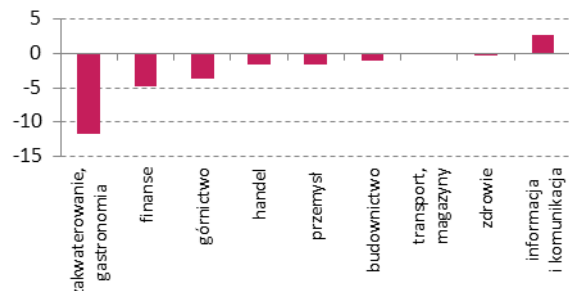
Saldo obrotów bieżących (% PKB)*



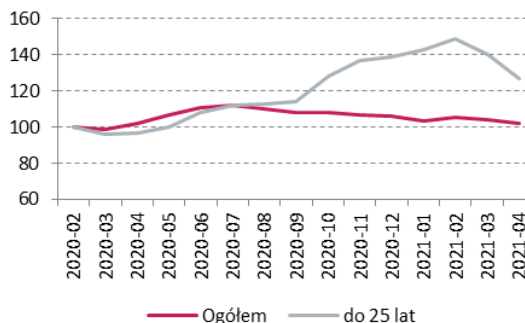
- W 1Q 2021 r. eksport dóbr i usług według metodologii rachunków narodowych wzrósł o 5,7% r/r (spadek o 0,1% kw/kw), na co wpływ miał eksport towarów (+10,5% r/r). W okresie styczeń-marzec w szczególności poprawił się eksport dóbr kapitałowych oraz pośrednich. W początkowej fazie po lockdownie na wiosnę 2020 r. polski eksport napędzany był przez dobra konsumpcyjne. Zmiany te wskazują na wysoki stopień zróżnicowania asortymentu eksporterów, co sprzyja relatywnie wysokiej odporności krajowej gospodarki na zewnętrzne szoki. Eksport usług natomiast obniżył się r/r w 1Q 2020 r., co wynika zarówno z osłabienia popytu, jak i możliwości ich świadczenia w warunkach trudnej sytuacji epidemicznej na świecie. Import dóbr i usług wzrósł łącznie natomiast silniej niż eksport, bo o 10% r/r, głównie z powodu zwiększonych zakupów dóbr konsumpcyjnych, paliw, a także niektórych dóbr inwestycyjnych. Eksport netto miał zatem ujemny wkład do wzrostu PKB wynoszący -1,9 pkt proc.
- W kwietniu polski eksport towarów i usług (licząc w EUR) wzrósł o 58,2% r/r, a import o 53,3% r/r. Efekt niskiej bazy odniesienia z 2020 r. będzie sprzyjał wzrostom r/r w kolejnych miesiącach, choć dynamika wyhamuje względem rekordowego kwietnia. Jednak nie tylko czynnik statystyczny będzie wspierał wzrost wymiany handlowej w 2021 r. Już widoczne ożywienie u najważniejszych partnerów handlowych Polski będzie nabierało rozpędu wraz z zakładanym trwałym spadkiem ryzyka twardych lockdownów. Coraz większe znaczenie powinny nabierać w eksporcie dobra inwestycyjne oraz pośrednie. Popyt na polskie dobra konsumpcyjne pozostanie najpewniej nadal silny pomimo spodziewanego zwiększenia udziału w globalnej konsumpcji usług niehandlowych kosztem towarów. Ożywienie gospodarcze w Polsce, silniejsze niż za granicą, będzie napędzało w 2021 r. import, w konsekwencji eksport netto będzie miał ujemny wkład do dynamiki PKB (-1,7 pkt proc. wobec +0,8 pkt proc. w 2020 r.).
- W kwietniu saldo obrotów bieżących sięgnęło według naszych obliczeń 3,9% PKB, co jest najwyższą wartością w historii danych. Wraz ze spodziewanym pogarszaniem się salda handlu towarami nadwyżka rachunku bieżącego najpewniej obniży się, jednak i tak będzie wyróżniała się pozytywnie w najbliższych latach na tle UE.

Rynek pracy - Pomimo nasilenia pandemii w 1Q 2021 r. sytuacja na rynku pracy w skali całej gospodarki pozostawała względnie stabilna. 2Q br. przynosi stopniową poprawę popytu na pracę.

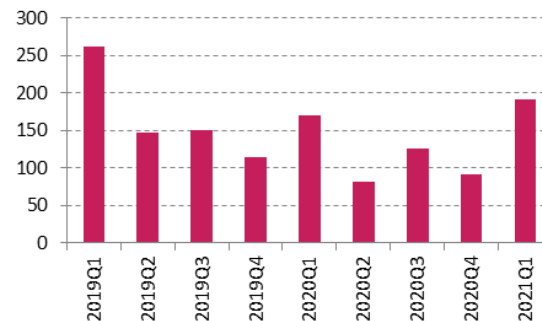
Zmiana liczby pracujących w gospodarce narodowej w 1Q 2021 (% r/r)



Liczba osób bezrobotnych wg Eurostat (sa, 02.2020=100)



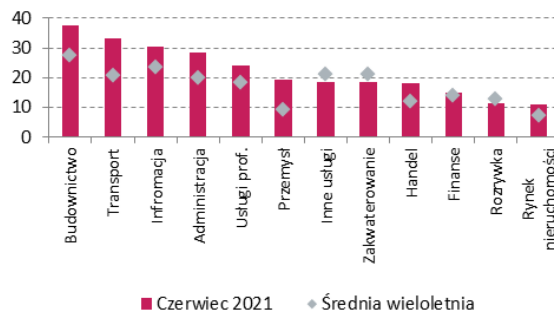
Stworzone w kwartale miejsca pracy (tys.)



- Liczba osób pracujących w gospodarce narodowej (tj. głównie osób zatrudnionych na umowę o pracę) obniżyła się w 1Q br. o 1,2% r/r. Dane te najprawdopodobniej tylko w części można utożsamiać z rozwiązywaniem umów o pracę, gdyż nie uwzględniają osób posiadających pracę a znajdujących się 31 marca br. na zwolnieniach lekarskich bądź opiekuńczych. Niemniej jednak długotrwałe obostrzenia znalazły swój wpływ na sektor zakwaterowania i gastronomii, gdzie liczba osób „na etacie” spadła o blisko 12,0% r/r. Statystyki osób bezrobotnych, która w marcu br. wyniosła 3,1% wobec 3,2% w grudniu 2020 r. oraz liczba stworzonych miejsc pracy w 1Q (wzrost o 12,4% r/r) potwierdzają jednak w skali całej gospodarki dużą odporność rynku pracy na rekordowe nasilenie pandemii. Co więcej, w marcu i kwietniu liczba młodych (do 25 lat) bezrobotnych obniżała się po szczycie z lutego. Ostatecznie w kwietniu stopa bezrobocia w tej kategorii wiekowej spadła do 12,6% z 14,8% w lutym, co wynika naszym zdaniem głównie ze zwiększenia zatrudnienia, a nie odpływu osób z grupy aktywnych zawodowo. W naszej opinii spadek bezrobocia wśród osób młodych po silnych wzrostach w 3Q i 4Q 2020 r. utożsamiać można z podjęciem pracy niekonieczne w najbardziej preferowanych sektorach, ale w innych, mniej dotkniętych obostrzeniami. Było to możliwe ze względu na większą elastyczność ludzi młodych oraz mniejszy koszt alternatywny przekwalifikowania. Zaznaczamy, że opublikowane przez GUS wyniki badania BAEL dla 1Q 2021 r. według nowej metodologii nie są porównywalne, gdyż nie przedstawiono zrewidowanych danych za wcześniejsze kwartały.
- 2Q br. wraz ze stopniowym odmrażaniem gospodarki przynosi pewną poprawę popytu na pracę. Liczba osób pracujących w sektorze przedsiębiorstw (tj. wśród firm zatrudniających co najmniej 10 osób) była w maju o 16 tys. wyższa niż na koniec marca. Ponadto stopa bezrobocia rejestrowanego po korekcie sezonowej obniżyła się w maju do 6,1% z 6,2% w marcu, a liczba ofert pracy w urzędach pracy była zbliżona do wartości sprzed wybuchu pandemii. Jak na razie nie widzimy zatem negatywnego wpływu wygaszania wsparcia w ramach tarczy finansowej, która dawała silne zachęty do utrzymywania zatrudnienia w ostatnich 12 miesiącach. Informacje z 1Q i 2Q wskazują, że rynek pracy w dużym stopniu zaadaptował się do gospodarki funkcjonującej w warunkach obostrzeń, co dobrze rokuje przed możliwymi ryzykami jesienią br.

Rynek pracy - Uwarunkowania sytuacji na rynku pracy pozostają korzystne

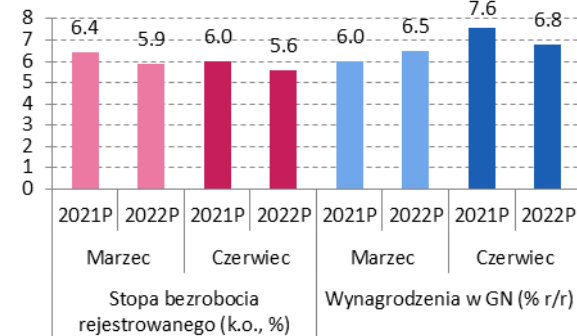
Bariera braku wykwalifikowanych pracowników (sa, pkt)



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



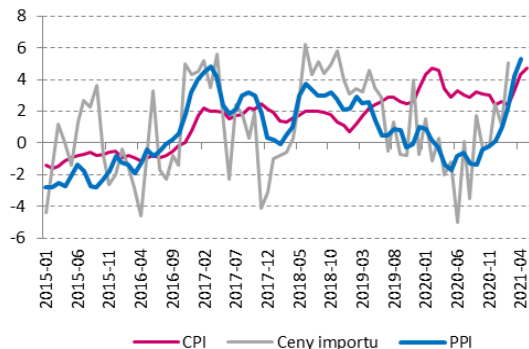
Rewizja prognoz wynagrodzeń i stopy bezrobocia rejestrowanego



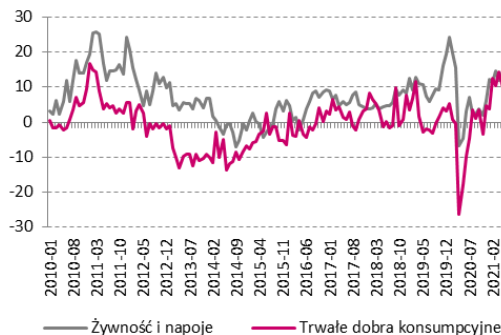
- Oczekiwania dla rynku pracy w Polsce w najbliższych latach pozostają optymistyczne. Firmy ankietowane w badaniu Narodowego Banku Polskiego pt. Szybki Monitoring wskazują na prognozy zatrudnienia zbliżone do szczytów z początku 2019 r. Ponadto, według wskaźników GUS prognozy zatrudnienia w przemyśle i handlu wróciły do poziomu sprzed pandemii. Wzrost popytu na pracę napędzany ożywieniem gospodarczym może napotkać jednak w najbliższych latach trudności z pozyskaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Badania koniunktury Głównego Urzędu Statystycznego wskazują, że dotyczą one przede wszystkim sektora budowlanego, transportu i gospodarki magazynowej oraz informacji i komunikacji. Ponadto, część firm może nadal spowalniać wzrost zatrudnienia w obawie o możliwe restrykcje na jesieni tego roku i wzrost kosztów pracy. Wobec takich uwarunkowań spodziewamy się tylko niewielkiego spadku stopy bezrobocia na koniec 2021 r. do 6,0% względem 6,2% na koniec 2020 r. Nieco lepsza spodziewana sytuacja na rynku pracy oraz wyższe od oczekiwań dane o wynagrodzeniach w 1Q br. (6,6% r/r) wpłynęły na podniesienie naszej prognozy wzrostu przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w 2021 r. do 7,6% z 6,0% szacowanego w marcu. Dodatkowo za korektą przemawiają wyższe od oczekiwań dane inflacyjne, które oddziałują w kierunku zwiększenia żądań płacowych. W 2022 r. oczekujemy dalszego spadku stopy bezrobocia. Spodziewamy się ponadto, że część czynników napędzających w 2021 r. wzrost płac nieco osłabnie hamując wzrost przeciętnej płacy.
- Naszym zdaniem bilans czynników ryzyka dla sytuacji na rynku pracy skierowany jest ku lepszym odczytom niż w naszym scenariuszu bazowym. Wynika to zwłaszcza z możliwej szybszej od zakładanej poprawy aktywności gospodarczej w Polsce po niesieniu większości obostrzeń. Niemniej łagodzący wpływ na sytuację na rynku pracy w dłuższym horyzoncie mogą mieć reformy w ramach Polskiego Ładu, które zwiększą atrakcyjność zatrudnienia w grupach, które obecnie pozostają poza rynkiem pracy. W tym samym kierunku oddziaływałby bardziej intensywny napływ imigrantów zarobkowych. Proponowany przez rząd wzrost płacy minimalnej do 3000 zł z 2800 zł powinien być neutralny z punktu widzenia dynamiki płac w całości gospodarki w 2022 r.

Inflacja - Wysok inflacji w 2Q br. i dynamiczne odbicie gospodarki zwiększa ryzyko utrwalenia się jej na podwyższonym poziomie w średniookresowej perspektywie

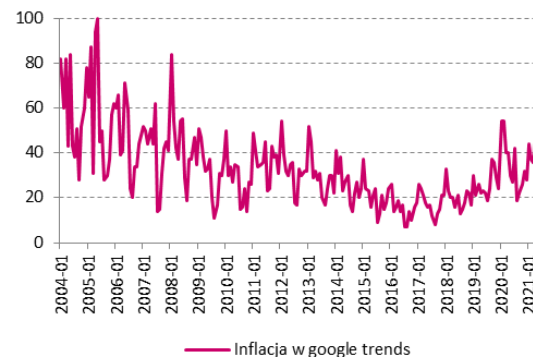
Inflacja w Polsce (% r/r)



Przewidywane ceny producentów żywności oraz trwałych dóbr konsumpcyjnych (pkt)



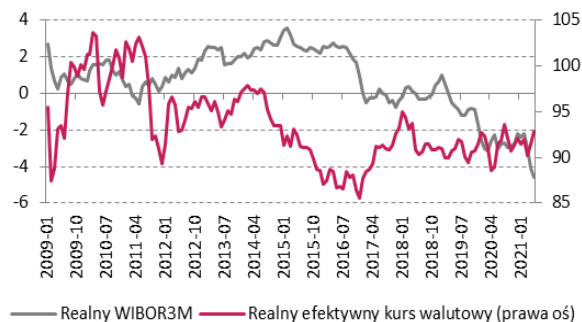
Wyszukiwanie przez Polaków słowa „inflacja” w przeglądarce google.com



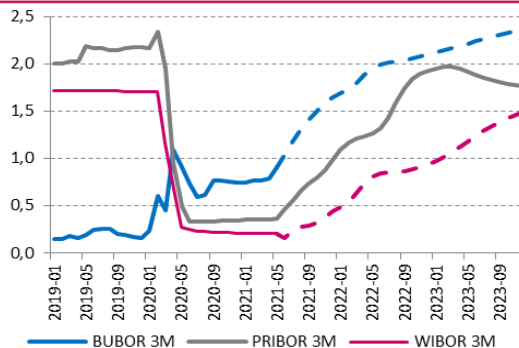
- Tak jak spodziewaliśmy się spadek inflacji w pierwszych miesiącach roku był przejściowy i w 2Q br. nastąpił jej wysoki, choć w skali silniejszej niż oczekiwaliśmy. W maju wskaźnik CPI wyniósł 4,7% r/r wobec 2,4% r/r w lutym. Należy przy tym zwrócić uwagę, że wzrost presji cenowej ma szeroki zakres i obejmuje wiele obszarów gospodarki (ceny produkcji sprzedanej przemysłu, wskaźnik cen eksportu i importu, deflator sprzedaży detalicznej, wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej). Najszersza miara inflacji, deflator PKB wyniósł 5,4 r/r w 1Q (ostatnie dostępne dane) i był najwyższy od 2004r. Zwyżka rocznych wskaźników inflacji w dużej mierze jest efektem niskiej bazy odniesienia z roku ubiegłego (spadki cen surowców), lub wynikiem czynników egzogenicznych (drożące surowce, zmiany regulacyjne), których wpływ będzie stopniowo wygasał. Niemniej dostrzegamy coraz więcej sygnałów nasilenia presji popytowej. Coraz większy zakres kategorii, które w ostatnich latach obniżały inflację obecnie ma dodatni wkład do wskaźnika CPI. Przykładowo roczna dynamika cen odzieży i obuwi była w maju dodatnia po raz pierwszy od połowy 2011r. W rezultacie na podwyższonym poziomie kształtują się miary inflacji bazowej. Wskaźnik CPI po wyłączeniu cen administrowanych wyniósł w kwietniu 4,4% r/r i był najwyższy od 2011r.
- Choć ustąpienie efektu niskiej bazy statystycznej z ubiegłego roku sprzyjać będzie niższej inflacji w kolejnych miesiącach, to przestrzeń do jej spadku jest w naszej ocenie ograniczona. W warunkach silnej odbudowy gospodarki firmy śmiało przeliczają rosnące koszty produkcji i zaopatrzenia na ceny konsumentów. Sugerują to badania koniunktury. Indeks spodziewanych cen w przemyśle był w czerwcu drugim najwyższym w historii badania GUS tj. od 2004 r. Dynamicznie rośnie też indeks przewidywanych cen w sektorach usługowych, które do tej pory objęte były ograniczeniami działalności, głównie w zakwaterowaniu i gastronomii. Część czynników podażowych, m.in. na rynku żywności, może mieć niekorzystny przebieg przez dłuższy czas. Podwyższoną inflację coraz silniej odczuwają konsumenci. Polacy coraz częściej wyszukują słowo „inflacja” w Internecie, co interpretujemy jako rosnące zaniepokojenie rozwojem procesów cenowych. Ich bardziej dynamiczny przebieg na początku br. skłania do rewizji w górę prognozy inflacji do 4,2% średnio w tym roku oraz 3,6% w roku 2022.

Polityka pieniężna - Polityka pieniężna w Polsce pozostaje silnie akomodacyjna, jednak utrwalenie inflacji na podwyższonym poziomie może przyspieszyć początek procesu normalizacji polityki monetarnej

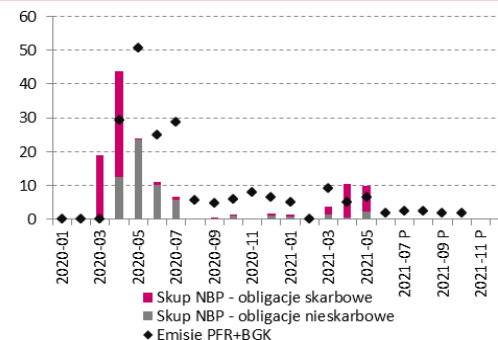
Realny WIBOR(%) i realny efektywny kurs walutowy



Wyceniana przez rynki finansowe ścieżka stóp proc. w Polsce, Czechach i na Węgrzech (%)



Skup obligacji przez NBP a emisje obligacji przez PFR oraz BGK



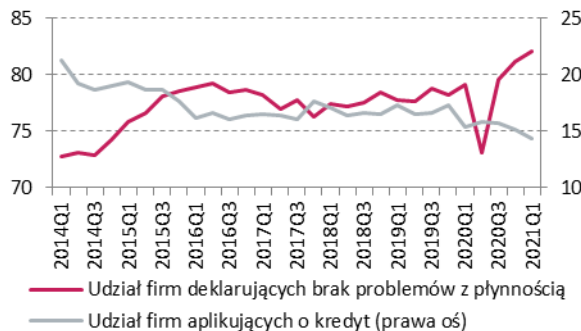
- Polityka pieniężna w Polsce pozostaje silnie akomodacyjna. W pierwszej połowie bieżącego roku nominalne stopy procentowe utrzymywane zostały na niezmiennym poziomie, co przy wyraźnym wzroście inflacji oznacza silny spadek realnych stóp proc. Kontynuowany był program skupu aktywów, który w reakcji na wzrost rentowności na wtórnym rynku papierów skarbowych przybrał na sile w kwietniu i maju. Szybszy od oczekiwań wzrost inflacji oraz silniejsza odbudowa wzrostu gospodarczego nasiliły rynkowe oczekiwania na szybką normalizację polityki pieniężnej. Komunikat po czerwcowym posiedzeniu, a także wypowiedzi prezesa NBP zrewidowały oczekiwania na rychłe podwyżki stóp, choć widoczny jest narastający dyskomfort Rady mniej korzystnym scenariuszem inflacji, która może pozostać powyżej celu przez dłuższy czas.
- Choć znaczna część obecnego wzrostu inflacji jest efektem czynników podażowych i regulacyjnych, na które bank centralny nie powinien automatycznie reagować, to w warunkach spodziewanego dynamicznego ożywienia ryzyko utrzymania inflacji powyżej celu banku centralnego jest w naszej ocenie znaczne. Wraz z odbudową gospodarki oraz utrwalaniem wzrostu gospodarczego na solidnym poziomie RPP powinna w naszej ocenie zmienić retorykę i zacząć sygnalizować normalizację polityki pieniężnej, ponieważ utrzymywanie niemal zerowych nominalnych stóp procentowych mogłoby być źródłem nierównowag w gospodarce i na rynkach finansowych. Nie uważamy jednak, aby RPP zdecydowała się na szybką reakcję, szczególnie w kontekście wciąż utrzymującej się pandemii. Niemniej jednak biorąc pod uwagę silny stopień adaptacji gospodarki do funkcjonowania w nowych warunkach oraz odrobienie pandemicznych strat przez gospodarkę zapewne już w 2Q br. waga niepewności ożywienia, która obecnie podnoszona jest przez RPP jako argument stabilizacji stóp, będzie słabła. Dlatego też uważamy, że podwyżka stóp procentowych może nastąpić jeszcze w tym roku, a publikowane w kolejnych miesiącach dane makroekonomiczne będą wpływały na zmianę nastawienia RPP. Jednocześnie wraz z wycofywaniem się rządu z programów pomocowych, wygasać będzie niejako w sposób naturalny program skupu aktywów. Ryzykiem dla powyższego scenariusza jest uporczywe akceptowanie inflacji powyżej celu i pozostawienie procesu normalizacji polityki pieniężnej Radzie nowej kadencji.

Polityka pieniężna - w 2Q br. osłabł wzrost depozytów w systemie bankowym. Popyt na kredyty konsumpcyjne i dla firm powinien się stopniowo poprawiać, choć w umiarkowanej skali.

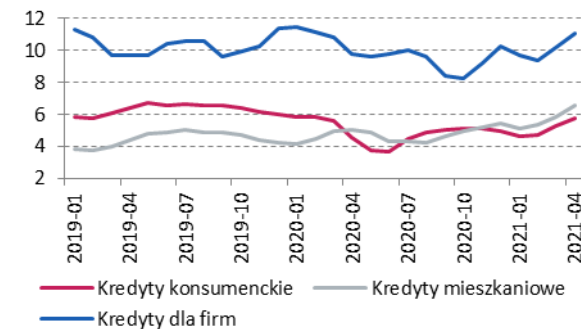
Dynamika depozytów w systemie bankowym (% r/r)



Popyt na kredyt oraz sytuacja płynnościowa firm wg Szybkiego Monitoringu NBP (sa, %)



Wartość nowo udzielonych kredytów (mld PLN, trzymiesięczna średnia ruchoma)

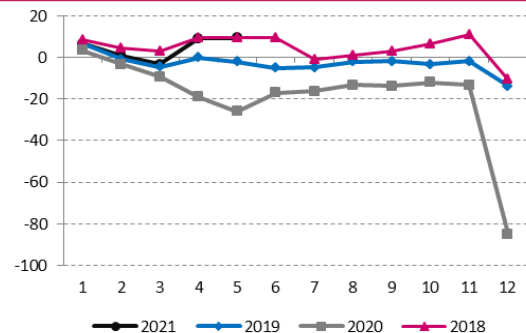


- Pomimo historycznie niskich stóp procentowych w 1Q 2021 r. nadal solidnie rosły depozyty zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Wzrostom tym sprzyjała dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych, które nie były w stanie realizować konsumpcji w warunkach obostrzeń. Jednocześnie wyniki przedsiębiorstw były zaskakująco dobre. W 2Q br. roczna dynamika depozytów osłabła. W maju wyniosła ona 7,0% r/r wobec 12,3% r/r w marcu, co w dużym stopniu wynikało z wygasania efektu bazy odniesienia z ub. roku. Niemniej wraz z odmrażaniem gospodarki nie przystają one już w wysokim tempie, co najpewniej będzie kontynuowane także w kolejnych miesiącach. Do zmniejszenia depozytów firm w najbliższych miesiącach potencjalnie mogą przyczynić się zwroty części wsparcia w ramach tarczy finansowej. Historycznie niskie ujemne realne stopy procentowe wpłynęły na wzrost popytu na różnego rodzaju aktywa dla ochrony wartości kapitału. W okresie styczeń-maj 2021 r. wartość sprzedaży obligacji detalicznych wyniosła niemal 18 mld PLN, co oznacza wzrost o niespełna 40,0% r/r. Ponadto w 1Q br. odnotowano silne napływy netto do funduszy inwestycyjnych. W 2Q już nieco osłabły, co przypisać można niesatysfakcjonującym wynikom funduszy dłużnych (wzrost rentowności obligacji oznacza stratę), poszukiwania innych źródeł zabezpieczenia kapitału oraz osłabiającej się nieco wraz z odmrażaniem gospodarki skłonności do oszczędzania.
- W środowisku ujemnych realnych stóp procentowych mocno rósł popyt na kredyty mieszkaniowe, czemu sprzyjało także poluzowanie warunków ich udzielania przez sektor bankowy. W okresie styczeń-kwiecień łączna wartość nowo udzielonych kredytów tego rodzaju przekroczyła 24,5 mld PLN, co oznacza wzrost o 25% r/r. Nasilenie pandemii wpłynęło natomiast na ograniczenie w styczniu i lutym wartości nowo udzielonych kredytów konsumpcyjnych oraz dla firm. Marzec i kwiecień przyniosły poprawę w tym zakresie, a wartość nowo udzielonych kredytów powróciła do poziomów sprzed pandemii. Trendy te powinny być kontynuowane także w najbliższych miesiącach. Sądzymy bowiem, że dobra sytuacja na rynku pracy i zmniejszenie skłonności do oszczędzania będą sprzyjały kontynuacji odrodzenia popytu na kredyty konsumpcyjne. Popyt na kredyt mieszkaniowy nadal powinien pozostawać mocny. Spodziewamy się także wzrostu wartości nowo udzielanych kredytów dla firm, choć skala ożywienia w tym zakresie będzie najpewniej umiarkowana, ze względu na bardzo wysokie środki firm zabezpieczające płynność i potencjalne inwestycje.

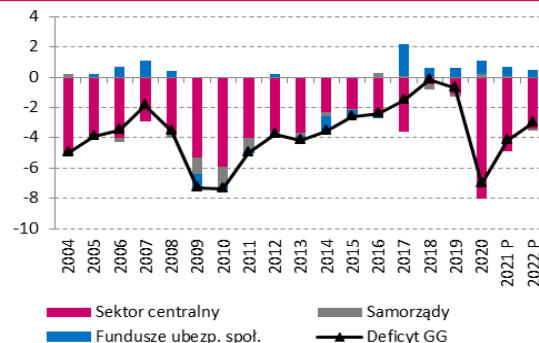
Źródło: Macrobond, IZFIA, MinFin, NBP

Polityka fiskalna - Poprawa perspektyw wzrostu gospodarczego, a także wyższa inflacja wspierają realizację budżetu państwa.

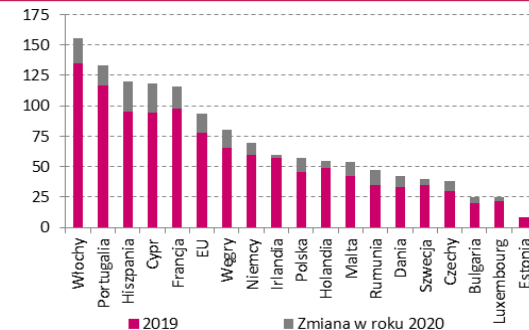
Deficyt budżetu państwa (mld PLN)



Deficyt sektora general government w Polsce (% PKB)



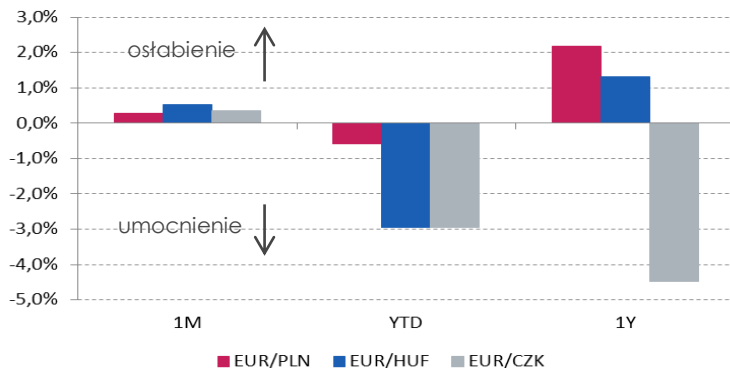
Dług sektora general government w wybranych krajach UE (% PKB)



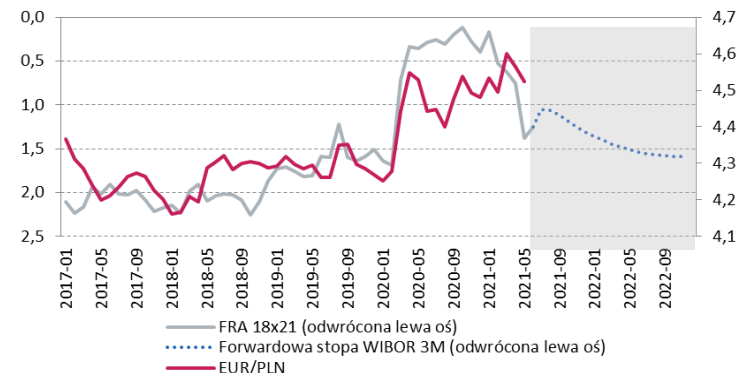
- Odbudowa gospodarki po pandemicznym szoku sprzyja poprawie sytuacji budżetu państwa. Wzrost gospodarczy, napędzany odradzającą się konsumpcją prywatną, a także wysoka inflacja wspierają realizację dochodów z podatku VAT, natomiast obniżające się bezrobocie, rosnące dochody gospodarstw domowych oraz poprawa sytuacji finansowej firm zwiększają dochody z CIT i PIT. Przy spadku wydatków, a jednocześnie wsparciu w postaci wpłaty z zysku NBP (8,9 mld PLN) saldo budżetu państwa po maju wykazało nadwyżkę 9,35 mld PLN wobec deficytu 25,9 mld PLN w analogicznym okresie roku ubiegłego. Realizacja budżetu wróciła więc na ścieżkę sprzed pandemii. Dobra sytuacja budżetu państwa oraz wygasanie rządowych programów wsparcia sprzyja spadkowi deficytu całego sektora finansów publicznych, którego skala jest dodatkowo wzmocniona lepszym wynikiem budżetów sektora samorządowego (nadwyżka 14,7 mld PLN w 1Q 2021). Pomimo spadku deficytu budżetu centralnego polityka fiskalna pozostaje wciąż akomodacyjna, a realizacja programu Polski Ład wzmocni propopytowy charakter polskiego budżetu. Dług sektora general government wyniósł w ub. roku 57,5% PKB i był o 11,9 pkt. proc. wyższy niż w roku 2019. Skala jego wzrostu była zauważalnie mniejsza niż średnio w UE (+16 pkt. proc.), a poziom długu jest niższy niż wartość referencyjna 60% PKB, co nie zagraża ocenie wiarygodności kredytowej Polski.
- W całym bieżącym roku deficyt budżetu będzie zapewne znacznie niższy niż założony w ustawie budżetowej poziom 82,3 mld PLN i według naszych szacunków może wynieść ok. 40 mld PLN. Spadkowi deficytu sprzyjać będzie utrwalenie wzrostu gospodarczego na wysokim poziomie i podwyższona inflacja. Deficyt sektora general government powinien obniżyć się i w całym 2021 roku wyniesie według naszych szacunków ok. 4% PKB. Opublikowane przez rząd założenia do przyszłorocznego budżetu, które zakładają dynamikę PKB na poziomie 4,3% oraz inflację na poziomie 2,8% oceniamy jako bardzo konserwatywne, a jednocześnie dające przestrzeń do lepszej realizacji budżetu niż szacunki oparte na zaprezentowanym scenariuszu. Czynnikiem obciążającym przyszłoroczny budżet będzie realizacja programu Polski Ład, ponieważ zmniejszy stronę dochodową. Sytuacja w obszarze finansów publicznych nie powinna stanowić ryzyka dla oceny wiarygodności kredytowej Polski, choć przedłużenie okresu wyłączenia stabilizacyjnej reguły wydatkowej nie sprzyja budowie przejrzystości finansów publicznych.

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

Relatywna zmiana walut Europy Środkowo-Wschodniej do euro



Kurs EUR/PLN oraz rynkowe oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej w Polsce

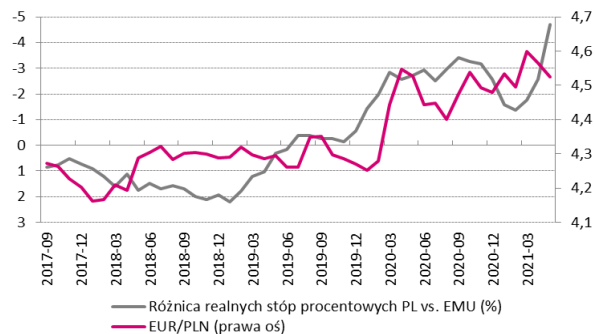


- Złoty względem euro pozostaje najgorzej radzącą sobie walutą regionu Europy Środkowo-Wschodniej pomimo postępującego ożywienia gospodarczego i stopniowo ustępującej pandemii. Podobnie jak w pierwszym kwartale tego roku - gdy polska waluta pozostawała pod presją ultra-łagodnej narracji Rady Polityki Pieniężnej oraz ostrzeżeń Narodowego Banku Polskiego co do możliwości kolejnych interwencji walutowych – tak i w ostatnich trzech miesiącach złoty „niedomagał” głównie ze względu na czynniki krajowe. Wzrost niepewności podbiły w ostatnim czasie między innymi plany konwersji walutowych kredytów hipotecznych (ryzyko prawne), czy perturbacje związane z poparciem dla Krajowego Planu Odbudowy będącego podstawą do wykorzystania unijnych środków z programu NextGeneration (ryzyko polityczne).
- Bieżącym źródłem słabszej postawy polskiej waluty jest odmienna w stosunku do innych banków centralnych w regionie postawa Rady Polityki Pieniężnej w kwestii normalizacji polityki monetarnej. Niekorzystnie na wartość złotego wpływa utrzymywanie łagodnej retoryki przez polskich bankierów centralnych w sytuacji, gdy w Czechach i na Węgrzech w czerwcu zdecydowano o rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp procentowych. Jest to jedynym z czynników wyraźnie słabszego umocnienia złotego do euro w tym roku aniżeli aprecjacji widocznej w notowaniach czeskiej korony, czy węgierskiego forinta. Co ciekawe mimo, iż licząc od początku pandemii złoty osłabił się do euro o niemal 6%, to w ujęciu kursu REER polska waluta odrobiła już całość osłabienia.
- Rynek wycenia scenariusz normalizacji polityki pieniężnej także w Polsce, jednak – jak pokazało czerwcowe schłodzenie oczekiwań przez prezesa Narodowego Banku Polskiego – robił to zbyt agresywnie. Liczymy jednak, iż jeszcze w tym roku dojdzie do zmiany percepcji RPP w tej kwestii, co uwolni potencjał do umocnienia złotego. Nawet jednak mimo prawdopodobnej normalizacji polityki pieniężnej w Polsce tegoroczna ścieżka umocnienia złotego może być wolniejsza w stosunku do walut regionu, gdyż rekordowo niskie stopy procentowe w ujęciu realnym będą obniżać atrakcyjność strategii *carry trade*.

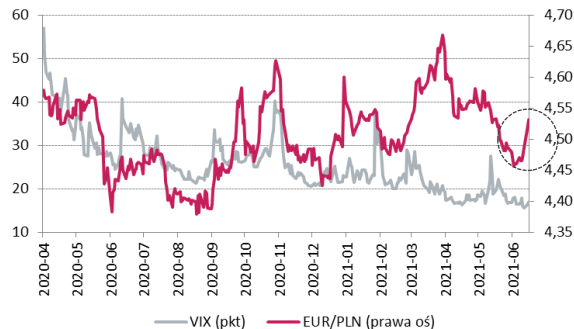
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

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

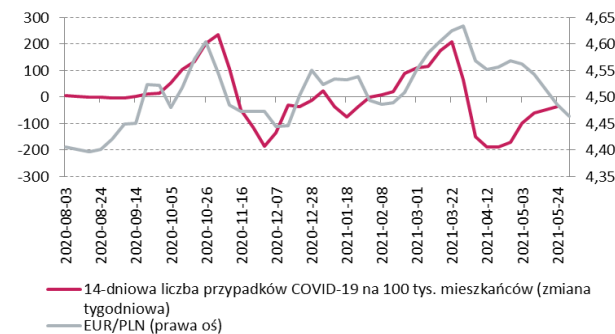
Kurs EUR/PLN i dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro (%)



Kurs EUR/PLN i notowania indeksu VIX



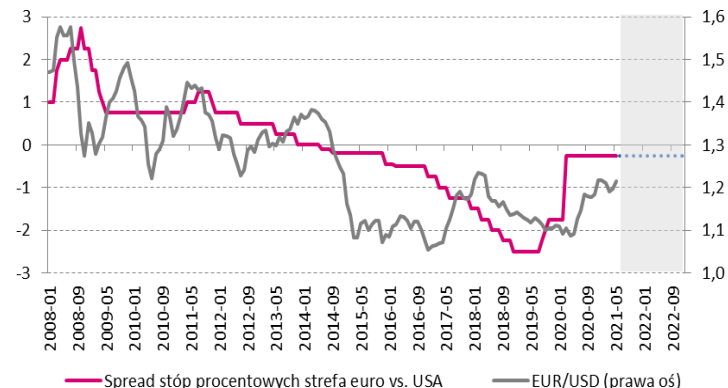
Kurs EUR/PLN i zachorowania na COVID-19 w Polsce



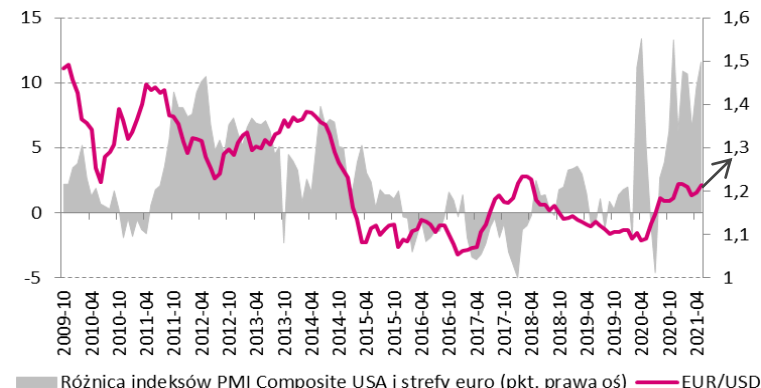
- Złoty – poza wsparciem z poprawy perspektyw gospodarczych - powinien zyskiwać na wartości także z uwagi na pozytywny sentyment inwestycyjny płynący z otoczenia globalnego. Towarzyszący ożywieniu światowej koniunktury apetyt na ryzyko niejednokrotnie w przeszłości stanowił o aprecjacji polskiej waluty. Co więcej obecna dysproporcja pomiędzy poziomem kursu EUR/PLN i indeksem VIX (nazywanym indeksem strachu) jest w naszej ocenie duża i nieuzasadniona jak na panujące korzystne uwarunkowania rynkowe (wspomniany indeks powrócił do poziomów sprzed pandemii). Liczymy, iż po ustąpieniu gołębiej narracji RPP powinna powrócić zależność pomiędzy globalnym wzrostem apetytu na ryzyko a mocniejszym złotym.
- Naszym scenariuszem bazowym niezmiennie pozostaje wyższa wartość polskiej waluty w 2021 roku. Zakładamy bowiem, iż decyzja o zacieśnianiu polityki pieniężnej w Polsce „odblokuje” niezrealizowany postawą RPP potencjał do umocnienia płynący między innymi z solidnych fundamentów polskiej gospodarki przy jednoczesnym wsparciu sentymentu globalnego. Podtrzymujemy zatem nasze oczekiwania z poprzedniego raportu, gdy na koniec bieżącego roku oczekiwaliśmy kursu EUR/PLN na poziomie 4,40. W przypadku pary USD/PLN również liczymy na umocnienie polskiej waluty na koniec roku (do poziomu 3,60), choć poprzedzać je będzie przejściowa wyższa wartość dolara motywowana przyspieszeniem oczekiwań co do normalizacji polityki pieniężnej w USA. Siła złotego powinna być także widoczna w relacji do pozostałych głównych walut, w szczególności do franka szwajcarskiego.
- Ryzyko dla naszych oczekiwań stanowi między innymi przebieg pandemii COVID-19 w drugiej połowie tego roku (jesień). Wycena złotego pozostawała bowiem w dość ścisłej korelacji z przebiegiem pandemii w Polsce, gdyż kanałem obostrzeń przekładała się ona na ograniczenie życia gospodarczego. Zakładamy jednak, iż postępujący poziom wyszczepienia społeczeństwa zapewni znaczące ograniczenie zachorowań w stosunku do poprzednich fal epidemii, a tym samym ryzyko dla scenariusza odbudowy wzrostu gospodarczego z tego powodu nie zrealizuje się.

Rynki finansowe EUR/USD - wciąż widzimy potencjał do wzrostu eurodolara, choć będzie on ograniczany zmianą narracji Fed

Kurs EUR/USD a różnica stóp procentowych pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym i Fed (%)



Kurs EUR/USD i różnica indeksu PMI Composite dla USA i strefy euro

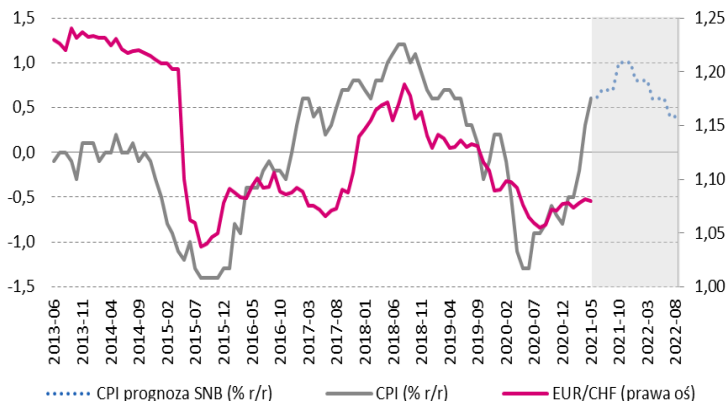


- Drugi kwartał 2021 roku przyniósł powrót eurodolara do wyższej motywowanej poprawą nastrojów w ślad za wygaszaniem pandemii, postępem szczepień przeciwko COVID-19, a także przyspieszeniem ożywienia gospodarczego na świecie. Pomocne w tym względzie były ponadto liczne programy stymulacji fiskalnej, które kanałem wsparcia odbicia koniunktury przekładały się na wzrost apetytu na ryzyko. W rezultacie kurs EUR/USD odrobił zniżkę z pierwszych trzech miesięcy tego roku, gdy dolar zyskiwał na wartości wspierany olbrzymią niepewnością co do koniunktury (*risk-off*) i kolejnymi pakietami fiskalnymi administracji USA.
- Naszym zdaniem jesteśmy obecnie blisko istotnego momentu dla rynków finansowych. Z procesu przyspieszonego łagodzenia polityki pieniężnej jako odpowiedzi na kryzys pandemiczny stopniowo przechodzimy w etap skracania perspektyw na normalizację polityki pieniężnej i późniejszą fazę jej zacieśniania. Jak pokazały wyniki czerwcowych posiedzeń Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej w tym kontekście szybciej o podjęcie działań ze strony Fed (takie ryzyko wskazywaliśmy w poprzednim raporcie). W rezultacie – w krótkim terminie – dolar może zyskiwać na wartości względem euro, co jednak jedynie przejściowo zaburzy oczekiwany przez nas trend wzrostu kursu EUR/USD w perspektywie całego drugiego półrocza. Nadrzędnym argumentem za wyższą eurodolara w średnim terminie pozostanie bowiem zmniejszanie restrykcji i uruchomienie pełnego potencjału gospodarczego, co z kolei kanałem wzrostu apetytu na ryzyko przekładać się powinno na umocnienie euro względem dolara, ale i franka szwajcarskiego.
- Podtrzymujemy zatem nasze oczekiwania wzrostu kursu EUR/USD w 2021 roku, choć - z uwagi na wspomnianą zmianę narracji Fed - potencjał wyższej notowań widzimy obecnie nieznacznie niżej w stosunku do poprzedniej prognozy tj. na poziomie 1,23.

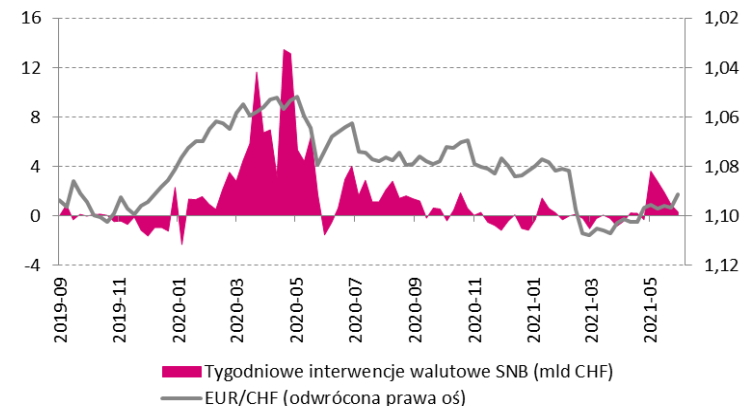
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Rynki finansowe EUR/CHF – Sytuacja globalna oraz czynniki lokalne argumentami za dalszą, choć ograniczoną przeceną franka szwajcarskiego

Kurs EUR/CHF i inflacja CPI w Szwajcarii



Kurs EUR/CHF i interwencje walutowe banku centralnego Szwajcarii

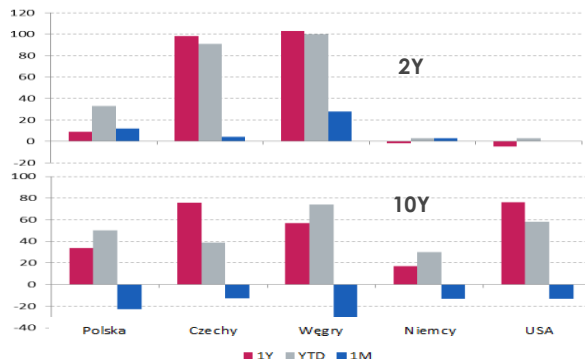


- O ile pierwszy kwartał tego roku przyniósł osłabienie franka szwajcarskiego, to ostatnie miesiące – dość zaskakująco w obliczu postępującego programu szczepień przeciwko COVID-19 i związanej z tym faktem poprawą nastrojów, czy wzrostem szwajcarskich kontraktów FRA, były okresem niewielkiego spadku pary EUR/CHF. Utożsamiamy go z mimo wszystko utrzymującą się pewną dozą ostrożności części inwestorów co do kierunku rozwoju globalnej koniunktury, czy przebiegiem trwającej pandemii (ryzyko IV fali jesiennych zachorowań i dalszej mutacji wariantów koronawirusa). Taki scenariusz potwierdza między innymi ścisła, odwrotnie proporcjonalna korelacja ceny złota z notowaniami kursu EUR/CHF. Nie bez znaczenia jest również fakt, iż oczekiwania co do normalizacji polityki pieniężnej w Szwajcarii i strefie euro są najmniej posunięte w stosunku np. do zmienionej w czerwcu br. narracji Fed, co dość skutecznie utrzymuje notowania franka do euro w szerszym układzie horyzontalnym.
- Nadal jednak za najbardziej prawdopodobny scenariusz dla franka szwajcarskiego w 2021 roku uznajemy jego stopniową przecenę w relacji do euro. Kurs EUR/CHF jest do pewnego stopnia proxy ryzyka, które w naszej ocenie powinno stopniowo zanikać w drugiej połowie roku, doprowadzając do systematycznej poprawy koniunktury globalnej (*risk-on strategy*). Wzrost apetytu na ryzyko natomiast negatywnie wpłynąć powinien na wartość franka szwajcarskiego jako tzw. bezpiecznej przystani.
- Istotne dla wyceny franka będą ponadto czynniki lokalne. Źródło przeceny szwajcarskiej waluty stanowić mogą perspektywy inflacji w tym kraju. Zgodnie z najnowszymi prognozami SNB ścieżka inflacji w Szwajcarii – ściśle skorelowana z kształtowaniem się kursu EUR/CHF – została istotnie podwyższona (odzwierciedlenie światowych trendów reflacyjnych). Presję na osłabienia franka szwajcarskiego wciąż podtrzymuje ponadto aktywność banku centralnego na rynku walutowym.

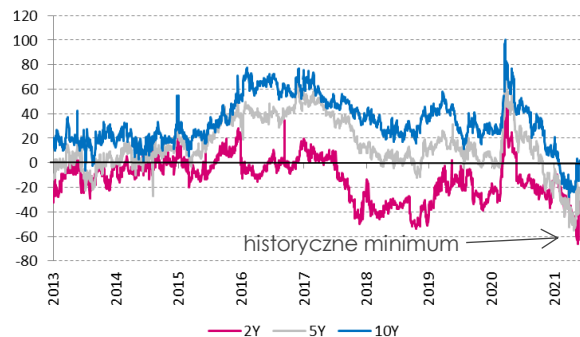
Źródło: Macrobond, SNB

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

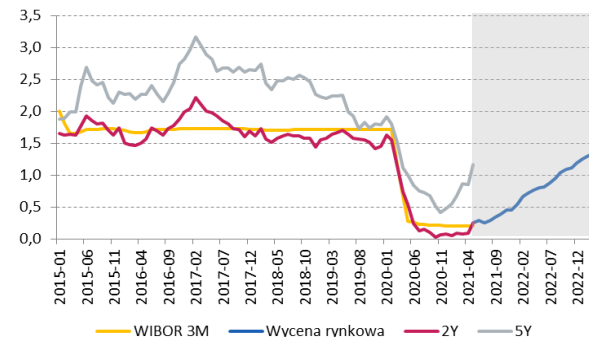
Zmiana rentowności 2 i 10-letnich obligacji skarbowych wybranych państw (bps)



Notowania krajowych stawek asset swap (bps)



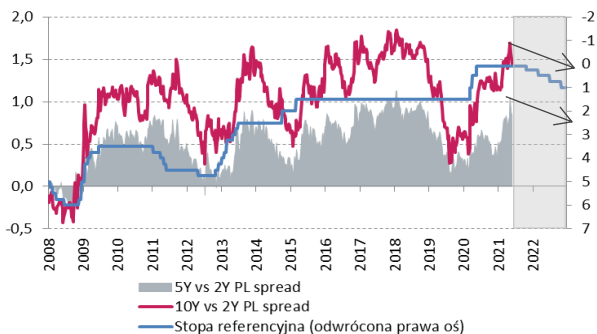
Notowania obligacji i WIBORu 3M (%)



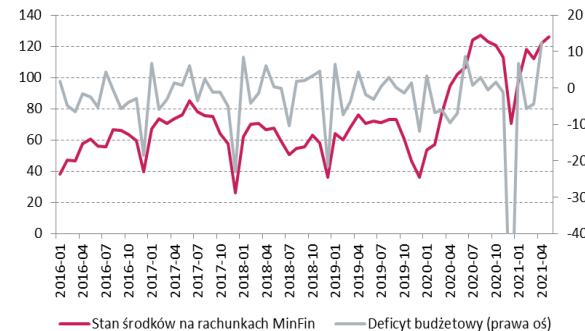
- Zmiany rentowności polskich obligacji skarbowych w różnych ujęciach czasu na przestrzeni ostatniego roku wyraźnie kontrastują z zachowaniem długu państw w regionie, czy nawet części rynków bazowych. Wzrost dochodowości polskiego długiego wzdłuż całej krzywej jest widocznie mniejszy aniżeli analogicznych papierów Czech, Węgier, czy USA. Utożsamiamy to z dokonaniem w 2020 roku bardzo agresywnym – nawet jak na standardy światowe – złagodzeniem polityki pieniężnej w Polsce. Bieżącym zaś argumentem przemawiającym za utrzymywaniem względnie niskiej dochodowości skarbowych papierów wartościowych jest postawa Rady Polityki Pieniężnej, która wyróżnia się w swojej łagodności wśród banków Europy Środkowo-Wschodniej – tym razem w kwestii studzenia oczekiwań na rychłe podwyżki stóp procentowych w przeciwieństwie do rozpoczęcia cyklu normalizacji polityki pieniężnej podjętej już przez banki centralne Czech i Węgier.
- W obliczu trwających na świecie trendów inflacyjnych tj. silnego ożywienia w warunkach odmrażania gospodarek skutkującego podwyższoną inflacją i koniecznością reakcji ze strony większości banków centralnych sądzimy, iż moment zacieśniania polityki pieniężnej zbliża się także w Polsce. W konsekwencji uważamy, iż nie ma obecnie odwrotu od wyższych poziomów rentowności obligacji skarbowych. Normalizacja polityki pieniężnej w Polsce będzie obejmowała także wygaszenie – wspierającego dotychczas utrzymywanie rentowności na względnie niskich poziomach - programu skupu obligacji przez Narodowy Bank Polski. Liczymy, iż w drugiej połowie roku NBP zakończony operacje *outright-buy* – tym bardziej, iż w naturalnym sposób program ten powinien wygasać z uwagi na niewielkie, w stosunku do ubiegłorocznych, emisje długu przez Bank Gospodarstwa Krajowego, czy Polski Fundusz Rozwoju. Przed nami zatem powrót na wyższe poziomy rentowności długu skarbowego w Polsce, co częściowo dyskontuje już wycena rynkowa.

Rynki finansowe obligacje krajowe – w średnim terminie – wraz ze zbliżającym się zacieśnianiem polityki monetarnej w Polsce – liczymy na wypłaszczenie krajowej krzywej dochodowości

Nachylenie krajowej krzywej oraz stopa referencyjna NBP (%)



Poduszka płynnościowa Ministerstwa Finansów i deficyt budżetowy Skarbu Państwa (mld PLN)



Sprzedaż polskich obligacji skarbowych (mld PLN)

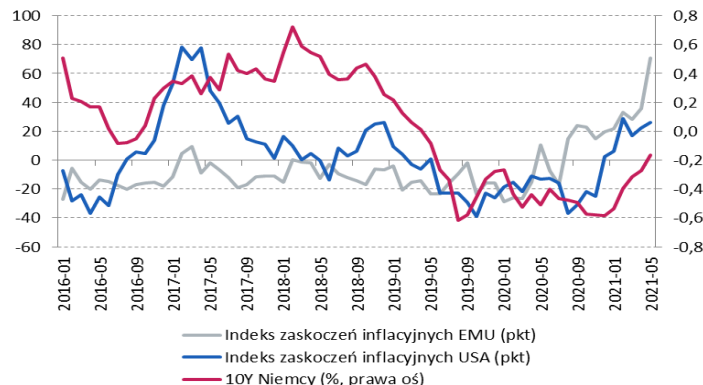


- Zmiany perspektyw polityki pieniężnej będą miały wpływ na nachylenie krzywej dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Uważamy, iż spread pomiędzy polską 2- i 10-latką, który istotnie powiększył się od ubiegłego roku, będzie systematycznie zmniejszał się w kolejnych kwartałach. Obligacje z krótkiego końca krzywej cechuje bowiem większa wrażliwość na zmiany kosztu pieniądza aniżeli długu o 10-letnim terminie zapadalności – bardziej podatnym na wpływ czynników zewnętrznych. Oczekiwania wypłaszczenia krzywej wspiera także silnie ujemny poziom krajowych krótkoterminowych asset swapów. W drugim kwartale przejściowo były one najniższe w historii świadcząc o potencjale tego segmentu krzywej do przeceny a tym samym wzrostu dochodowości.
- Poza oczekiwaniami na normalizację polityki pieniężnej wpływ pozostałych czynników krajowych na wycenę polskiego długu uważamy za neutralny. Potrzeby pożyczkowe na 2021 rok są sfinansowane w stopniu wyższym niż średnia dla czerwca z lat poprzednich. Fakt, iż Ministerstwo Finansów dysponuje znacząco zwiększoną w pandemii poduszką płynnościową zdolną zmniejszać konieczność przetargów sprzedaży, bądź wykupów jest zaś zdyskontowany. Problemem rynku pozostaną natomiast przejściowe zaburzenia płynnościowe, które mogą uwidaczniać się w szczególności w przypadku podwyższonej zmienności rynków bazowych.
- Zważywszy na globalne silne trendy reflacyjne i wynikającą z nich szybszą od pierwotnych założeń potrzebę pokryzysowej normalizacji polityki pieniężnej zdecydowaliśmy się podwyższyć naszą prognozę wzrostu rentowności 10-latki na koniec roku do 2,15%. Poza wpływem rynków bazowych, oczekiwań na podwyżki kosztu pieniądza w kierunku przeceny SPW oddziaływać będzie także strategia poszukiwania wyższej rentowności (yield searching) przez inwestorów zagranicznych w ramach koszyka długu CEE. Uważamy, iż obecnie preferowane mogą być papiery węgierskie oferujące wyższą premię w stosunku do polskich obligacji 10-letnich, co oznaczałoby dalsze zmniejszanie udziału inwestorów zagranicznych na polskim rynku długu (obecnie ich udział jest najniższy od 12 lat i wynosi 16,3%). W kwestii spreadu do Bundów oczekujemy zaś jego stopniowego powiększania w stronę przedpandemicznych poziomów tj. okolic 220 bps.

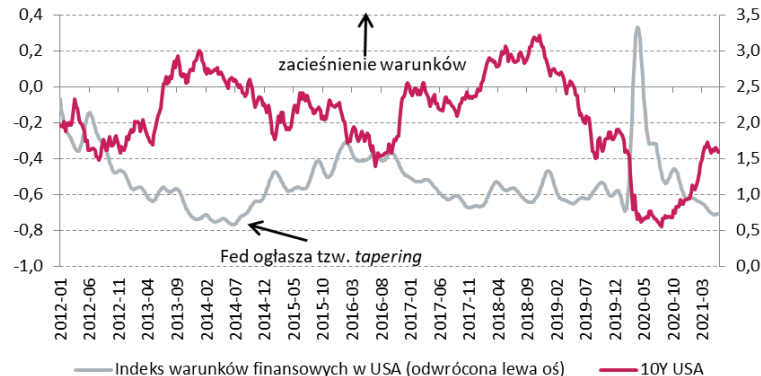
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów,

Rynki finansowe obligacje bazowe – Rok 2021 czasem wyższy dochodowości na bazowych rynkach długu, choć perspektywa normalizacji polityki pieniężnej największych banków centralnych pozostaje odległą

Indeks zaskoczeń inflacyjnych (pkt) dla wybranych państw oraz dochodowość 10-latk niemieckiej (%)



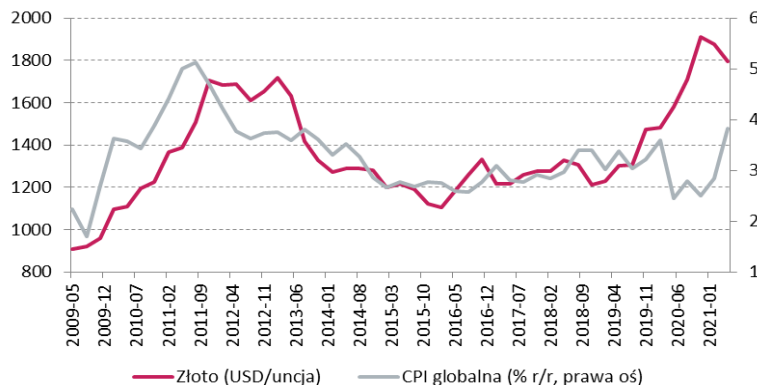
Indeks warunków finansowych USA (pkt) oraz dochodowość 10-latk amerykańskiej (%)



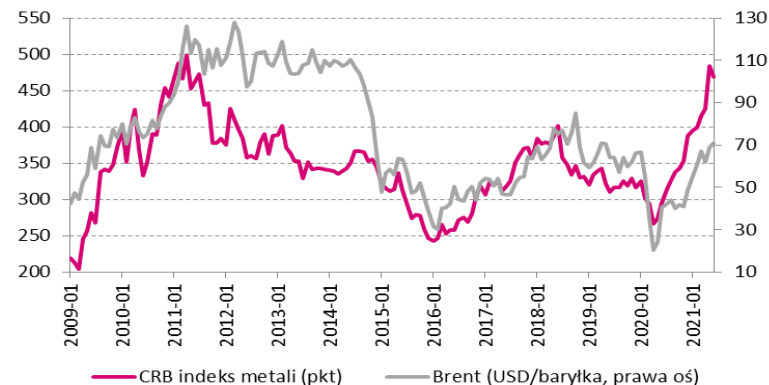
- Mimo pozytywnych niespodzianek w danych makroekonomicznych - zarówno tych budujących lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego, jak i inflacji 2Q tego roku przyniósł stabilizację wyceny Bunda i amerykańskiej 10-latk. Inwestorzy, którzy w lutym 2021 roku dokonali przyspieszonego procesu dyskontowania trendów reflacyjnych na świecie w ostatnich miesiącach za sprawą wciąż łagodnych komentarzy przedstawicieli Fed i Europejskiego Banku Centralnego pozostawali dość sceptyczni co do ścieżki możliwej normalizacji polityki pieniężnej w największych gospodarkach. Efektem była stabilizacja dochodowości Treasuries wokół poziomu 1,60% i -0,25% dla 10-latk niemieckiej, co przy wzrostach obligacji w krótkiego końca krzywej skutkowało jej wypłaszczeniem. Nie bez znaczenia w utrzymywaniu względnie niskich poziomów dochodowości długoterminowego długu rynków bazowych były programy skupu Fed i EBC. W przypadku strefy euro zakupy w ramach programu PEPP zostały zintensyfikowane w 2Q, zaś w USA były utrzymywane na wysokim poziomie.
- Oczekiwania normalizacji polityki pieniężnej dla USA i strefy euro są dość odległe. O ile w przypadku Fedu możemy mówić o ich pewnym przyspieszeniu (bankierzy centralni zakładają obecnie dwie podwyżki stóp procentowych w 2023 roku), to indeks warunków finansowych w USA pozostaje na niskich poziomach. Jest to zasługa wysokiej płynności - powiększanej np. przez liczne programy pomocowe amerykańskiej administracji (topniejący z każdym miesiącem rachunek *Treasury General Account* rządu Stanów Zjednoczonych), którą agresywniej absorbuje z rynku Fed (operacje *reverse repo* biją historyczne maksima). Tworzy to dość komfortowe warunki do działań nad ograniczeniem QE. Ich efektem mogą być perturbacje rynków Treasuries, choć prawdopodobnie nie tak silne jak te z 2014 roku (*Fed taper tantrum*). Bardziej klarownie na drugą połowę prezentują się zaś perspektywy Bunda, który w naszej ocenie konsekwentnie, choć z zachowaniem niewielkiej zmienności, powinien zwyżkować w reakcji na poprawiające się perspektywy gospodarcze do 0,0% na koniec tego roku.

Rynek surowców – Druga połowa 2021 roku powinna przynieść utrzymanie wzrostów cen surowców, choć już nie tak dynamicznych jak w ostatnich miesiącach

Notowania złota i globalna inflacja CPI



Notowania indeksu metali CRB i ropy naftowej



- Pierwsza połowa tego roku była czasem silnego wzrostu cen surowców - zarówno przemysłowych, metali szlachetnych, ale i rynku żywności (*soft commodities*) - napędzanych szybką odbudową wzrostu gospodarczego po pandemicznym załamaniu popytu i zwiększeniem nadpłynności rynków finansowych. Szczególnie spektakularnym przykładem jest ropa naftowa. Nieco ponad rok temu wycena zapadających w maju 2020 roku kontraktów na ropę była – po raz pierwszy w historii – ujemna z uwagi na pandemiczne zaburzenia popytowe, ale i braki przestrzeni magazynowych. Obecnie natomiast cena tego surowca pozostaje w silnym trendzie wzrostowym a kontrakty forward wskazują na możliwość jej zwrotu do 80 USD/baryłkę w perspektywie końca roku. W przypadku ropy pomocne we wzroście cen są także porozumienia kartelu OPEC+ w sprawie konsekwentnego ograniczania wydobycia oraz odmienne od poprzednika podejście do polityki klimatycznej nowego prezydenta USA. W drugiej połowie roku liczymy na dalsze wzrosty cen ropy naftowej, choć już zdecydowanie skromniejsze aniżeli w ubiegłych miesiącach. Trudno bowiem oczekiwać, by aktywność w światowym przemyśle mogłaby być istotnie większa napędzając tym samym kolejne silne wzrosty cen surowców.
- Fakt, iż odbiciu gospodarczemu towarzyszy także silny wzrost globalnej inflacji sprawia, że na wartości nie przestało zyskiwać złoto. W dobie pandemii stanowiło ono zabezpieczenie przed ryzykiem (*risk-off*). Wsparcie stanowiło także pandemiczne złagodzenie światowej polityki pieniężnej, które pogłębiło ujemne poziomy dochodowości tzw. obligacji rynków bazowych – substytutu złota w ramach tzw. bezpiecznych przystani – zachęcając do agresywniejszych inwestycji w metale szlachetne. Obecnie zaś uważamy, iż nadrzędnym argumentem przemawiającym za kontynuacją wzrostów cen kruszcu – choć już nie tak silnych jak w ubiegłym roku – będzie tezauryzacja tj. ochrona przed rozpędzającą się inflacją. Nie powinny być one jednak silne a cenę 1800 USD/uncję uważamy za poziom równowagi złota w drugiej połowie 2021 roku.

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	4,1	6,5	6,2	4,8	5,0	5,2
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-3,7	7,1	5,7	0,9	-9,5	-3,2	-2,9	1,0	12,8	5,6	7,9	6,3	5,5	5,4	5,5
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	4,0	-3,0	5,8	5,4	1,2	-10,8	0,4	-3,2	0,2	13,7	2,9	6,9	7,1	5,5	4,8	4,5
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	6,1	-9,6	15,1	8,3	1,7	-9,8	-8,2	-13,4	1,3	14,9	16,2	21,1	9,0	9,5	8,1	7,1
Wkład eksportu netto	pkt proc.	1,3	0,8	-1,8	-0,5	1,1	0,8	1,4	0,1	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4	-0,1	-0,7	-0,4	-0,3
Inflacja CPI *	% r/r	2,3	3,4	4,2	3,6	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	4,7	4,7	4,2	3,6	3,5	3,5
Inflacja bazowa *	% r/r	2,0	3,9	3,8	3,3	3,4	3,8	4,2	4,1	3,8	3,9	3,8	3,6	3,4	3,2	3,1	3,3
Ropa naftowa Brent *	USD	64,6	43,3	67,4	65,9	51,2	33,6	43,3	45,3	61,1	68,1	69,0	71,4	68,7	66,2	64,9	63,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5,2	6,2	6,0	5,6	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	6,0	5,9	6,0	6,1	5,6	5,4	5,6
Place w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	5,0	7,6	6,8	7,7	3,8	4,8	5,0	6,6	9,1	7,5	7,2	5,9	6,4	6,9	7,5
Saldo C/A	% PKB	0,5	3,5	2,9	1,6	1,1	2,2	2,9	3,5	3,7	3,8	3,5	2,9	2,5	2,1	1,8	1,6
Saldo sektora general government	% PKB	-0,7	-6,9	-4,2	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stopa referencyjna	%, k.o.	1,50	0,10	0,25	0,75	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75
Stopa depozytowa	%, k.o.	0,50	0,00	0,10	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10	0,30	0,50	0,50
WIBOR 1M	%, k.o.	1,63	0,20	0,35	0,85	1,14	0,23	0,20	0,20	0,20	0,18	0,19	0,35	0,35	0,60	0,80	0,85
WIBOR 3M	%, k.o.	1,71	0,21	0,43	1,00	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,43	0,45	0,70	0,95	1,00
WIBOR 6M	%, k.o.	1,79	0,25	0,45	1,10	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,27	0,45	0,50	0,77	1,05	1,10
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	1,50	0,02	0,55	1,00	1,55	0,15	0,09	0,02	0,04	0,35	0,45	0,55	0,60	0,75	1,00	1,00
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	2,07	1,30	2,25	2,50	2,10	1,35	1,35	1,30	1,30	1,80	2,00	2,25	2,30	2,40	2,45	2,50
EUR/PLN	k.o.	4,26	4,62	4,40	4,30	4,55	4,47	4,53	4,62	4,66	4,50	4,45	4,40	4,40	4,35	4,30	4,30
USD/PLN	k.o.	3,80	3,76	3,60	3,65	4,15	3,98	3,87	3,76	3,97	3,78	3,65	3,60	3,60	3,60	3,60	3,65
EUR/USD	k.o.	1,12	1,23	1,22	1,18	1,10	1,12	1,17	1,23	1,17	1,19	1,22	1,22	1,23	1,21	1,20	1,18
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,41	-0,53	-0,51	-0,40	-0,23	-0,43	-0,52	-0,53	-0,55	-0,54	-0,53	-0,51	-0,50	-0,45	-0,45	-0,40
LIBOR 3M USD	%, k.o.	1,91	0,25	0,30	0,70	1,35	0,30	0,23	0,25	0,25	0,15	0,22	0,30	0,35	0,40	0,50	0,70

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 jakiejkolwiek 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.