

Makro i Rynek

2022: W sidłach inflacji

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Grudzień 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>	15-16
<u>Rynek pracy</u>	17-18
<u>Inflacja</u>	19-21
<u>Polityka pieniężna</u>	22-23
<u>Polityka fiskalna</u>	24
<u>Rynki finansowe PLN</u>	25-26
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	27
<u>Rynki finansowe EUR/CHF</u>	28
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	29-30
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	31
<u>Rynek surowców</u>	32
<u>Dane i prognozy</u>	33

Wstęp

Rok 2021 zapamiętamy jako okres dynamicznego odrabiania strat wywołanych pandemią. Powrót polskiej gospodarki do poziomu sprzed wybuchu pandemii w zaledwie rok to wynik, którego mało kto spodziewał się w momencie wybuchu kryzysu. Tempo dostosowania polskiej gospodarki do nowych warunków było zaskakująco szybkie, dzięki czemu PKB rośnie pomimo kolejnych fal zachorowań. W tej beczie ekonomicznego miodu jest jednak łyżka, a ostatnio publikowane dane sugerują, że wręcz chochla dziegciu. Rachunek za tak dynamiczne odbicie gospodarcze będzie wysoki. Szczególnie dla konsumentów gazu, którzy zapłacą w przyszłym roku rachunki wyższe o 54%! Rachunek za prąd wrośnie o średnio 24%. Przytoczone czynniki to efekty zewnętrzne, jednak w warunkach dynamicznie rosnącej gospodarki oraz ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej firmy miały przestrzeń do przerzucania wyższych kosztów produkcji na ceny detaliczne. Dla niemal 1/3 polskiego społeczeństwa tak wysoka jak obecnie inflacja jest zjawiskiem, którego nigdy wcześniej nie doświadczyli w swoim świadomym, ekonomicznym życiu. Wymusza więc zmiany dotychczasowych nawyków konsumpcyjnych i inwestycyjnych.

Wysoka inflacja wskazuje na nieźrównowagę gospodarki. Jej przejawem jest również saldo budżetu, które po październiku zamknęło się nadwyżką 51,9 mld PLN. Dodatkowo, szybko pogorszyło się saldo obrotów bieżących, które z nadwyżki niemal 3% PKB na początku roku przerodziło się w deficyt niemal 1% PKB na koniec 2021 roku. Gospodarka działa na zdecydowanie zbyt wysokich obrotach. Zduszenie inflacji wymaga zatem ostudzenia popytu. Czynniki regulacyjne są w stanie złagodzić jej społeczne skutki, jednak nie wyeliminują przyczyn. Nie demonizujemy spowolnienia gospodarczego. Jest to naturalny i pożądany element cyklu koniunkturalnego, który pozwala wyeliminować nierówności i napięcia w rozgrzanej gospodarce.

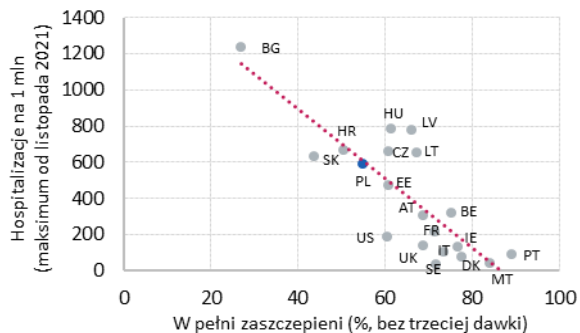
Inflacja jest poważnym ryzykiem dla gospodarki, obecnie znacznie większym niż pandemia. W badaniu NBP inflacja i wysokie koszty stanowią obecnie główną barierę rozwoju działalności gospodarczej, podczas gdy koronawirus znalazł się na trzeciej pozycji. Na początku 2020 rządu i banki centralne podjęły zdecydowane kroki, aby neutralizować negatywne skutki pandemii. Pozostaje mieć nadzieję, że bankierzy centralni wykażą równie silną determinację do walki z inflacją, która podkopuje siłę nabywczą dochodów, zaburza rachunek ekonomiczny, osłabia złotego.

W październiku RPP niespodziewanie podniosła stopy proc. o 40 pkt. baz., rozpoczynając cykl zacieśniania warunków monetarnych. Samą decyzję uważamy za słuszną. Jednak w naszej ocenie spóźniona reakcja, nieczytelna komunikacja banku centralnego w mijającym roku, marginalizująca ryzyka inflacyjnego może powodować, iż koszt sprowadzenia inflacji do celu NBP będzie wyższy. Coraz bardziej realny staje się scenariusz, w którym stopa referencyjna wrośnie w 2022 roku do 4%. Tym bardziej, że łagodna retoryka NBP mogła wpłynąć na odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, napędzając żądania płacowe. Fala inflacji przelewa się przez świat, a wraz z nią fala zacieśniania polityki pieniężnej. Będzie to miało istotny wpływ na warunki funkcjonowania gospodarki globalnej. Szczególnie gospodarek rozwijających się, z wysokim poziomem zadłużenia w USD.

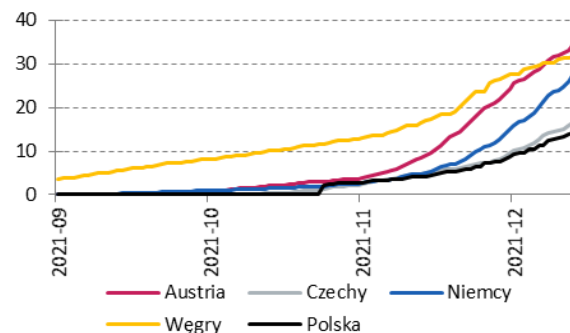
Polska gospodarka ma szansę utrzymać się w 2022 r. na ścieżce wzrostu, choć jego tempo wyhamuje względem roku 2021. Mocny rynek pracy, rosnące dochody gospodarstw domowych, napływ środków z UE to wciąż bazowy scenariusz na rok 2022. Niepewność co do akceptacji Krajowego Planu Odbudowy pozostaje jednak jednym z ryzyk, mogącym obniżyć ścieżkę wzrostu PKB w przyszłym roku. To jaką ścieżkę wzrostu zanotuje polska gospodarka zależy nie tylko od rządu, czy Komisji Europejskiej. Zależy też od nas. Pandemia pozostanie z nami i kolejnych fal zachorowań nie da się uniknąć. Aby nie dopuścić do przeciążenia systemu ochrony zdrowia i wprowadzenia silnych obostrzeń warto się szczepić. Dostępne dane wyraźnie wskazują, że kolejne fale pandemii nawet jeśli wiążą się ze wzrostem infekcji to powodują znacznie mniejsze straty społeczne w krajach o wysokim poziomie wyszczepienia. Od początku listopada do połowy grudnia w Polsce z powodu COVID zmarło blisko 14 tys. osób. To niemal 2 razy tyle co w Wielkiej Brytanii, gdzie liczba infekcji była 2x większa. #szczepimyście

Pandemia COVID-19 - Pod koniec 2021 r. udawało się w Polsce uniknąć surowych restrykcji. Sytuacja pandemiczna w 2022 r. będzie nadal niepewna, zwłaszcza że pojawił się nowy wariant koronawirusa - Omikron.

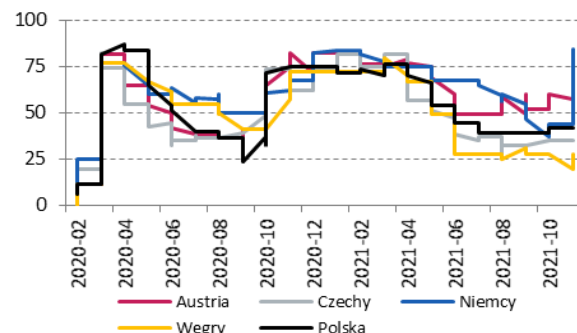
Udział populacji zaszczepionej a maksymalna liczba hospitalizacji (od listopada 2021 r.)



Liczba osób z trzecią dawką szczepionki przeciw COVID-19 (% populacji)



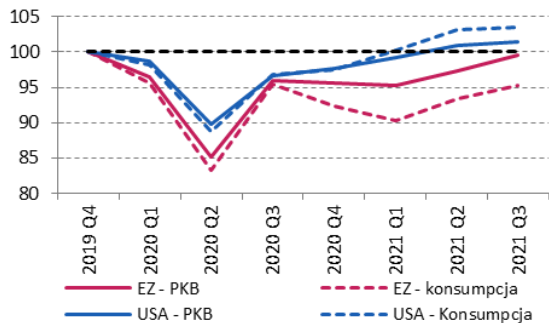
Indeks restrykcyjności obostrzeń przeciwepidemicznych (pkt)



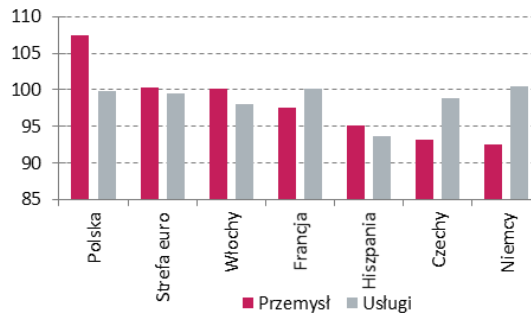
- Początek 2021 r. w Europie był okresem trudnej sytuacji zdrowotnej związanej z pandemią COVID-19, co skutkowało utrzymywaniem surowych obostrzeń dla życia społeczno-gospodarczego. Na wiosnę 2021 r. wprowadzono w Unii Europejskiej program szczepień przeciwko wirusowi SARS-CoV-2, który kontynuowany był latem. Ciepłe i słoneczne miesiące sprzyjały spadkowi zachorowalności, aczkolwiek jesień i zima 2021 r. kolejny raz przyniosły silny wzrost liczby nowych przypadków COVID-19 w Europie, a Światowa Organizacja Zdrowia (WHO) określiła ten kontynent jako epicentrum pandemii. Jesienią 2021 r. liczba osób hospitalizowanych w Polsce pozwalała na utrzymywanie relatywnie łagodnych obostrzeń, pomimo niskiego udziału osób w pełni zaszczepionych (ok. 55% całości populacji wobec 68% w UE). W grudniu polski rząd stopniowo wprowadzał jednak nowe ograniczenia dotyczące m.in. maksymalnego obłożenia kin, instytucji kultury, restauracji. Obostrzeniami tymi nie zostały objęte osoby z certyfikatem covidowym i w naszej ocenie restrykcje nie mają istotnego wpływu na aktywność ekonomiczną.
- W ostatnich miesiącach 2021 r. polityka obostrzeń w Polsce była w dużym stopniu zgodna z założeniami naszego podstawowego scenariusza makroekonomicznego. Potwierdziło się także, że gospodarka i społeczeństwo w wysokim stopniu dostosowały się do funkcjonowania w nowych warunkach. Sytuacja zdrowotna nadal jednak pozostaje jednym z głównych czynników niepewności dla gospodarki polskiej i światowej, tym bardziej, że pojawił się kolejny wariant koronawirusa – Omikron, który przyczynił się w grudniu 2021 r. do szybkiego wzrostu nowych zachorowań w Europie Zachodniej. Wstępne informacje wskazują, że naturalna odporność wytworzona przez inne odmiany wirusa może nie być skuteczna w ochronie przed infekcją wywołaną najnowszą mutacją. Co więcej, ocenia się, że wariant ten szybciej rozprzestrzeni się, aczkolwiek skutki choroby dla zdrowia mogą być mniej dotkliwe. W naszym podstawowym scenariuszu makroekonomicznym na 2022 r. zakładamy, że podobnie jak w przypadku wcześniejszych odmian koronawirusa i tym razem Omikron rozprzestrzeni się na terytorium kraju i będzie utrzymywał wysokie statystyki infekcji. Nie spowoduje to jednak wprowadzenia tak surowych restrykcji jak na początku 2021 r., a ograniczenia będą w większym stopniu koncentrowały się na osobach niezaszczepionych. Skutki gospodarcze nowego wirusa wobec dostosowania się społeczeństwa do warunków pandemicznych powinny być zatem bardziej łagodne niż w 2020 i 2021 r.

Gospodarka globalna – Rok 2021 był okresem odbudowy gospodarek rozwiniętych pomimo problemów podażyowych w przemyśle. USA wsparte polityką fiskalną szybciej odrobiły straty niż strefa euro.

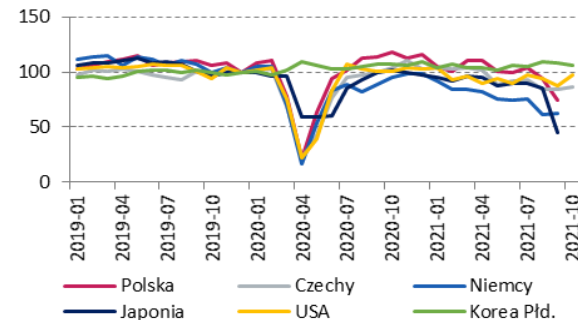
PKB i konsumpcja w strefie euro oraz w USA (4Q 2019=100, sa)



Wartość dodana w przemyśle i usługach w 3Q 2021 (4Q 2019=100, sa)



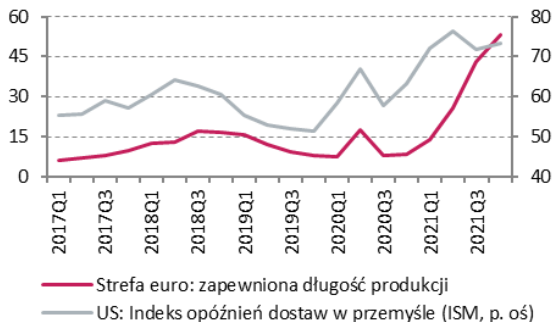
Produkcja w sektorze motoryzacyjnym (12.2019=100, sa)



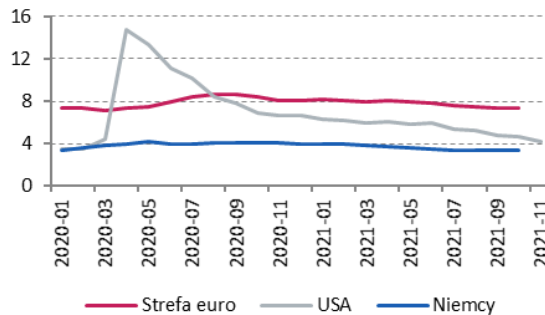
- Rok 2021 był okresem odbudowy gospodarek po pandemicznym szoku w 2020 r. W I poł. 2021 r. w krajach rozwiniętych na szeroką skalę wdrożono program szczepień przeciw wirusowi SARS-CoV-2, co obok lepszych warunków meteorologicznych sprzyjało znoszeniu obostrzeń. PKB w strefie euro w 2Q i 3Q 2021 r. rósł szybko, bo o 2,2% kw/kw (sa), co jednak nie pozwoliło na powrót do poziomu sprzed pandemii. Stany Zjednoczone odrobiły natomiast straty w PKB już w połowie 2021 r., co okazało się zgodne z oczekiwaniami zważywszy na skalę stymulacji gospodarki ze strony polityki gospodarczej. W szczególności administracja prezydenta USA J. Bidena wdrożyła program wsparcia gospodarki o wartości 1,9 bln USD (ok. 9,0% PKB), który obejmował m.in. bezpośrednie transfery pieniężne dla gospodarstw domowych oraz zwiększenie świadczeń dla bezrobotnych. W efekcie wzrostu dochodów rozporządzalnych bardzo szybko obudowała się konsumpcja. Wpływ wsparcia fiskalnego stopniowo wygasł, co wraz z nasileniem pandemii wywołanym mutacją koronawirusa Delta spowolniło wzrost gospodarczy w tym kraju w 3Q 2021 do 0,5% kw/kw (dane odsezonowane) po dynamicznym wzroście w I poł. roku wynoszącym średnio 1,6% kw/kw.
- W 2021 r. odbudowująca się gospodarka światowa wraz z przesunięciem wydatków w kierunku dóbr sprzyjała popytowi w przemyśle, który jednak napotkał barierę po stronie podaży, zwłaszcza komponentów elektronicznych (o czym pisaliśmy szerzej w naszym ostatnim raporcie kwartalnym). Odbiło się to zwłaszcza na branży motoryzacyjnej. W Niemczech we wrześniu br. produkcja w tym sektorze była aż o 37% niższa niż w grudniu 2019 r.
- Braki po stronie podaży dóbr i ich szybko rosnące ceny działają ograniczająco na konsumpcję. Potęguje to wpływ znaczącego nasilenia pandemii COVID-19 w 4Q br. i nowych obostrzeń w krajach rozwiniętych. Czynniki te wskazują, że w 4Q 2021 niemiecka gospodarka znalazła się w stagnacji, a PKB całej strefy euro urośnie znacznie wolniej niż w lato. Z kolei w USA wzrost w 4Q powinien solidnie przyspieszyć (według Atlanty Fed w 4Q 2021 amerykański PKB wzrośnie o ok. 2,1% kw/kw). Ostatecznie, według szacunków OECD, PKB w strefie euro wzrósł w 2021 r. o 5,2% po spadku o 6,5% rok wcześniej, natomiast w USA o 5,6% wobec spadku o 3,4% w 2020 r. Należy zauważyć, że wartości te są sporo wyższe niż spodziewane rok temu. Perspektywy na 2022 r. dla strefy euro i USA wyglądają korzystnie, choć nadal są niepewne.

Gospodarka globalna - Perspektywy dla gospodarek rozwiniętych pozostają optymistyczne, choć niepewność dotycząca pandemii, wpływu wysokiej inflacji i wyższych stóp proc. pozostaje wysoka

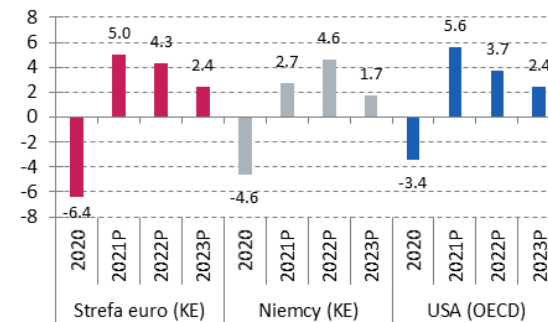
Wskaźniki koniunktury (pkt, sa)



Stopa bezrobocia (%)



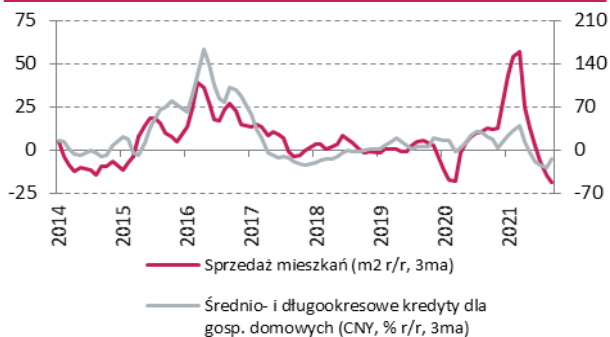
Prognozy wzrostu gospodarczego (%)



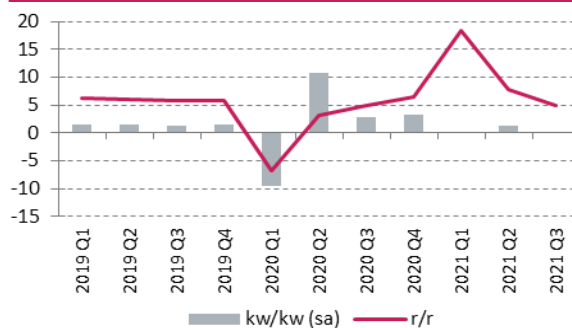
- Perspektywy dla wzrostu w 2022 r. w gospodarkach rozwiniętych pozostają korzystne. Według opublikowanych w listopadzie 2021 r. jesiennych prognoz Komisji Europejskiej PKB w strefie euro wzrośnie w 2022 r. o 4,3% po niezłych jak na pandemiczne warunki szacunkach za 2021 r. wynoszących 5,0%. Głównym motorem wzrostu gospodarczego powinny być wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych wspierane dobrą sytuacją na rynku pracy. Niższy spodziewany wzrost w 2022 r. wynika z prognozowanego szybszego wzrostu cen oraz kontynuacji trudniejszej dostępności do poszukiwanych towarów, zważywszy na zakładane przedłużanie się problemów zaopatrzeniowych w komponenty elektroniczne. Czynnikiem ten będzie ograniczał możliwości ekspansji eksportu, co dotyczy zwłaszcza gospodarki niemieckiej, dla której KE spodziewa się wzrostu w 2022 r. o 4,6%. Naszym zdaniem najnowsze informacje dotyczące nasilenia pandemii i nowej mutacji koronawirusa, wprowadzanych obostrzeń, przedłużających się „wąskich gardel” w przemyśle, zwłaszcza motoryzacyjnym oraz negatywne niespodzianki inflacyjne wskazują, że oczekiwania te są zbyt optymistyczne. Skalę oddziaływania tych negatywnych czynników powinny łagodzić inwestycje w ramach programu fiskalnego Unii Europejskiej Recovery and Resilience Facility, choć siła tego wpływu już w 2022 r. jest niepewna.
- Prognozy OECD wskazują, że wyhamuje w 2022 r. także wzrost gospodarczy w największej gospodarce świata – w USA do 3,7% z 5,6% w 2021 r. Niezmiennie kluczowym elementem aktywności powinien być popyt konsumencki związany z poprawiającą się sytuacją na rynku pracy i to pomimo spodziewanej wysokiej inflacji. Wsparciem, choć w dużo mniejszej skali, najpewniej będą także inwestycje, z uwagi na zgłaszane przez firmy braki pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. W oczekiwania korzystnego wpływu inwestycji wpisuje się przyjęty program infrastrukturalny o wartości 1,2 bln USD (rozłożony jednak na 8 lat).
- W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że gospodarki krajów rozwiniętych będą w 2022 r. wspierały popyt na polskie towary i usługi, aczkolwiek w słabszej skali niż w 2021 r., tym bardziej, że pojawienie się Omikrona psuje perspektywy na 1Q 2022 r. Niemniej w kolejnych kwartatach gospodarki rozwinięte powinny przyspieszyć, a coraz bardziej ciasny rynek pracy i wysoka inflacja będą skłaniały do zacieśnienia polityki monetarnej przez największe banki centralne.

Gospodarka globalna - Chińska gospodarka znacząco spowolniła w II poł. 2021 r. i jej perspektywy na kolejne lata uległy pogorszeniu

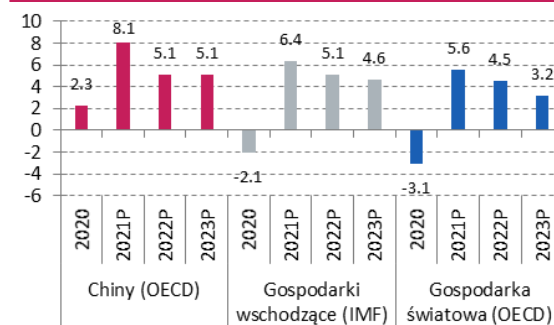
Rynek mieszkaniowy w Chinach



Dynamika PKB w Chinach (%)



Prognozy wzrostu gospodarczego (%)

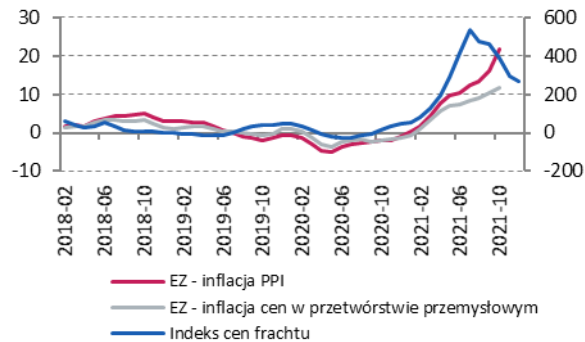


- Po tym jak na przełomie 2019 i 2020 r. wybuchła w Chinach pandemia COVID-19 gospodarka ta już w 2020 r. odrobiła straty w PKB, dzięki opanowaniu transmisji koronawirusa i silnemu popytowi zagranicznemu. Szybki wzrost utrzymał się także w I poł. 2021 r., lecz okres lipiec-grudzień przyniósł znaczące spowolnienie. W 3Q 2021 r. PKB w Chinach wzrósł tylko o 4,9% r/r (+0,2% kw/kw), do czego przyczyniły się miejscowe wzrosty zachorowań na COVID-19, słabsze nastroje konsumentów oraz pogorszenie koniunktury w ważnym dla Chin sektorze nieruchomości. Natomiast na wolniejszy wzrost popytu z zagranicy, po silnej ekspansji eksportu w poprzedzających kwartałach, a także lokalne braki energii elektrycznej dla przemysłu i reformy m.in. rynku pracy. Wpływ tych czynników nie wygasł w 4Q 2021, jednak dzięki dobrym wynikom w I poł. 2021 r. PKB w całym 2021 r. wzrósł o ok. 8,0%.
- Napływ nowych danych sygnalizuje, że w 2022 r. wzrost gospodarczy w Państwie Środka wyhamuje (według OECD do 5,1% r/r). Oczekiwania te uzasadnia wolniejszy niż w I poł. 2021 r. wzrost popytu z zagranicy po jego częściowym nasyceniu w 2020 i 2021 r. Nastroje konsumenckie najpewniej także nie poprawią się względem I poł. 2021 r., biorąc pod uwagę prawdopodobne kolejne lokalne ogniska COVID-19 i utrzymanie polityki zdecydowanych działań przeciwepidemicznych. Zaburzenia produkcji i niedobory energii elektrycznej dla przemysłu jednak stopniowo zmniejszają się, a sytuacja na rynku nieruchomości powinna się normalizować. Kondycja tego sektora oprócz pandemii COVID-19 stanowi obecnie największe źródło niepewności dla chińskiej gospodarki. W 3Q 2021 r. powierzchnia sprzedanych mieszkań była o ok. 15% niższa niż przed rokiem. Wpływało na pogłębienie problemów zadłużeniowych chińskich deweloperów, a część z nich pod koniec 2021 r. nie uregulowała swoich zobowiązań. Władze chińskie wyrażają jednak chęć przeciwdziałania możliwemu kryzysowi zadłużeniowemu w sektorze (m.in. Ludowy Bank Chin obniżył w grudniu 2021 r. stopy rezerw obowiązkowych dla większości banków zwiększając możliwość kreacji kredytu), stąd na ten moment nie zakładamy w naszym podstawowym scenariuszu makroekonomicznym na 2022 r. bankructw chińskich deweloperów i niekontrolowanego załamania rynku nieruchomości. Hamowanie gospodarki chińskiej, drugiej największej na świecie, znajduje swoje odzwierciedlenie w skali globalnej wymiany handlowej, co także w 2022 r. będzie oddziaływało stabilizująco na ceny surowców, których Chiny są bardzo dużym importem.

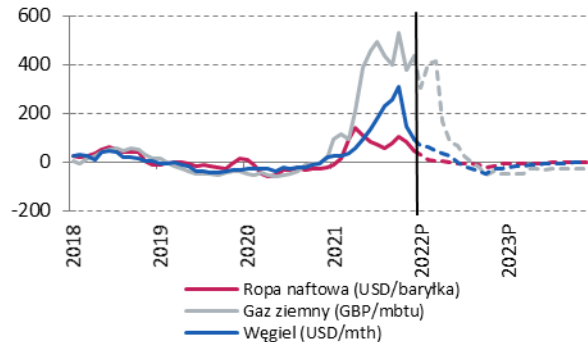
Źródło: Macrobond, IMF, OECD, m2 – metr kwadratowy, 3ma – trzymiesięczna średnia ruchoma

Gospodarka globalna - Inflacja na świecie w 2021 r. osiągała najwyższe wartości od dekad. W 2022 r. powinna się obniżyć, choć nadal pozostanie wysoka.

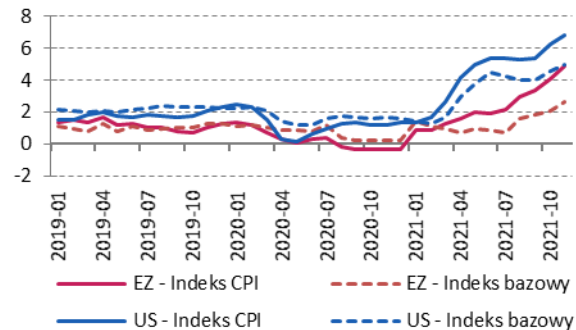
Inflacja PPI w strefie euro i indeks cen frachtu
Harper Peterson (% r/r)



Ceny surowców energetycznych oraz ich prognozy z kontraktów terminowych (% r/r)



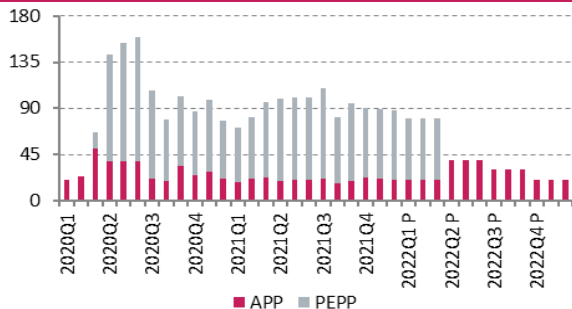
Inflacja CPI i bazowa w strefie euro i w USA (% r/r)



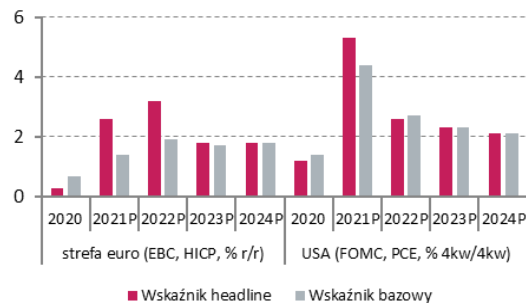
- Rok 2021 r. był okresem nieprzewidzianego bardzo znaczącego nasilenia inflacji na świecie, wynikającego z synchronizowanego szybkiego odbicia aktywności gospodarczej związanego z zaadoptowaniem się gospodarek do funkcjonowania w warunkach pandemii oraz powszechnych w krajach rozwiniętych szczepień przeciw COVID-19. W 2021 r. bardzo silnie wzrosły ceny surowców energetycznych, które znacząco przewyższyły poziomy sprzed pandemii, napędzane m.in. silnym popytem, niskimi stanami zapasów oraz polityką kartelu OPEC. W szczególności ceny gazu ziemnego w II poł. 2021 r. były 4-5 krotnie wyższe niż przed rokiem. Jednocześnie znacząco wzrósł także koszt uprawnień do emisji CO2. Wzmożony popyt wspierany zgromadzonymi podczas lockdownów oszczędnościami skutkowało w warunkach przyblokowania łańcuchów dostaw i wzrostu cen transportu (m.in. morskiego frachtu) wzrostem cen innych surowców oraz dóbr pośrednich. Rosnące koszty produkcji i działalności w części przekładały się na ceny konsumpcyjne. W konsekwencji w listopadzie 2021 r. wskaźnik CPI w USA wyniósł 6,8% r/r i był najwyższy od 1982 r., a w strefie euro sięgnął 4,9% r/r, tj. wartości nienotowanych w dostępnych danych.
- Koniec 2021 r. przyniósł korektę cen surowców na świecie, do czego przyczyniały się m.in. pogorszenie koniunktury w Europie i w Chinach i zaspokojenie części popytu. Poziom cen surowców pozostanie jednak wysoki, co w dalszym ciągu będzie skutkowało, zwłaszcza w I poł. 2022 r. ich wysokimi dynamikami r/r. Jednocześnie zatory w łańcuchach dostaw przedłużają się na 2022 r. i prędko nie ustąpią, zwłaszcza w branży motoryzacyjnej i elektronicznej. Inflacja cen producentów pozostanie zatem wysoka, co wobec oczekiwanej w wielu krajach poprawy sytuacji na rynku pracy, będzie przekładało się na ceny oferowane konsumentom. Ponadto wakaty w części gospodarek pozostają niezapełnione, stąd w II poł. 2022 r., wraz z mniejszym wpływem cen surowców i problemów podażowych w przemyśle, najprawdopodobniej będzie rosła presja po stronie kosztów pracy. 2022 r. powinien być zatem okresem zacieśniania warunków monetarnych na świecie, w skali dużo większej i szybszej niż oczekiwania formułowane rok temu.

Gospodarka globalna – w 2022 r. warunki monetarne na świecie zostaną zaciężnione

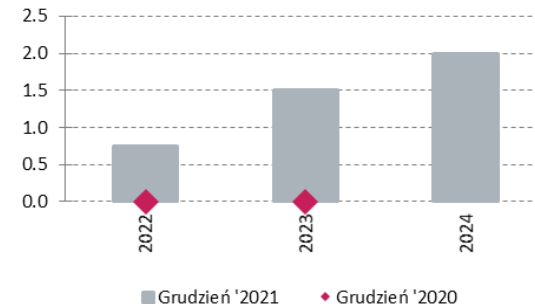
Skup aktywów przez Europejski Bank Centralny
(bln EUR)



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



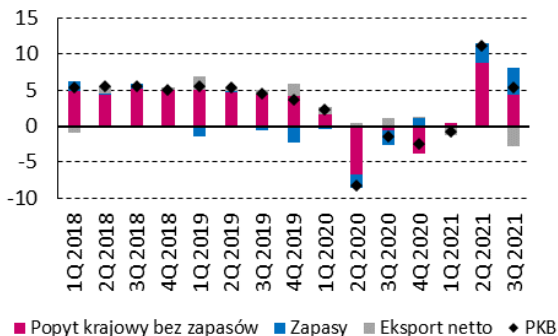
Oczekiwania dotyczące stóp procentowych
FOMC w Stanach Zjednoczonych (%)



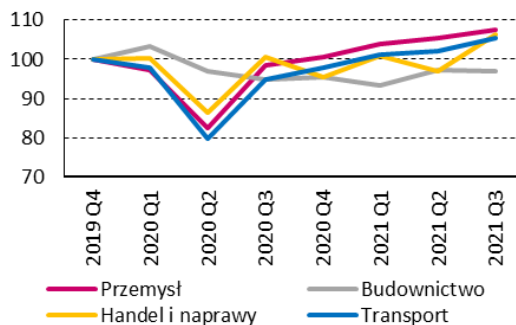
- Polityka pieniężna najważniejszych banków centralnych na świecie przez 2021 r. pozostawała skrajnie łagodna – stopy procentowe pozostawały blisko poziomu 0,00% oraz kontynuowano programy skupu aktywów (quantitative easing). W II połowie roku wraz z ożywieniem gospodarczym i najwyższą od dekad inflacją nastawienie bankierów centralnych uległo zmianie. W ostatnich miesiącach 2021 r. amerykański Federalny Komitet ds. Operacji Otwartego Rynku (FOMC) ogłosił zmniejszanie (tapering) skupu aktywów oraz zmodyfikował oczekiwania co do stóp procentowych w najbliższych latach. Po decyzjach z grudnia 2021 r. miesięczne zakupy aktywów wynoszące przed listopadem 2021 r. 120 mld USD mają zakończyć się do marca 2022 r., a prognozy członków Komitetu wskazują na wzrost stóp procentowych w USA z 0,00% w 2021 r. do 0,75% na koniec 2022 r. i do 1,50% (poziom sprzęd pandemii) na koniec 2023 r. Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego w grudniu 2021 r. także ogłosiła plany zmniejszania luzowania ilościowego, ale w dłuższym horyzoncie, na sygnalizując jednocześnie brak w 2022 r. zmian stóp procentowych.
- Decyzje te nie zaskakiwały, gdyż materializowały się czynniki ryzyka, na które wskazywaliśmy w naszych ostatnich raportach. Obecnie rynki finansowe postrzegają perspektywy stóp procentowych w USA oraz w strefie euro nieco bardziej jastrzębio niż komunikacja banków centralnych. Pojawienie się nowego wariantu koronawirusa i wynikiem zaostrenie restrykcji, stanowi ryzyko dla wolniejszego tempa zaciężniania warunków monetarnych. Niemniej w nieco dłuższej perspektywie nie będzie można z nim zwlekać, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, gdzie popyt na pracę silnie napędza wzrost płac. W przypadku strefy euro podzielamy opinię prezesa Europejskiego Banku Centralnego Ch.Lagarde, że ryzyka dla prognoz inflacji są skierowane w górę, a nasilenie pandemii pod koniec roku oraz nowy wariant koronawirusa nie zmienia tej oceny. W naszym scenariuszu dywergencja polityki pieniężnej między USA a Eurolandem w I poł. 2022 r. będzie postępowata, czego efektem będzie mocniejszy dolar. Spodziewamy się jednak, że w II poł. 2022 r. niepewność co do sytuacji epidemicznej zmniejszy się, a sytuacja na rynku pracy Eurolandu i popyt będą wpływały na mniej łagodną retorykę Rady Prezesów EBC, co prawdopodobnie pociągnie za sobą całkowite zakończenie skupu aktywów i niewielką podwyżkę stóp procentowych. Tym samym wartość euro względem dolara powinna stopniowo rosnąć. Obecne poziomy kursu dolara i ograniczony potencjał do jego umocnienia nie budzą naszym zdaniem obaw o silną reakcję innych banków centralnych m.in. na wzrost cen importu i wycenę długu denominowanego w dolarze.

PKB w Polsce – Polska gospodarka szybko odrobiła pandemiczne straty, napędzana silnym odbiciem konsumpcji i akumulacją zapasów w obliczu zaburzeń w łańcuchach dostaw

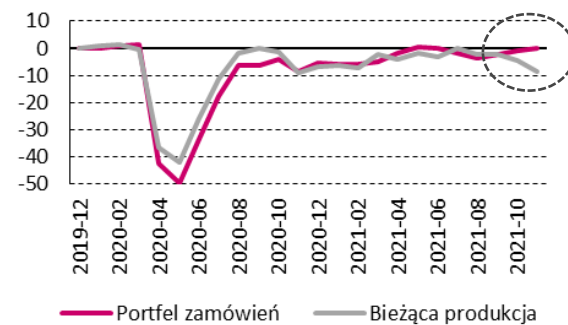
Dynamika PKB w Polsce i jego struktura (pkt proc.)



Wartość dodana brutto w wybranych sektorach gospodarki 4Q 2019=100, sa)



Ocena zamówień i produkcji w badaniach koniunktury w przemyśle (zmiana vs 12.2018)

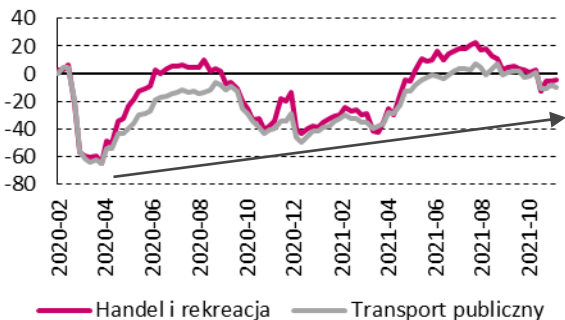


- Rok 2021 był okresem dynamicznego odrabiania strat wywołanych pandemią. Silny impuls fiskalny i monetarny, realizacja odłożonego popytu, wsparta zakumulowanymi w czasie pandemii oszczędnościami nadwyżkowymi sprzyjały szybkiemu odbiciu konsumpcji, szczególnie dóbr trwałych. PKB powrócił do poziomu sprzed wybuchu pandemii już w 2Q 2021. Dynamiczne odbicie popytu sprzyjało ekspansji przemysłu, który jako pierwszy sektor powrócił do trendów sprzed pandemii. Wartość dodana w przemyśle po 3Q 2021 była aż o 7,5% wyższa w stosunku do 4Q 2019. Ekspansja przemysłu oraz dynamiczny rozwój e-commerce sprzyjały wzrostowi wartości dodanej w transporcie i logistyce. Ze względu na utrzymujące się obostrzenia przeciwepidemiczne wolniej odbudowywał się sektor usług, który wciąż nie powrócił do poziomu sprzed pandemii. Kolejne fale zachorowań miały jednak coraz mniejszy wpływ na gospodarkę, która rosła nawet w warunkach nasilenia pandemii. Po stronie popytu najsilniej rosła konsumpcja prywatna. In plus zaskoczyły też inwestycje przedsiębiorstw, choć po pozytywnej niespodziance w 1Q 2021, kolejne kwartały przyniosły ustabilizowanie trendów.
- Dynamiczne odbicie popytu na towary znalazło barierę w postaci ograniczeń po stronie podaży. Przedłużające się zaburzenia w łańcuchach dostaw i problemy z zaopatrzeniem w coraz większy zakres towarów i materiałów ograniczyły wyniki produkcji części branż, co w ostatnich miesiącach znalazło odzwierciedlenie w szybszym wzroście napływających zamówień niż bieżącej produkcji. Problem ten najsilniej dotknął branżę motoryzacyjną oraz elektroniczną. W celu zapewnienia ciągłości produkcji firmy dynamicznie zwiększały zapasy w 2Q i 3Q 2021, których kontrybucja do wzrostu wyniosła odpowiednio 2,7 i 3,7 pkt. proc. Wzrost zapasów powiększył import, a to przy wyhamowaniu eksportu doprowadziło do powiększenia ujemnej kontrybucji eksportu netto.
- W samym 3Q 2021 gospodarka urosła o 2,3% kw/kw (dane odsezonowane), a roczna dynamika PKB wyniosła 5,3% r/r. Dane wysokiej częstotliwości za październik i listopad sugerują, że w 4Q dynamika PKB przyspieszy do ok. 6,0% r/r, w wyniku czego w całym roku 2021 gospodarka urośnie o 5,6%, tj. silniej niż nasza dotychczasowa prognoza 5,3% i wyraźnie więcej niż oczekiwania z początku bieżącego roku.

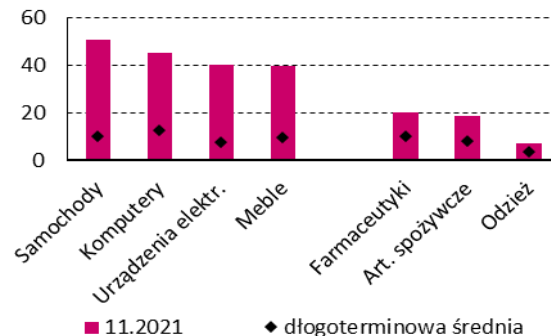
Źródło: Macrobond, GUS, Bank Millennium

PKB w Polsce – Pandemia pozostaje ryzykiem dla perspektyw gospodarki, jednak silniejszym ograniczeniem wzrostu w 2022 będą przedłużające się zaburzenia w łańcuchach dostaw

Indeks mobilności w Polsce (%)



Brak surowców i materiałów jako bariera działalności producentów (pkt)



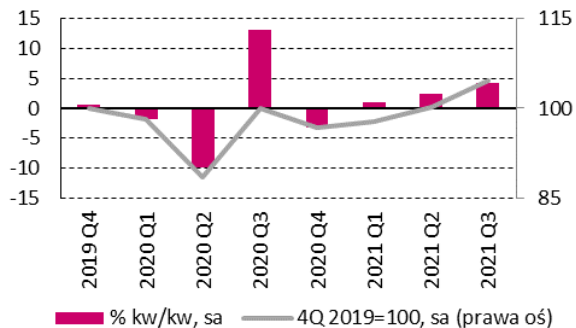
Konsekwencje popytu wyraźnie przewyższające możliwości produkcyjne (%)



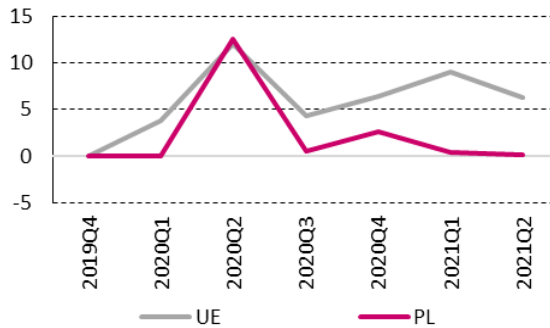
- Perspektywy polskiej gospodarki pozostają umiarkowanie optymistyczne, choć wysoka inflacja, przedłużające się napięcia w łańcuchach dostaw, silniejsza od naszych pierwotnych oczekiwań skala zacieśnienia monetarnego, a także opóźnienie akceptacji Krajowego Planu Odbudowy, w połączeniu z wyhamowaniem wzrostu gospodarek naszych głównych partnerów handlowych skłoniły nas do nieznacznej rewizji w dół prognozy PKB na 2022 r. Obecnie zakładamy, że w przyszłym roku gospodarka urośnie o 4,5%, a nie 5,3% spodziewanych poprzednio. To w dalszym ciągu wzrost przekraczający długoterminową średnią, zapewniający utrzymanie dodatniej luki popytowej. Czynnikiem niepewności dla gospodarki pozostaje rozwój pandemii, jednak dotychczasowe dane wskazują na coraz większą odporność gospodarki na kolejne fale zachorowań i mniejszy ich wpływ na mobilność społeczną. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że kolejnych fal pandemii nie da się zapobiec, jednak uzyskana odporność (w wyniku szczepień lub przebytej infekcji) będzie chroniła przed ciężkim przebiegiem choroby. W rezultacie powinno udać się uniknąć silnych lockdownów i spadku mobilności społecznej, przez co skala nakładanych ograniczeń nie powinna silnie zaburzać aktywności ekonomicznej. Spodziewamy się nieznacznej zmiany struktury wzrostu w 2022 r. Zmniejszy się bowiem kontrybucja zapasów, natomiast zakładamy większy wkład ze strony inwestycji w środki trwałe.
- Ryzykiem dla gospodarki pozostaje reakcja konsumentów na wysoką inflację oraz towarzyszące jej podwyżki stóp procentowych. Ograniczają one realne dochody rozporządzalne gospodarstw domowych, jednak w naszej ocenie ich wpływ będzie częściowo łagodzony przez ekspansywną politykę fiskalną, szczególnie Polski Ład, który poprzez obniżkę efektywnej stawki podatkowej powiększy dochody rozporządzalne konsumentów o niższych dochodach, wspierając ich konsumpcję.
- Bieżąca aktywność w przemyśle, a także częściowo w handlu ograniczona będzie przez utrzymujące się zaburzenia w dostawach. Badania koniunktury wskazują na stabilizowanie się napięć podażowych, szczególnie że wyhamowuje też popyt globalny, jednak ich rozładowanie może zająć kilka kwartałów. Biorąc powyższe pod uwagę uważamy, że bilans ryzyk dla wzrostu gospodarczego w przyszłym roku skierowany jest w dół.

Konsumpcja - Konsumpcja była w 2021 silnym motorem gospodarki, napędzanym rosnącymi dochodami, wykorzystaniem oszczędności oraz zmianą nawyków konsumpcyjnych

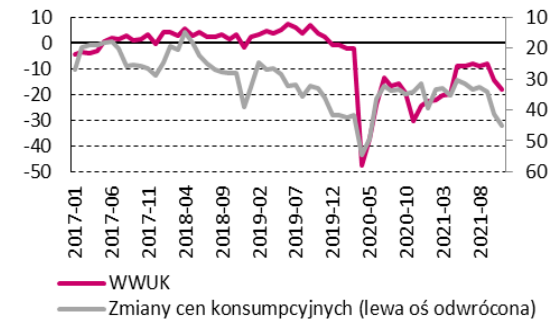
Konsumpcja w sektorze gospodarstw domowych



Oszczędności gosp. domowych (% dochodu rozporządzalnego, zmiana względem 4Q 2019)



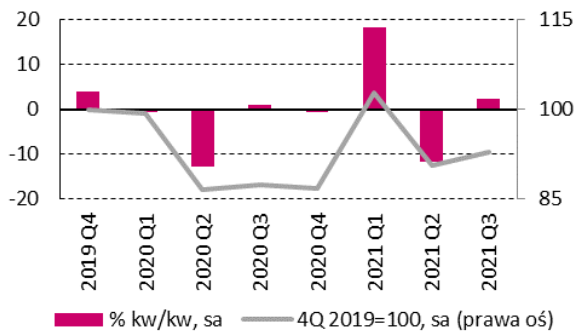
Wskaźniki nastrojów konsumentów (pkt)



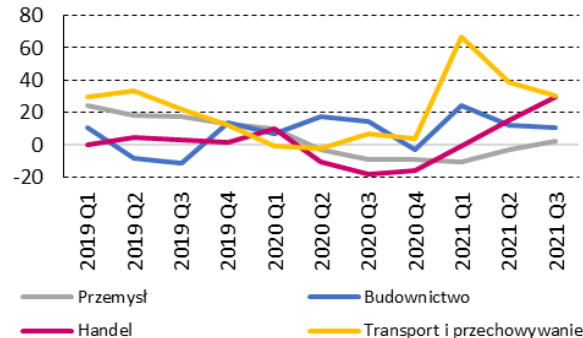
- W poszczególnych kwartalach 2021 roku konsumpcja prywatna odbudowywała straty wywołane lockdownem. Zgodnie z oczekiwaniami kolejne fale pandemii miały coraz mniejszy wpływ na mobilność społeczną i konsumpcję, co wskazuje na rosnącą adaptację działalności firm oraz nawyków zakupowych konsumentów do nowych warunków. Konsumpcja prywatna była głównym motorem gospodarki w tym okresie i już w 2Q 2021 jej poziom powrócił do stanu sprzed wybuchu pandemii. W 3Q jej wzrost wyniósł 4,7% r/r, natomiast w całym roku ukształtuje się na poziomie 5,8% wobec prognozowanego w poprzednim roku wzrostu o 4,2%. Szybsza od oczekiwań odbudowa rynku pracy, której towarzyszył silny wzrost wynagrodzeń oraz realizacja zaległego popytu i wykorzystanie nadwyżkowych oszczędności, zgromadzonych w czasie lockdownów, napędzały wydatki konsumpcyjne. Początkowo na dobra trwałe, natomiast po złagodzeniu restrykcji przeciwepidemicznych także na usługi. Narastające zaburzenia w procesie zaopatrzenia ograniczały sprzedaż w części kategorii dóbr trwałego użytku, co może utrzymać się także w roku 2022.
- Konsumpcja ma podstawy do utrzymania wzrostu i pozostania solidnym filarem gospodarki, choć jej dynamika obniży w naszej ocenie do 4,8% w 2022 r. Sytuacja dochodowa gospodarstw domowych pozostanie dobra, choć siła nabywcza dochodów z pracy będzie ograniczana przez wysoką inflację i podwyżki stóp procentowych. W naszej ocenie jednak skutki zacieśniania polityki pieniężnej w skali wycenianej obecnie przez rynki finansowe zostanie w dużej mierze skompensowana przez ekspansywną politykę fiskalną. W szczególności dotyczy to programu Polski Ład, którego koszt dla sektora publicznego szacowany jest na 0,4% PKB. W kierunku wsparcia dochodów, a przez to także konsumpcji działać będzie także tarcza antyinflacyjna, a jej koszt szacowany jest na 10 mld PLN. Wolniejszy wzrost konsumpcji będzie także efektem wykorzystania już nadmiarowych oszczędności, które zgromadzone były w czasie lockdownów. Stopa oszczędności w Polsce wróciła do poziomu sprzed wybuchu pandemii. Wydaje się więc, iż paliwo dla konsumpcji w postaci realizacji odłożonego popytu i nadmiarowych oszczędności wyczerpało się.
- Dane o sprzedaży detalicznej wskazują na trwałą zmianę nawyków zakupowych konsumentów i rosnący udział sprzedaży przez Internet, nawet w okresach niskiej liczby zachorowań na COVID-19. Sugeruje to, iż ewentualne nasilenie pandemii i wzrost obostrzeń nie powinny spowodować silnego załamania konsumpcji.

Inwestycje - Po zrywie w 1Q 2021 tempo odbudowy inwestycji w gospodarce wyhamowało, głównie ze względu na mniejszą aktywność inwestycyjną sektora publicznego

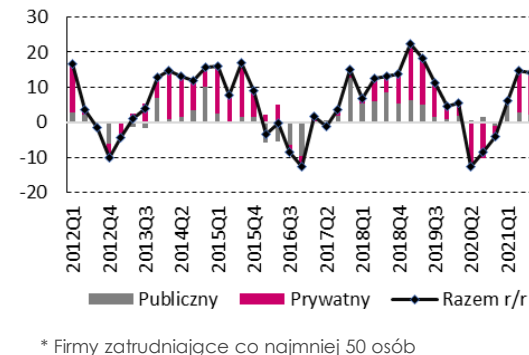
Inwestycje w gospodarce



Inwestycje przedsiębiorstw w podziale na sektory (% r/r, ceny bieżące)



Inwestycje w sektorze przedsiębiorstw według sektora własności (% r/r, ceny bieżące)

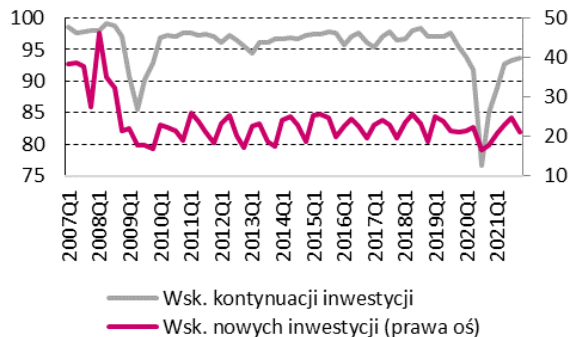


* Firmy zatrudniające co najmniej 50 osób

- Po niespodziewanym wysoku w 1Q 2021, kiedy nakłady na środki trwałe wrócili do poziomu sprzed wybuchu pandemii (w cenach stałych) odbudowa inwestycji wyhamowała. W 3Q 2021 dynamika inwestycji w gospodarce wyniosła aż 9,3% r/r, jednak wciąż ich poziom pozostaje poniżej wartości z 4Q 2019. Stopa inwestycji, rozumiana jako ich udział w PKB, pozostała wciąż niższa niż przed wybuchem pandemii i znacznie niższa niż długoterminowa średnia, choć w 3Q przestała się obniżać i wyniosła 16,3%. Odbudowa inwestycji to w głównej mierze efekt rosnących nakładów sektora przedsiębiorstw, a w szczególności firm prywatnych. W tej grupie firm (firmy zatrudniające co najmniej 50 osób) wydatki inwestycyjne wzrosły w 3Q 2021 o 16,1% r/r (nominalnie), drugi miesiąc z rzędu rosnąc w tempie dwucyfrowym. Solidne wzrosty inwestycji następują zarówno w grupie firm krajowych, jak i zagranicznych, choć w 3Q 2021 dynamika inwestycji w firmach krajowych prywatnych wyhamowywała stopniowo. Sektor prywatny kontynuuje zatem odbudowę nakładów na rozbudowę majątku produkcyjnego i poprawę produktywności w warunkach silnej odbudowy popytu, co widoczne było zarówno w dynamicznie rosnących nakładach na maszyny i urządzenia, ale także konstrukcji budowlanych. Wysoki popyt, szczególnie w przypadku trwałych dóbr konsumpcyjnych, bardzo dobra sytuacja finansowa firm oraz wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych sprzyjały rozbudowie majątku produkcyjnego. Po dynamicznym początku roku wyhamowuje natomiast dynamika inwestycji firm publicznych.
- Negatywny wkład do inwestycji ma natomiast sektor samorządowy i centralny. Samorzady wciąż ograniczają inwestycje, choć w wolniejszym tempie niż na początku 2021 r. Ich poziom w 3Q br. był niższy o 1,4% r/r (nominalnie) po spadku o 11,3% r/r w 2Q 2021. Znacznie niższe niż przed rokiem są też wydatki inwestycyjne sektora centralnego. W ujęciu branżowym najdynamiczniej rosły inwestycje w branży transport i logistyka. Rozwój handlu internetowego, ale także nasilające się problemy z zaopatrzeniem, wymuszające usprawnienie procesu logistycznego, sprzyjały inwestycjom w rozwój floty samochodowej, ale także infrastruktury logistycznej i przestrzeni magazynowej.

Inwestycje - Perspektywy inwestycji pozostają pozytywne, czemu sprzyja zwiększona aktywność inwestycyjna firm prywatnych oraz perspektywa zwiększenia inwestycji sektora publicznego

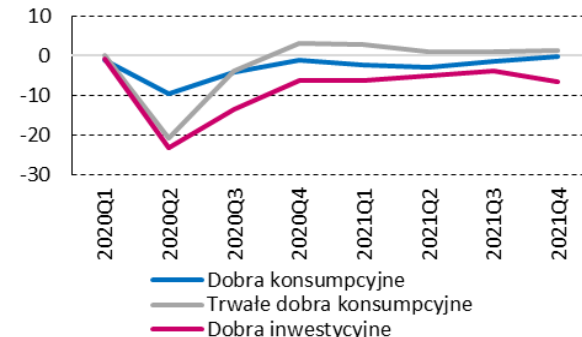
Wskaźnik nowych inwestycji oraz kontynuacji inwestycji (pkt)



Napływ środków finansowych z UE (% PKB, w cenach bieżących)



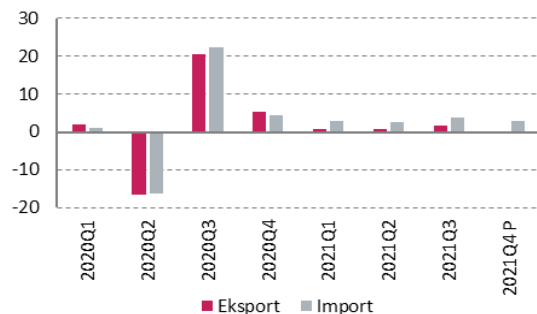
Wykorzystanie mocy wytwórczych (% zmiana względem 4Q 2019)



- W naszej ocenie przedsiębiorstwa wciąż mają potencjał do zwiększenia inwestycji. Dążenie do usprawnienia procesu logistycznego sprzyjać będzie inwestycjom w rozbudowę floty samochodowej oraz przestrzenie magazynowe. W przemyśle natomiast w rozbudowę mocy wytwórczych inwestować powinni producenci trwałych dóbr konsumpcyjnych, gdzie oczekiwane jest utrzymanie solidnego popytu, a wykorzystanie majątku produkcyjnego przekroczyło już poziomy sprzed wybuchu pandemii. Przy ograniczonej podaży pracy, a także wysokim wykorzystaniu mocy wytwórczych, inwestycje będą głównym sposobem zwiększania skali działania. Z badań NBP wynika, że dla 9% firm reakcją na nadmierny popyt może być rozbudowa majątku produkcyjnego. Aktywności inwestycyjnej służy też dobra sytuacja finansowa firm, szczególnie dużych i średnich (zatrudniających co najmniej 50 osób), zwłaszcza, że dominującym źródłem finansowania nakładów jest nadwyżka finansowa. W kierunku wyższych inwestycji w przemyśle działają zagrożenia w łańcuchach dostaw. Podstawy do umiarkowanego optymizmu w zakresie inwestycji dają wyniki badania NBP – Szybki Monitoring, które wskazują na utrzymanie wysokiego odsetka firm planujących kontynuację inwestycji oraz wzrost firm, które planują nowe inwestycje. Ryzykiem dla inwestycji przedsiębiorstw może być słaby złoty, który pogarsza opłacalność importu. A warto pamiętać, że blisko 1/4 polskiego importu ma charakter inwestycyjny. Biorąc pod uwagę, iż obecne poziomy rynkowe kursy USD/PLN i EUR/PLN dla części firm przekraczają już poziomy progowych kursów opłacalności importu, to czynnik ten może działać w kierunku osłabienia lub opóźnienia rozpoczęcia projektów inwestycyjnych.
- Rok 2022 powinien być okresem odbudowy inwestycji publicznych. Liczymy na stopniowe przyspieszanie wykorzystywania środków z nowej perspektywy finansowej, w ramach której w latach 2021-2027 trafią do Polski środki na politykę spójności wartości 72,2 mld PLN. Zakładamy, iż Krajowy Plan Odbudowy zostanie zaakceptowany w pierwszej połowie przyszłego roku i w drugiej jego części środki zaczną już płynąć. Ryzyko opóźnienia akceptacji KPO pozostaje wysokie i stanowi istotny czynnik niepewności dla perspektywy wzrostu w roku 2022. Ubytek PKB będzie zależny od okresu opóźnienia, natomiast w przypadku braku napływu środków należałoby liczyć się z obniżeniem wyniku PKB w całym roku o ok. 0,5 pkt. proc. względem naszego obecnego scenariusza.

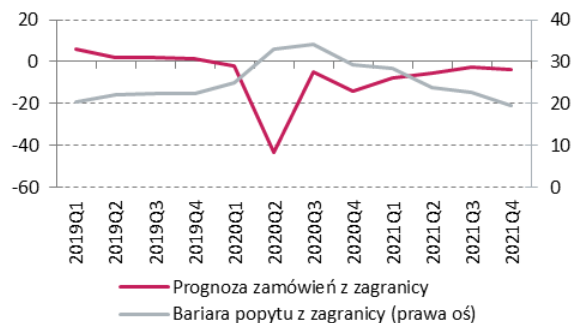
Wymiana handlowa z zagranicą – Rok 2021 to okres kontynuacji odbudowy wymiany handlowej z zagranicą. Oczekiwania dla 2022 r. są korzystne, choć dynamika eksportu i importu wyhamuje.

Dynamika eksportu i importu według rachunków narodowych (sa, % kw/kw, ceny stałe)

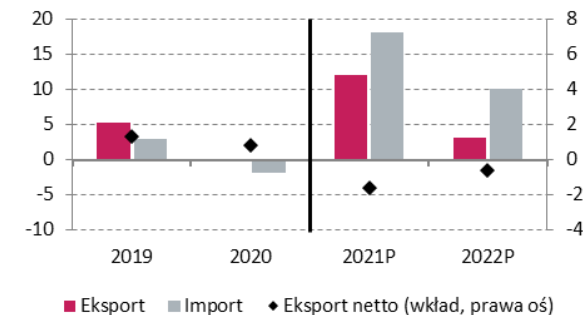


- Rok 2021 to okres kontynuacji wzrostu eksportu i importu towarów oraz usług, w tempie znacznie wyższym niż spodziewaliśmy 12 miesięcy temu. Globalna odbudowa popytu po szoku pandemicznym w 2020 r. była silna, lecz napotkała barierę po stronie podaży w przemyśle, a także problemy transportowe związane z działaniami przeciwko COVID-19 (np. w Chinach). Oddziaływało to hamująco na ekspansję krajowego eksportu, w szczególności niedobory komponentów elektronicznych spowodowały w II poł. 2021 spadki r/r sprzedaży za granicę aut i ich części. Import wspierany popytem krajowym (w tym gromadzeniem zapasów przez przemysł) rósł szybciej niż eksport. Według naszych szacunków eksport towarów i usług według metodologii rachunków narodowych (w cenach stałych) wzrósł w 2021 r. o 12,3% po wzroście 0,1% w 2021 r., a import o 16,7% po spadku o 1,2% w 2020 r. W rezultacie saldo obrotów handlowych z zagranicą miało znacząco ujemny (-1,6 pkt proc.) wkład do dynamiki PKB w 2021 r.
- Perspektywy wymiany handlowej z zagranicą w 2022 r. pozostają korzystne, aczkolwiek niedobory i opóźnienia dostaw w przemyśle zwłaszcza w I poł. roku najpewniej nadal będą oddziaływać ograniczająco na dynamikę eksportu. Naszym zdaniem jednak czynnik ten w przypadku polskiej gospodarki ma mniejszy wpływ niż w niektórych krajach, ze względu na większą dywersyfikację produktów (w tym mniejsze znaczenie branży motoryzacyjnej) oraz nieco niższy stopień wykorzystania zdolności wytwórczych. Wzrost gospodarczy na świecie powinien wspierać eksport - ankietowane przez GUS przedsiębiorstwa spodziewają się wysokiej wartości zamówień z zagranicy i wskazują na obniżającą się barierę dla rozwoju wynikającą z niedostatecznego popytu zagranicznego. Obniżenie się cen surowców na rynkach światowych pod koniec 2021 r. budzi nadzieję na stopniowo rozładowywanie się napięć w przemyśle, choć niektóre sektory np. elektroniczny, czy motoryzacyjny będą przez dłuższy czas borykać się z problemami z zaopatrzeniem. Według naszej prognozy obniży się także dynamika importu, ze względu na wysoką bazę odniesienia, spodziewane umiarkowane schłodzenie wzrostu gospodarczego oraz wysokie ceny importu zmniejszające popyt (choć nie wszystkich dóbr i usług, np. popyt na surowce energetyczne charakteryzuje się niską elastycznością cenową popytu). Z drugiej strony zakładamy, że w 2022 r. KE zaakceptuje Krajowy Plan Odbudowy, który pod koniec 2022 r. może wesprzeć importochłonne inwestycje. W efekcie eksport netto, będzie miał ujemny wkład do wzrostu PKB, choć nie aż tak jak w 2021 r.

Wskaźniki koniunktury dla przemysłu (pkt, sa)

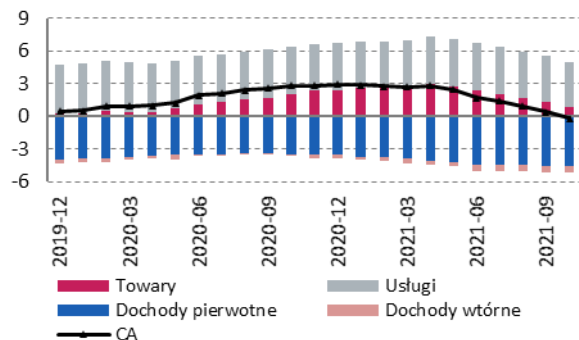


Prognozy eksportu, importu (%) i wkładu do wzrostu PKB eksportu netto (pkt proc.)

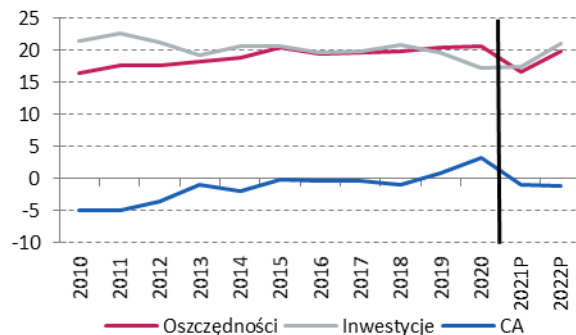


Wymiana handlowa z zagranicą – w 2021 r. znacząco pogorszyło się saldo obrotów bieżących. Spodziewany przez nas deficyt w 2021 r. najpewniej ulegnie w 2022 r. pogłębieniu.

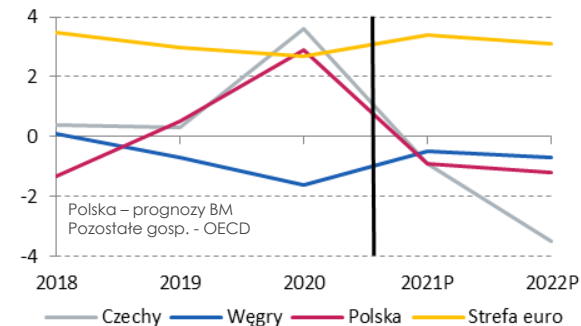
Dekompozycja skumulowanego 12-miesięcznego salda rachunku bieżącego (% PKB)



Oszczędności, inwestycje i saldo rachunku bieżącego (% PKB)



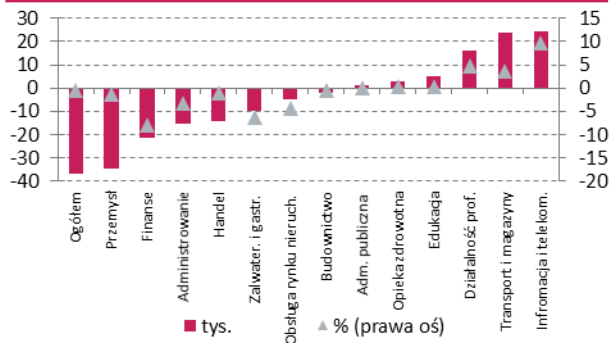
Prognozy salda rachunku bieżącego (CA) dla krajów Europy Środkowej (% PKB)



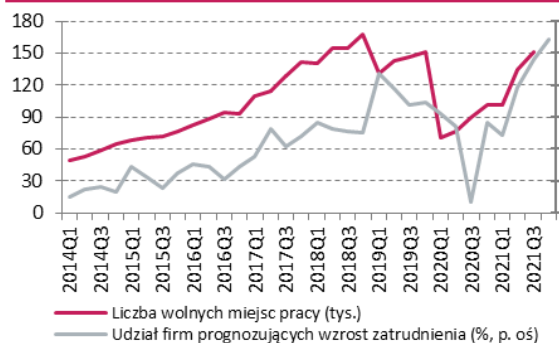
- W 2021 r. znaczącemu pogorszeniu uległo saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego, co wynikało przede wszystkim z przesunięcia się odnotowywanej w pierwszych miesiącach 2021 r. nadwyżki na rachunku obrotów towarowych z zagranicą w kierunku deficytu. Jak zaznaczaliśmy wcześniej „wąskie gardła” w przemyśle ograniczały w 2021 r. aktywność eksportową, a rosnące ceny surowców, odbudowa zapasów przez firmy przemysłowe oraz wzrosty konsumpcji napędzały import. Pozostałe składowe rachunku bieżącego charakteryzowały się w 2021 r. dużo mniejszą zmiennością. Ostatecznie w październiku 2021 r. (ostatnie dostępne dane) skumulowane 12-miesięczne saldo rachunku bieżącego po raz pierwszy od 2 lat okazało się ujemne i wyniosło -0,2% PKB. Czynniki kierujące tę sumę w kierunku deficytu najprawdopodobniej utrzymywały się do końca 2021 r., stąd saldo na koniec roku obniży się według naszych obliczeń do -1,0% PKB.
- Naszym zdaniem odnotowywana od 2019 r. nadwyżka w bilansie obrotów bieżących nie jest naturalną wartością biorąc pod uwagę potrzebę krajowej gospodarki do zwiększenia kapitału produkcyjnego oraz inwestycji infrastrukturalnych. Nadwyżka ta spowodowana była głównie spadkiem względem oszczędności stopy inwestycji w gospodarce, do czego przyczyniała się pandemiczna niepewność, a jeszcze w 2019 r. czynniki związane z koniunkturą zagraniczną i końcem perspektywy budżetu Unii Europejskiej.
- Uwarunkowania wzrostu inwestycji w gospodarce w 2022 r., tj. wysoki stopień wykorzystania zdolności wytwórczych, problemy z zaspokojeniem popytu na pracę w przemyśle oraz bardzo dobra kondycja finansowa firm przedstawiają się korzystnie. Ponadto zakładamy, że fundusze unijne będące częścią Krajowego Planu odbudowy zostaną odblokowane przez KE. Wobec tego deficyt na rachunku obrotów bieżących powinien dalej pogłębiać się w 2022 r. Nie zakładamy jednak, aby silnie oddziaływał on na kurs złotego, gdyż wynikająca z teorii zależność w rzeczywistości jest dość luźna.

Rynek pracy - Poprawa na rynku pracy w Polsce w 2021 r. okazała się dużo szybsza niż wydawało się rok temu. Zatrudnienie w 2022 r. powinno dalej rosnąć, chociaż problemy podażowe na rynku pracy będą to utrudniać.

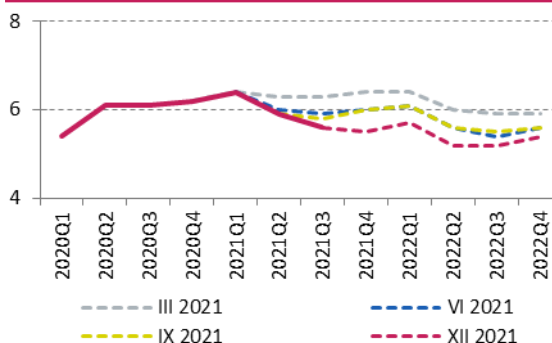
Zmiana liczby pracujących w gosp. narodowej w 2021 Q3 – zmiana względem 2019 Q3



Liczba wolnych wakatów i udział firm prognozujących wzrost zatrudnienia (sa)



Rewizje prognoz Banku Millennium stopy bezrobocia rejestrowanego (%)

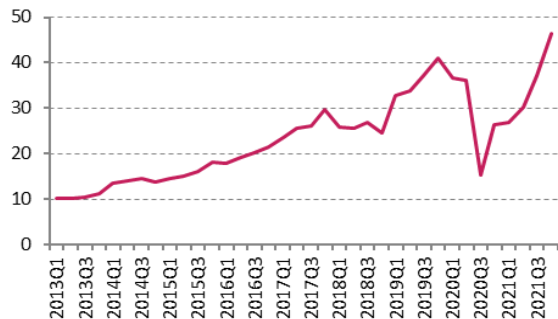


- W 2021 r. sytuacja na rynku pracy w Polsce, po początkowej stabilizacji w 1Q 2021, gdy obowiązywały surowe obostrzenia, uległa następnie szybkiej poprawie. Jej skala okazała się większa od naszych oczekiwań formułowanych w pierwszych miesiącach tego roku, a zatrudnienie i stopa bezrobocia na koniec 2021 r. zbliżyły się do poziomów sprzed pandemii. Obawy o znaczący negatywny wpływ wygaszenia wsparcia z tarczy finansowej dla firm nie zrealizowały się. W 3Q 2021 (ostatnie dane) liczba pracujących w gospodarce narodowej była już tylko o ok. 37 tys. niższa niż w 3Q 2019 r., tj. w analogicznym okresie przed wybuchem pandemii, aczkolwiek sytuacja pomiędzy sektorami różniła się (pełniejszy obraz rynku pracy pokazują dane o pracujących wg. BAEL, ale ze względu na zmiany w metodologii nie można porównać 2021 r. z wcześniejszymi latami). Największa negatywna zmiana widoczna była w przypadku przemysłu, co wiązać można z wpływem zaburzeń podażowych w części branż i rosnących kosztów. Zatrudnienie nie odbudowało się także w pełni w handlu, zakwaterowaniu i gastronomii, tj. w sektorach najbardziej dotkniętych pandemią. Rosnące znaczenie zdalnej działalności gospodarczej i popyt zagraniczny wspierały natomiast wzrost liczby pracujących w transporcie i gospodarce magazynowej. W ciągu 2021 r. rewidowaliśmy w dół prognozy stopy bezrobocia rejestrowanego, która na koniec 2021 r. powinna obniżyć się do 5,5% z 6,3% w grudniu 2020 r.
- Perspektywy popytu na pracę w 2022 r. kształtują się korzystnie. Krajowa gospodarka w bardzo dużym stopniu dostosowała się do funkcjonowania w nowych warunkach. Wraz ze spodziewanym wzrostem gospodarczym powyżej średniej historycznej w 2022 r. zatrudnienie powinno dalej przyrastać. Oczekiwania te potwierdzają firmy ankietowane w badaniu „Szybki Monitoring NBP”, gdzie 42% z nich spodziewa się wzrostu zatrudnienia w horyzoncie 12 miesięcy. Naszym zdaniem będzie o niego jednak coraz trudniej, ze względu na niedobory pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Według danych GUS już w 3Q nieobsadzonych pozostało blisko 160 tys. miejsc pracy, co jest wartością zbliżoną do rekordów z 2018 r. Najwięcej wolnych stanowisk dotyczy przetwórstwa przemysłowego, budownictwa i handlu. W przypadku podaży pracy nie zakładamy istotnych zmian w aktywności ekonomicznej, która w 3Q wyniosła 57,6%. Jednocześnie naszym zdaniem istnieje szansa na napływ pracowników z zagranicy, jednak już w dużo mniejszym stopniu niż w Ukrainy, po silnych przyrostach w ostatnich latach. Wobec tych czynników podażowych spodziewamy się, że presja płacowa w 2022 r. będzie, podobnie jak w 2021 r., wysoka.

Zródło: Macrobond, GUS, Bank Millennium, k.o. – koniec okresu

Rynek pracy – Spodziewana sytuacja na rynku pracy w 2022 r. będzie generowała podwyższoną presję płacową

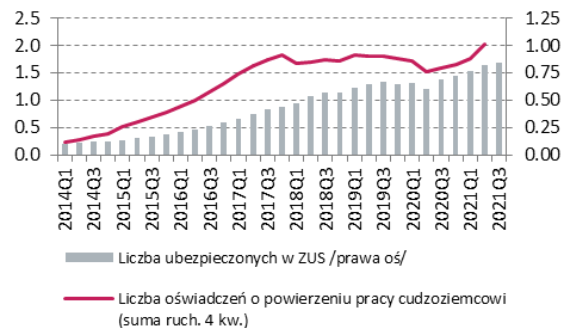
Udział średnich i dużych firm prognozujących wzrost płac (% sa)



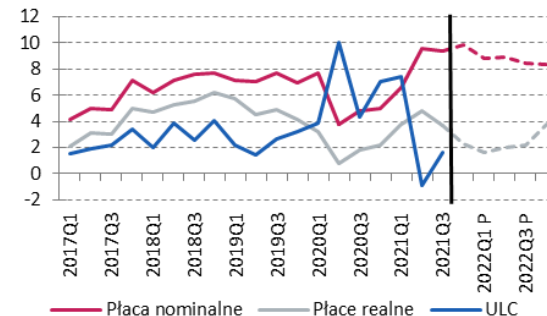
- W 2021 r. wraz z odbudowującą się aktywnością gospodarczą i zatrudnieniem silnie przyspieszył wzrost płac. Według naszych szacunków średnie miesięczne wynagrodzenie brutto w gospodarce wzrosło o 8,8%, co wobec dynamiki w 2020 r. wynoszącej 5,0% wynika jednak częściowo z efektu niskiej bazy. Niemniej przyrost wynagrodzeń w Polsce w 2021 r. względem przedpandemicznego 2019 r. był jednym z najwyższych w UE. Żądaniom płacowym sprzyjała także wysoka inflacja. Według badania koniunktury przedsiębiorstw „Szybki Monitoring NBP” w 3Q 2021 r. 73% ankietowanych firm odczuwało presję ze strony pracowników na wzrost wynagrodzeń.
- Spodziewamy się, że także w 2022 r. wzrost płac pozostanie mocny i wyniesie 8,6%, tj. będzie zbliżony do danych z 2021 r. Za tą prognozą przemawia oczekiwany nadal silny popyt na pracę w warunkach ograniczeń podażowych, pomimo prognozowanego na 2022 r. wolniejszego niż w 2021 r. wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem przedsiębiorstwa nadal będą konkurować o pracownika z požadanymi kwalifikacjami oraz starać się o utrzymanie dotychczasowych zasobów kadrowych wobec silnego w 2021 r. wzrostu rotacji zatrudnionych. Według wspomnianego badania NBP 44% przedsiębiorstw planowało podwyżki w najbliższym czasie, natomiast w horyzoncie 12 miesięcy ponad 71%. Nadal czynnikiem zwiększającym żądania płacowe będzie oczekiwana na 2022 r. wysoka inflacja, budząca ryzyko napędzenia spirali inflacja-płace. Podwyżka minimalnego miesięcznego wynagrodzenia do 3010 PLN będzie miała bliski neutralnego wpływ na wzrost płac, gdyż kwota ta jest o 7,5% wyższa niż w 2021 r.
- Wzrost płac w gospodarce naszym zdaniem stanowi największe źródło niepewności dla procesów inflacyjnych w Polsce w średnim okresie. Krajowa gospodarka charakteryzuje się niskim w odniesieniu do bogatszych krajów Unii Europejskiej stopniem robotyzacji pracy, co oznacza, że zwiększenie możliwości produkcyjnych będzie pociągało za sobą zwiększoną konkurencję o pracownika. Czynnikiem hamującym narastanie presji płacowej może być napływ pracowników z zagranicy. Skala oddziaływania tego czynnika nie powinna być jednak znacząca, zwłaszcza, że po przyjeździe dużej liczby osób w poprzednich latach jest coraz trudniej o napływ nowych pracowników z Ukrainy. Rośnie natomiast liczba imigrantów z ubezpieczeniem ZUS, co z perspektywy starzenia się społeczeństwa jest dobrą informacją dla podaży pracy mogącą wskazywać, że obecność części obcokrajowców ma długotrwały charakter.

Źródło: Macrobond, MRIPS, NBP, ZUS, , Bank Millennium, P – prognoza, *do danych o oświadczeniach dołączono od 2018 r. dane o zezwoleniach na pracę sezonową

Dane o pracy cudzoziemców w Polsce (mln)*

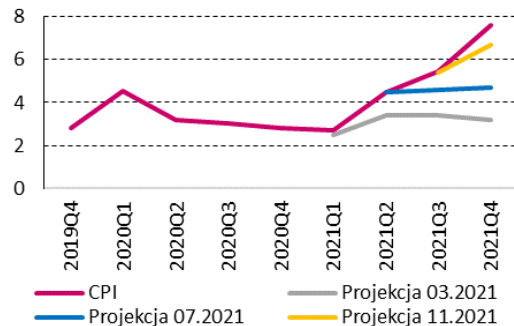


Płace nominalne, realne oraz jednostkowe koszty pracy (% r/r)

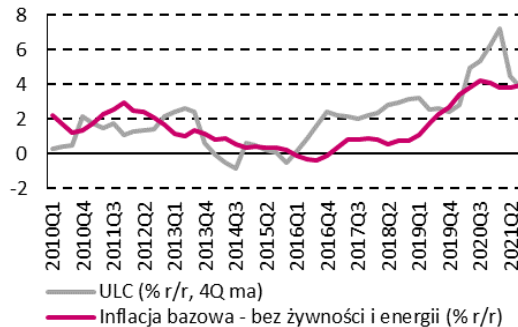


Inflacja - Znaczne nasilenie presji inflacyjnej w 2021 r., napędzane było niemal wszystkimi elementami koszyka inflacyjnego r/r

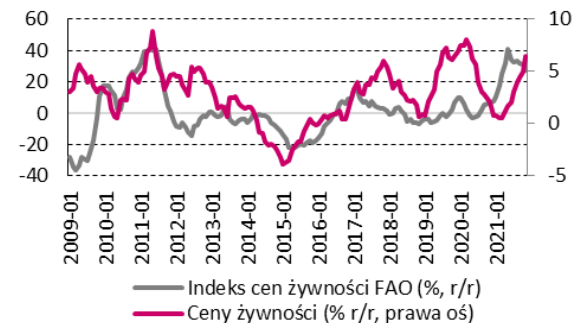
Inflacja CPI w Polsce na tle projekcji NBP (% r/r)



Jednostkowe koszty pracy i inflacja bazowa



Indeks cen żywności FAO i ceny żywności w Polsce (% r/r)

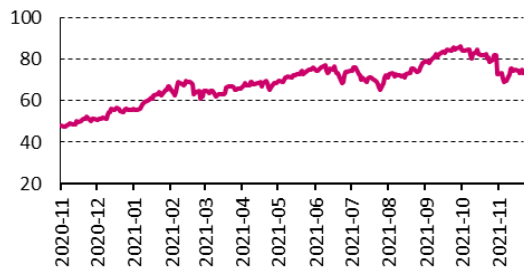


- Rok 2021 to okres gwałtownego nasilenia inflacji. Przez znaczną część roku wskaźniki inflacji zaskakiwały negatywnie i w listopadzie inflacja mierzona indeksem CPI wyniosła 7,8% r/r, osiągając poziom najwyższy od 20 lat. Presja inflacyjna miała szeroki zakres i widoczna była we wysokich odczytach indeksu PPI (w październiku osiągnął on poziom najwyższy od 24 lat), cen importu (10-letnie maksimum), czy też deflatora konsumpcji indywidualnej (10-letni szczyt). Średnio w roku inflacja CPI ukształtuje się na poziomie 5,1%, czyli znacznie więcej niż spodziewany jeszcze w lipcu przez NBP poziom 4,2%. Źródłem nasilenia presji inflacyjnej były początkowo rosnące ceny energii oraz popandemiczne dostosowanie cen części usług, do czego w dalszej kolejności dołożyły się rosnące ceny surowców i materiałów jako efekt dynamicznego odbicia popytu i narastających zaburzeń w łańcuchach dostaw. To w dużej mierze czynniki zewnętrzne, jednak w warunkach dynamicznie rosnącego popytu konsumpcyjnego, spadającego bezrobocia i rosnącej presji płacowej, a także ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej dały firmom przestrzeń do przeliczenia rosnących kosztów na ceny konsumenta. Pomimo otoczenia pandemicznego, lata 2020-2021 przyniosły silny wzrost jednostkowych kosztów pracy, których dynamika wyraźnie przekraczała poziomy sprzed wybuchu pandemii. W rezultacie do 20-letnich szczytów wzrosły także miary inflacji bazowej. Wysoka inflacja ma globalny zakres i jej rekordowe odczyty notowane są w wielu krajach, jednak w Polsce inflacja jest jedną z najwyższych spośród krajów UE.
- Do nasilenia inflacji przyczyniają się także rosnące na rynkach globalnych ceny żywności. Indeks cen żywności FAO osiągnął w listopadzie br. poziom najwyższy od ponad 10 lat, a najsilniej w tym roku podrożały rośliny oleiste, zboża oraz cukier. Do wyższych cen żywności na rynku krajowym przyczyniały się m.in. rosnące ceny energii, gazu, płac oraz nawozów sztucznych napędzających koszty produkcji żywności przetworzonej, które w dalszej kolejności przenoszone były na ceny detaliczne.
- Nie bez znaczenia dla inflacji był także staby złoty. W listopadzie złoty, mierzony nominalnym efektywnym kursem walutowym, był najstabszy od niemal 10 lat, a rynkowe poziomy kursu EUR/PLN i USD/PLN zbliżyły się do progowych kursów opłacalności importu. Staby złoty, w połączeniu z rosnącymi na rynkach międzynarodowych cenami surowców wywindował roczną dynamikę cen importu do poziomu najwyższego od 2011 roku, potęgując zwyżkę cen surowców na rynkach międzynarodowych.

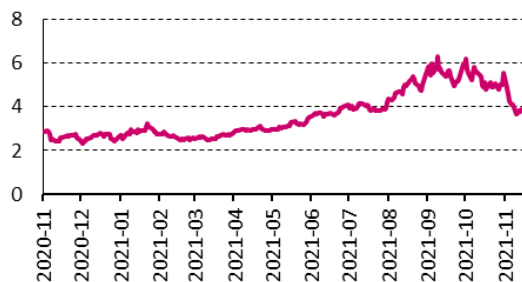
Źródło: Macrobond, NBP

Inflacja - Ceny części surowców oddaliły się od tegorocznych szczytów sugerując stopniowe ustępowanie presji inflacyjnej w 2022 r. ze strony czynników podażowych, jednak nie dotyczy to cen energii elektrycznej

Ceny ropy Brent (USD/baryłka)



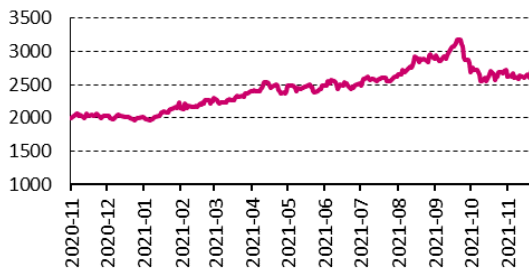
Ceny gazu naturalnego (USD/mbtu)



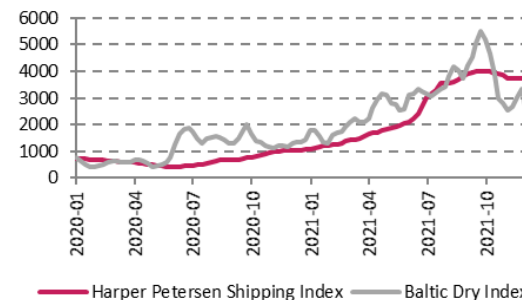
Ceny blachy walcowanej (CNY/tona)



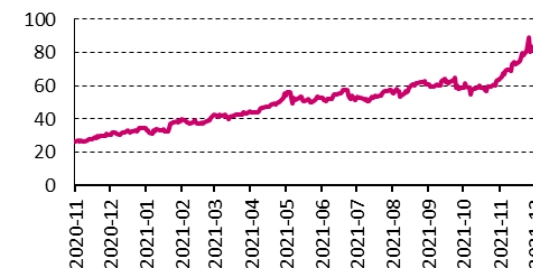
Ceny aluminium (USD/tona metryczna)



Indeks cen frachtu (pkt)

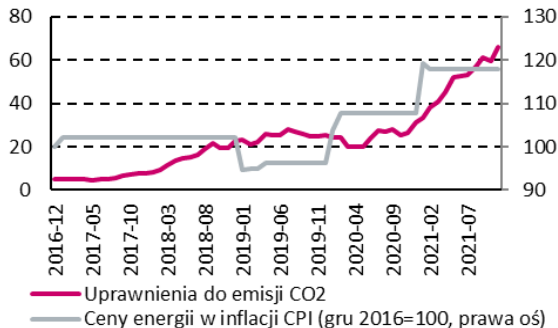


Ceny uprawnień do emisji CO2 (EUR/ tona metryczna)

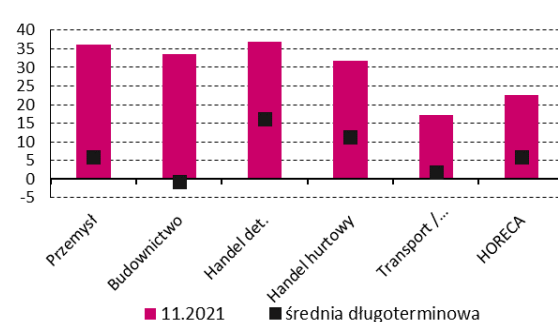


Inflacja - Tarcza antyinflacyjna nie uchroni przed dalszym nasileniem inflacji, choć spowoduje przesunięcie jej szczytu

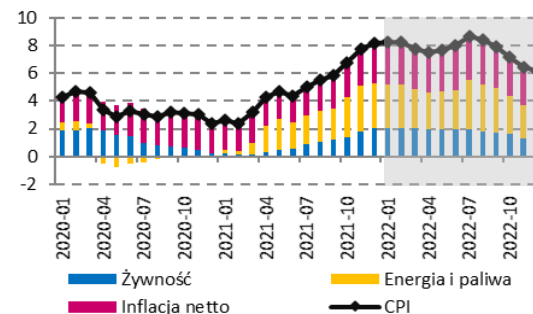
Ceny uprawnień do emisji CO₂ (EUR/ tona) oraz ceny energii w inflacji CPI w Polsce



Wskaźnik spodziewanych cen w badaniach koniunktury (pkt, sa)



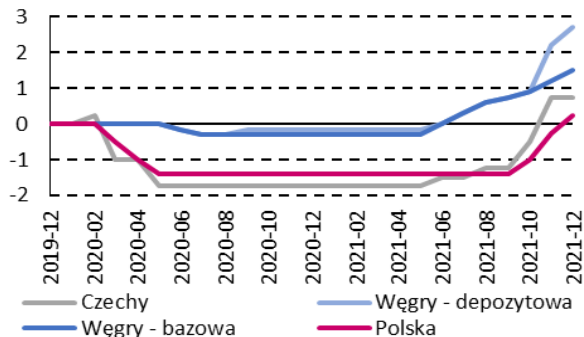
Prognoza inflacji w Polsce (% r/r)



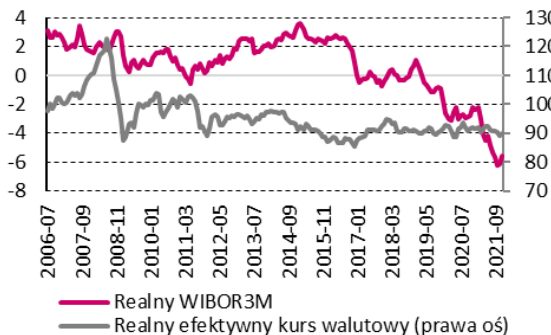
- Perspektywy inflacji pozostają niekorzystne. Tarcza antyinflacyjna, która m.in. obniża podatek VAT na energię elektryczną, gaz i paliwa, nie uchroni przed dalszym wzrostem inflacji. Zatwierdzone przez URE nowe taryfy na ceny gazu i energii zakładają tak drastyczne ich wzrosty, iż konieczna jest rewizja scenariusza inflacyjnego. Przy założeniu, że tarcza antyinflacyjna wygaśnie zgodnie z dotychczasowymi ustaleniami (marzec/maj), to szczyt inflacji w Polsce zostanie osiągnięty w połowie przyszłego roku na poziomie ponad 9% r/r. W naszym scenariuszu zakładamy, że tarcza antyinflacyjna zostanie przedłużona także na 2Q 2022, co przesunie szczyt inflacji na miesiąc letnie. W naszej ocenie średnioroczna inflacja wzrośnie w roku 2022 do ok. 7,3% wobec 6,5% szacowanych dotychczas. Przestrzeń do wzrostu inflacji w roku 2022 zmniejszyć może zapowiedziana przez rząd czasowa obniżka podatku VAT na żywność, choć na ze względu na ogólny charakter informacji trudno oszacować jej wpływ.
- Silny proinflacyjny impuls pochodzi z rynku energii. Ceny uprawnień do emisji CO₂ na początku grudnia przekroczyły 90 EUR za tonę, co oznacza, iż potrojiły się względem końca roku 2019. Trend wzrostu cen energii jest trwały i wynika z postępującej zmiany mixu energetycznego, a w roku 2021 spotęgowany został przez dynamiczne odbicie gospodarki globalnej po złagodzeniu restrykcji przeciwepidemicznych. Wzrostowy trend cen energii będzie kontynuowany w roku 2022, choć powinien wyhamować. Ceny części surowców oddalają się od szczytów osiągniętych w 2021 roku, czemu sprzyja wyhamowanie wzrostu gospodarki globalnej, szczególnie chińskiej, przez co ich kontrybucja do inflacji powinna stopniowo zmniejszać się. Efekt ten będzie szczególnie widoczny od połowy przyszłego roku, kiedy wysoka baza odniesienia, zwłaszcza w przypadku cen paliw, będzie obniżała wskaźnik CPI. Inflacja powinna zacząć obniżać się zatem w drugiej połowie przyszłego roku, choć będzie to proces powolny i wskaźnik CPI utrzyma się na poziomach wyraźnie przekraczających cel NBP.
- Zmieniać się będzie przy tym struktura inflacji. Stopniowe wygasanie napięć w łańcuchach dostaw oraz wyhamowanie wzrostów cen surowców ostabi presję inflacyjną ze strony surowców. Jednak dodatnia luka popytowa, której towarzyszyć będzie ciasny rynek pracy, rosnące koszty pracy oraz ekspansywna polityka fiskalna będą utrzymywały podwyższoną presję cenową ze strony popytu. Proces przerzucania wyższych kosztów produkcji będzie kontynuowany także w przyszłym roku. W rezultacie inflacja bazowa utrzymać się będzie na podwyższonym poziomie, a jej waga w ogólnym koszyku inflacyjnym wzrośnie.

Polityka pieniężna - RPP opóźniła moment rozpoczęcia normalizacji polityki pieniężnej i w październiku rozpoczęła cykl podwyżek stóp procentowych, goniąc dynamicznie rosnącą inflację

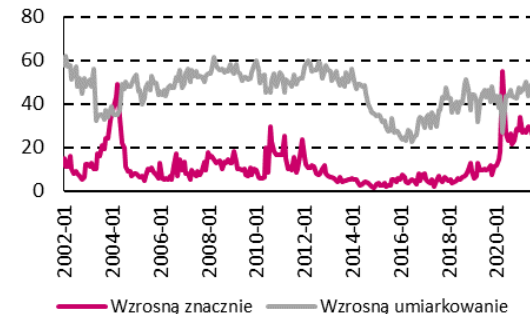
Zmiany podstawowych stóp procentowych banków centralnych względem grudnia 2019 (%)



Realna stopa procentowa (%) i realny efektywny kurs walutowy



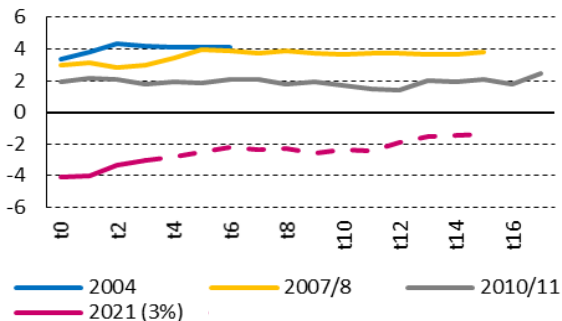
Oczekiwania konsumentów co do cen w perspektywie kolejnych 12 miesięcy (%)



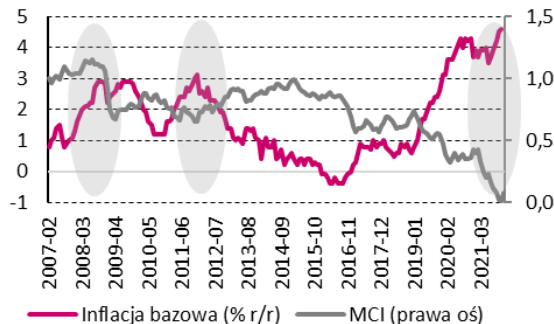
- Rada Polityki Pieniężnej przez długi czas prowadziła silnie ekspansywną politykę pieniężną utrzymując niemal zerowe nominalne stopy procentowe, pomimo narastania ryzyk inflacyjnych i pogłębiania się ujemnych realnych stóp procentowych. Jeszcze we wrześniu prezes NBP twierdził, że podwyżki stóp procentowych byłyby błędem, a już w październiku RPP niespodziewanie podniosła stopy procentowe, o 40 pkt. baz., rozpoczynając cykl zacieśniania warunków monetarnych. Rozpoczęcie podwyżek stóp jeszcze w roku 2021 było zgodne z naszymi oczekiwaniami, jednak tempo dostosowania monetarnego jest znacznie szybsze. Realizuje się zatem scenariusz, w którym opóźniona w naszej ocenie reakcja RPP na narastające ryzyka inflacyjne wymusiła gwałtowniejszą i silniejszą skalę dostosowania parametrów polityki pieniężnej. W zaledwie nieco ponad 2 miesiące stopa referencyjna wzrosła o 165 pkt. baz. (stopa referencyjna na poziomie 1,75%), co oznacza, iż tempo podwyżek stóp jest wyraźnie szybsze niż w poprzednich cyklach zacieśniania monetarnego. Indeks restrykcyjności polskiej polityki pieniężnej wskazuje na wciąż bardziej ekspansywną politykę monetarną niż przed wybuchem kryzysu epidemicznego. To efekt nie tylko poziomu realnej stopy procentowej, ale także wartości złotego, który jest najniższy od 2011 roku, mierząc nominalnym efektywnym kursem walutowym.
- Nagły zwrot w kursie polityki pieniężnej ukierunkowany jest na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych i powstrzymanie narastania spirali cenowo-płacowej. Badania ankietowe oraz indeksy nastrojów konsumentów wskazują na nasilenie obaw konsumentów o inflację. Odsetek osób spodziewających się znacznego wzrostu cen w perspektywie kolejnych 12 miesięcy przekracza 40%. Także w badaniach nastrojów konsumentów komponent spodziewanych cen wzrósł do poziomu najwyższego od 2011 r., nie licząc przejściowej zwyżki na początku pandemii. Ryzyko odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i nasilenia presji płacowej jest w naszej ocenie znaczne. Ewentualne nasilenie pandemii w związku z nowym wariantem koronawirusa nie powinno istotnie wpłynąć na reakcje banku centralnego, który w większej mierze będzie skoncentrowany na walce z inflacją i zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych.

Polityka pieniężna - Wyceniana obecnie przez rynki finansowe ścieżka podwyżek stóp procentowych może być niewystarczająca do sprowadzenia inflacji do celu NBP

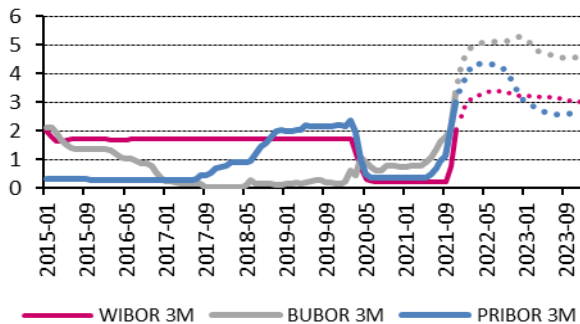
Realna stopa procentowa w poszczególnych cyklach zacieśniania pol. pieniężnej w Polsce (%)



Wskaźnik restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI) a inflacja bazowa w Polsce



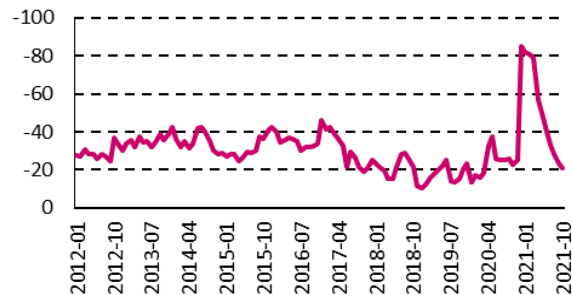
Obecne oczekiwania rynkowe w krajach CEE-3 (%)



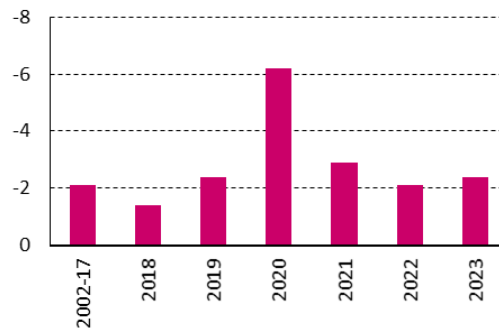
- Pomimo gwałtownych podwyżek w 4Q 2021 w naszej ocenie obecny poziom stóp procentowych w Polsce wciąż jest nieadekwatny do aktualnej, ale także spodziewanej w 2022 r. sytuacji gospodarczej. Realna stopa procentowa jest wciąż silnie ujemny pomimo dotychczasowych, ale także wycenianych aktualnie przez rynki finansowe podwyżek stóp procentowych. Uwzględniając słabego złotego, warunki monetarne pozostają łagodne, szczególnie odnosząc je do poprzednich cykli zacieśniania monetarnego. Szczególnie, jeśli weźmie się pod uwagę warunki na rynku pracy, presję płacową, oczekiwania inflacyjne, a w rezultacie miary inflacji bazowej. Może to oznaczać, że wyceniana obecnie przez rynki finansowe ścieżka zacieśnienia monetarnego (podwyżka stopy referencyjnej do ok. 3%) może nie przynieść pożądanego skutku w postaci sprowadzenia inflacji bazowej do celu NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Szczególnie, że wciąż ekspansywny charakter ma polityka fiskalna, a mając na uwadze perspektywę wyborów parlamentarnych w roku 2023 nie oczekujemy, aby uległa istotnej zmianie. Dlatego też należy coraz poważniej brać pod uwagę scenariusz, w którym stopa referencyjna przekroczy 4%. Przy czym kolejna podwyżka o 50 pkt. baz. nastąpi w styczniu 2022. Czynnikiem niepewności co do terminów kolejnych podwyżek jest zmiana składu Rady oraz koniec kadencji prezesa NBP jednak w naszej ocenie nie zmieniają one perspektyw polityki pieniężnej w średnim okresie.
- Bank centralny mógłby szybciej sprowadzić inflację do celu wykorzystując bardziej efektywnie kanał kursowy, tj. wspierając umocnienie złotego. Próby takiej aktywności miały miejsce na przełomie listopada i grudnia, kiedy interwencje werbalne oraz operacja dostarczająca płynności pozwoliła zawrócić kursowi EUR/PLN z 12-letniego szczytu. W naszej ocenie jednak do wyraźnego umocnienia polskiej waluty potrzebne byłoby zaangażowanie napięć pomiędzy polskim rządem a Komisją Europejską, a także wyraźna zmiana postawy banku centralnego. Na walucie ciąży bowiem silne podkopanie wiarygodności banku centralnego jako strażnika wartości złotego, który przez długi czas dopuszczał do osłabienia złotego, pomimo coraz silniejszej presji na polską walutę, a pod koniec ubiegłego roku wręcz osłabiał złotego.

Polityka fiskalna - Polityka fiskalna, pomimo spadku deficytu budżetu państwa, pozostaje ekspansywna

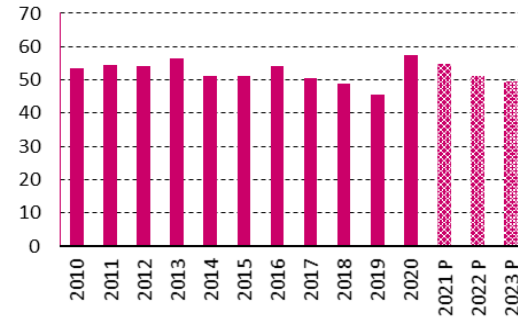
Wynik budżetu państwa (suma skumulowana za 12 miesięcy, mld PLN)



Strukturalne saldo budżetu (% potencjalnego PKB)



Dług sektora general government w Polsce (% PKB)

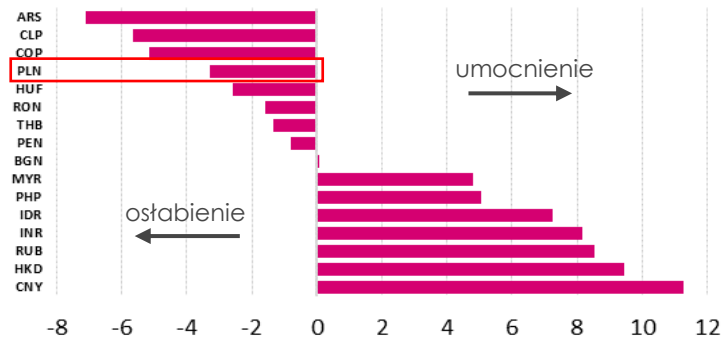


- Rok 2021 przyniósł znacznie lepsze wykonanie budżetu centralnego niż założono w ustawie. Po październiku br. budżet zanotował nadwyżkę wartości 51,9 mld PLN, a w ośmiu miesiącach tego roku na dziesięć saldo budżetu było dodatnie. To najlepszy wynik budżetu po dziesięciu miesiącach roku w historii publikowanych przez resort finansów danych. Budżet zyskuje na silnie rosnącej gospodarce oraz bardzo wysokiej inflacji, co wspiera realizację dochodów podatkowych, które po październiku były o 17,6% wyższe niż przed rokiem. W całym roku zapewne pojawi się deficyt, ponieważ w grudniu 2021 zostaną drastycznie powiększone wydatki, aby przesuwać część przyszłorocznego deficytu na rok 2021. Podobny zabieg resort finansów zastosował w grudniu ubiegłego roku, kiedy deficyt wyniósł aż 71,8 mld PLN. Z tego też powodu skumulowany za ostatnie 12 miesięcy deficyt wykazał po październiku deficyt 21 mld PLN i był wyższy niż w miesiącach poprzedzających wybuch pandemii. Zakładamy jednak, iż w całym roku wykonanie deficytu budżetu centralnego będzie niższe niż założone w nowelizacji ustawy 40,39 mld (1,5% PKB). W budżecie na 2022 r. rząd założył deficyt wartości 29,9 mld PLN. Założenia makroekonomiczne przyjęte przy konstrukcji budżetu, szczególnie poziom spodziewanej inflacji, dają przestrzeń do lepszego wykonania budżetu niż założony w ustawie.
- Ze względu na wypchnięcie znacznej części wydatków związanych z tarczą antykrzysową poza budżet centralny, deficyt całego sektora będzie wyższy i wyniesie ok. 3,5% PKB. To połowa deficytu z roku 2020, choć wciąż znacznie wyższy niż przed wybuchem kryzysu. Biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost gospodarczy oraz odrobienie przez gospodarke strat wywołanych pandemią, polityka fiskalna pozostaje ekspansywna. Pomimo spadku deficytu budżetu państwa deficyt strukturalny w roku 2021 będzie wyższy niż przed wybuchem kryzysu i według prognoz Komisji Europejskiej w latach 2022-23 będzie wyższy niż średnia z okresu sprzed wybuchu pandemii. Realizacja programów rządowych Polski Ład oraz tarcza antyinflacyjna wspierają prokonsumpcyjny charakter polityki gospodarczej, zwiększając presję cenową gospodarce. Biorąc pod uwagę perspektywę wyborów parlamentarnych w 2023 trudno oczekiwać aby najbliższe dwa lata przyniosły zacieśnienie polityki fiskalnej. Ekspansywna polityka fiskalna neutralizuje częściowo efekt zacieśnienia polityki monetarnej, stąd sprowadzenie inflacji do celu NBP wymagać może silniejszych podwyżek stóp procentowych lub perspektywy utrzymania się wysokiej inflacji przez dłuższy czas.

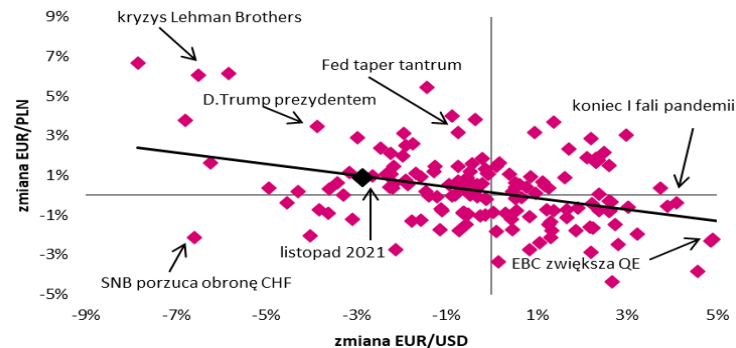
Źródło: Macrobond, Komisja Europejska

Rynki finansowe PLN – w 2021 roku złoty pozostawał jedną z najgorzej radzących sobie walut rynków wschodzących. Przyszły rok ma szansę to zmienić, choć jedynie nieznacznie

Zmiana wyceny walut do euro (%) od 06.01.2021 do 14.12.2021



Zależność zmiany kurs EUR/USD i EUR/PLN (jeden miesiąc = jeden punkt)

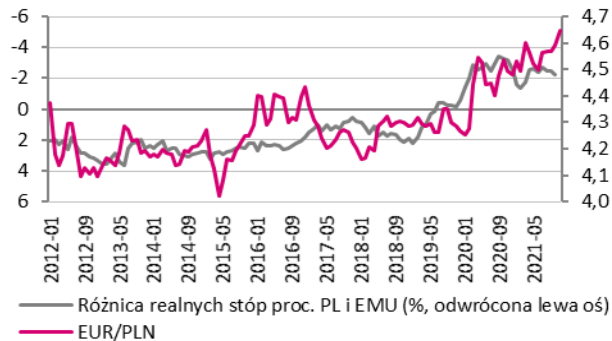


- Polska waluta pozostawała przez cały 2021 rok najgorzej radzącą sobie walutą regionu Europy Środkowo-Wschodniej i jedną z najstańszych spośród całego koszyka walut rynków wschodzących (stańiej wypadły tylko turecka lira oraz argentyńskie, chilijskie i kolumbijskie peso). Ani odrobienie strat gospodarczych wywołanych pandemią, ani opóźnione o kilka miesięcy w stosunku do pozostałych banków centralnych regionu rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej przez Radę Polityki Pieniężnej, czy zmiana narracji Narodowego Banku Polskiego dotycząca krajowej waluty (stały złoty nie jest już „wsparciem dla eksportu”, lecz jest „niespójny z prowadzoną przez NBP polityką pieniężną”) nie przyczyniło się istotnie do odmienienia sytuacji złotego. Dodatkowo wciąż relatywnie łagodna – mimo podwyżek kosztu pieniądza – postawa RPP na tle pozostałych banków centralnych tej części Europy, czy przedłużający się brak akceptacji dla Krajowego Planu Obudowy przez Komisję Europejską były źródłem stałości złotego. Podobnie jak – typowa dla walut rynków wschodzących - wysoka wrażliwość złotego (tzw. *high-beta*) na spadki notowań eurodolara.
- W naszej ocenie przed złotym kolejny rok w którym kurs EUR/PLN może pozostawać na podwyższonym poziomie tj. typowym dla epizodów kryzysowych (upadek Lehman Brothers, kryzys zadłużenia w strefie euro) lub momentów stopniowego wyjścia z kryzysów. O ile dostrzegamy przestrzeń do umocnienia polskiej waluty, to jest ona względnie niewielka (spadek notowań EUR/PLN do 4,50 na koniec 2022 roku) i obarczona wieloma ryzykami, które mogą zaburzać ścieżkę umocnienia złotego. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy bowiem ustąpienie argumentów, których niezrealizowanie w 2021 odpowiadało za stałość polskiej waluty. Pierwszym z nich jest wzrost notowań eurodolara motywowany m.in. (wciąż niepewną) zmianą narracji Europejskiego Banku Centralnego i pojawieniem się rynkowych oczekiwań w kwestii normalizacji polityki pieniężnej w EMU (szerzej opisujemy to w części poświęconej EUR/USD). By jednak polska waluta mogła wykorzystać potencjał płynący ze zwiększającego kursu EUR/USD zneutralizowaniu muszą ulec krajowe ryzyka. W przeciwnym wypadku będą one przeciwwagą dla pozytywnych dla walut regionu trendów płynących z rynków bazowych.

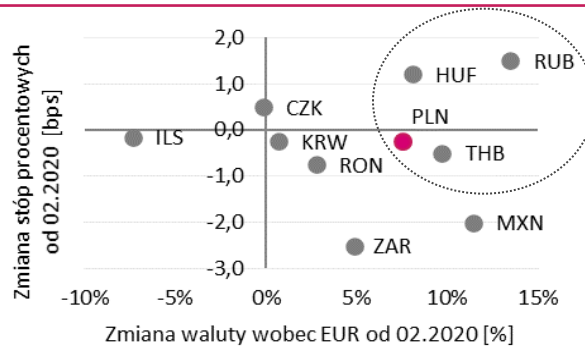
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Rynki finansowe PLN – Przestrzeń do umocnienia polskiej waluty jest ograniczona i będzie zależała od wygaśnięcia kilku istotnych czynników ryzyka

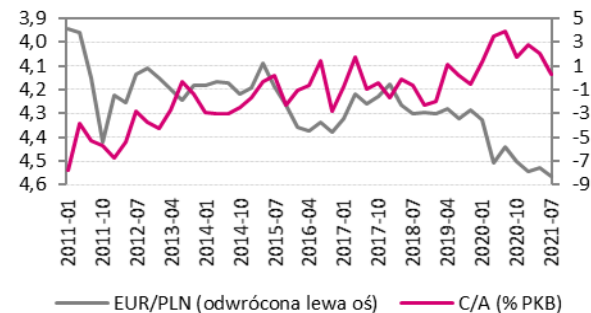
Różnica realnych stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro i kurs EUR/PLN



Zmiana stóp procentowych a zmiana waluty wybranych państw (stan na 30.11.2021)



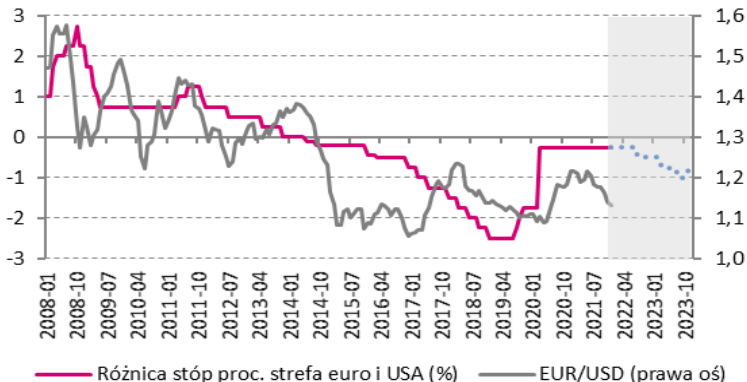
Kurs EUR/PLN i krajowy rachunek obrotów bieżących



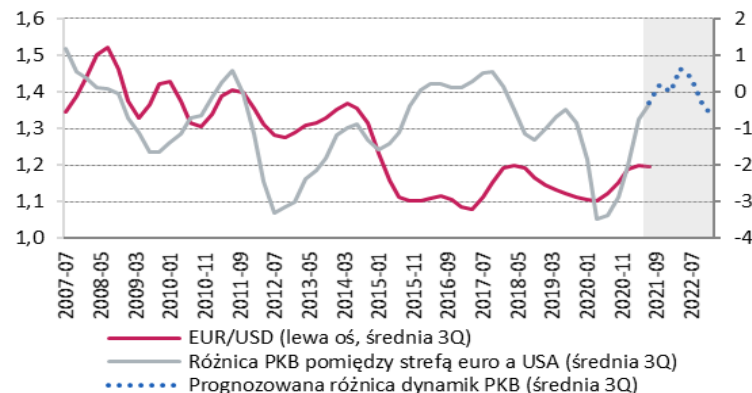
- Spośród czynników krajowych nadrzędnym argumentem mogącym w 2022 roku wesprzeć złotego jest akceptacja przez Komisję Europejską Krajowego Planu Obudowy (zakładamy, że dojdzie do niej w Q1 2022). Jakakolwiek eskalacja konfliktu dotycząca praworządności i dalsze opóźnienia dla decyzji o KPO uznajemy za poważne ryzyko przeceny złotego z uwagi na negatywny wpływ na perspektywy inwestycji, czy ewentualne pojawienie się ostrzeżeń ze strony agencji ratingowych. Równie istotnym czynnikiem, który może wspierać powrót siły złotego jest kontynuacja zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP (o ile Rada wykaże się w 2022 roku większą agresywnością w swoich działaniach niż banki centralne regionu). Tym bardziej, iż uważamy, iż rynki niedoszacowują możliwej skali podwyżek stóp procentowych (zakładamy wzrost stopy referencyjnej o dodatkowe +225 bps w 2022 roku). Sprawna realizacja cyklu zacieśniania (w tym oczekiwane +50 bps podwyżki w styczniu 2022) i uporczywie wysoka inflacja sprawią, że inwestorzy zaczną bardziej agresywnie wyceniać skalę całego cyklu. Tym bardziej, iż zbliżająca się wymiana składu dotychczasowej - dość zachowawczej w komunikacji - RPP może być rynkowym impulsem do nasilenia oczekiwań.
- W 2022 roku mimo oczekiwanego niewielkiego umocnienia złoty pozostanie jedną z gorzej radzących sobie walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w szczególności na tle bardziej zdeterminowanych do przeciwdziałania inflacji banków Czech i Węgier (gdzie dodatkowo podejmowane są próby umocnienia forinta poprzez przyspieszony cykl podwyżek 1-tygodniowej stopy depozytowej). Argumentami do pozytywnego wyróżnienia się na tle państw CEE nie będą także krajowe dane utrzymującej się wysokiej imakroekonomiczne, które – jak choćby w przypadku bilansu płatniczego – nie będą już sprzyjające (w 2022 roku zakładamy pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących) i obok nflacji będą potwierdzały stopniowe narastanie nierównowag w krajowej gospodarce.
- W takich uwarunkowaniach trudno będzie złotemu o uzyskanie silnego impulsu aprecjacyjnego. Tym bardziej, iż przytoczone argumenty za umocnieniem polskiej waluty obarczone są znaczącymi ryzykami. Historycznie za poziom względnej równowagi kursu EUR/PLN można było uznać okolice 4,30 (długookresowa średnia tj. od 2016 roku aż do wybuchu pandemii). Obecnie uważamy, że ten poziom jest wyższy. W 2022 roku oczekujemy spadku EUR/PLN do poziomu 4,50 poprzedzonego licznymi okresami podwyższonej zmienności.

Rynki finansowe EUR/USD - Początek 2022 roku prawdopodobnie przyniesie dalsze umocnienie dolara, choć będzie one tymczasowe z uwagi na możliwy zwrot narracji EBC

Różnica stóp procentowych pomiędzy strefą euro i USA oraz kurs EUR/USD



Kurs EUR/USD i różnica dynamik PKB pomiędzy strefą euro i Stanami Zjednoczonymi (%)

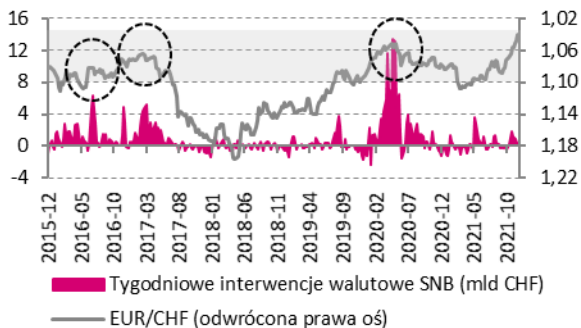


- Większość 2021 roku była czasem systematycznego spadku kursu EUR/USD. Poza przewagą amerykańskiej waluty nad euro wynikającą ze statusu tzw. bezpiecznej przystani, a więc aktywa preferowanego w okresach podwyższonej awersji do ryzyka (pandemia), siła dolara miała swoje podstawy także w czynnikach makroekonomicznych. Mijający rok uwypuklił odmienne perspektywy polityki pieniężnej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi (rozpoczęcie ograniczania programu skupu aktywów, porzucenie retoryki o „tymczasowości” inflacji, czy oczekiwania podwyżek stóp procentowych w 2022 roku) a strefą euro (uparcie łagodna narracja). Efektem było wyznaczenie przez eurdolara poziomu 1,12 a więc minimum z czerwca 2020 roku, gdy powiew optymizmu wynikający z zakończenia pierwszej fali COVID-19 istotnie poprawił nastroje rynkowe.
- W 2022 roku oczekujemy wzrostu notowań EUR/USD. W naszej ocenie zadecyduje o tym przede wszystkim zmiana nastawienia bankierów centralnych strefy euro, w kwestii perspektyw inflacji oraz zakończenie skupu obligacji w ramach programu PEPP (pierwszy krok na drodze do zacieśniania polityki monetarnej). W efekcie mogą silniej niż obecnie pojawić się rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w strefie euro wspierające wartość wspólnej waluty. Konsekwencją takiego scenariusza będzie zmniejszenie różnic w perspektywach polityki monetarnej pomiędzy strefą euro a Stanami Zjednoczonymi, gdzie Fed niedawno dokonał jastrzębiego zwrotu w narracji „wpisując” trzy podwyżki stóp procentowych na 2022 rok. Kolejnym argumentem za wzrostem EUR/USD będzie stopniowy zanik wpływu pandemii na życie gospodarcze (wpływ szczepień i nowych leków przeciwko COVID-19) i oczekiwana dalsza odbudowa światowej koniunktury. Historycznie zaś okresy globalnego ożywienia gospodarczego wspierały wartości euro (epizody wzrostu apetytu na ryzyko). Ryzykiem dla naszego scenariusza pozostaje możliwość negatywnego rozwoju sytuacji pandemicznej tj. mutacji wirusa SARS-CoV-2, która z łatwością przełamuje odporność immunologiczną wynikającą ze szczepień.

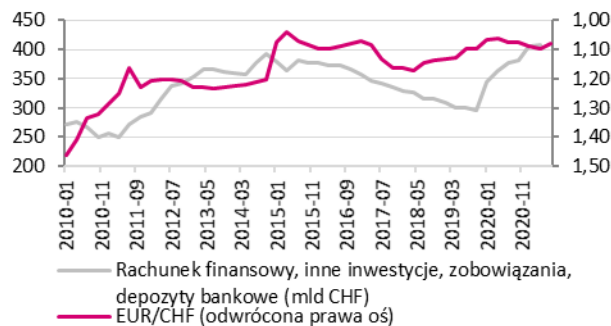
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream, Bloomberg

Rynki finansowe EUR/CHF – Presja na umocnienie franka trwa. Sprzyja jej niepewność, trendy widoczne w bilansie płatniczym oraz stopniowa ewolucja podejścia do polityki kursowej SNB

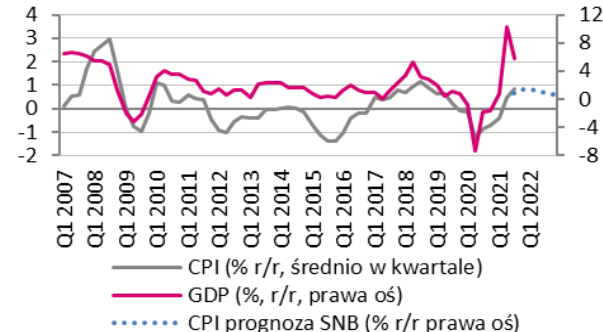
Kurs EUR/CHF i tygodniowe interwencje walutowe SNB



Kurs EUR/CHF oraz bilans płatniczy Szwajcarii (rachunek finansowy)



Inflacja i wzrost PKB w Szwajcarii

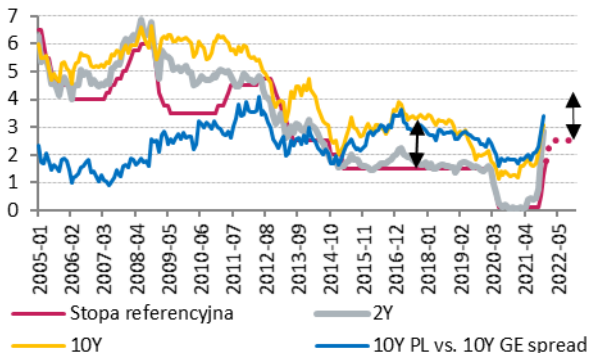


- Kurs EUR/CHF od marca 2021 r. (z przerwą na przełom sierpnia i września) pozostaje w trendzie spadkowym. W tym czasie notowania obniżyły się z poziomu 1,11 (ponad 1,5-letnie maksimum) do 1,04 (6-letniego dna). Jednym z argumentów przemawiających za zainteresowaniem frankiem szwajcarskim jako aktywem z tzw. bezpiecznej przystani jest wciąż niesprzyjający z uwagi na pandemiczne zawirowania sentyment inwestycyjny. Sytuacja szwajcarskiej waluty w coraz większym stopniu jest jednak zależna także od czynników krajowych.
- Jednym z argumentów przemawiającymi za umocnieniem franka są napływy kapitału zagranicznego widoczne w danych dotyczących bilansu płatniczego, które od początku pandemii, choć obecnie w bardziej ograniczonym stopniu, wskazują na silne napływy środków w postaci depozytów w szwajcarskich bankach, czy inwestycji portfelowych w akcje giełdowych spółek (w tym prawdopodobnie firm farmaceutycznych). Nie bez znaczenia są także fundamenty gospodarki Szwajcarii, które pozytywnie wyróżniają się na europejskim tle. Tempo odbicia PKB po pandemicznym załamaniu było silne i gwałtowne, co obok odbicia inflacji CPI stworzyło rynkowe oczekiwania na zacieśnianie polityki pieniężnej przez SNB. Dodatkowo, przestrzeń do umocnienia franka zwiększyła stopniowa zmiana podejścia szwajcarskiego banku centralnego do polityki kursowej. O ile w poprzednich latach aktywność SNB na rynku forex rosta w miarę zbliżania się kursu EUR/CHF do poziomu 1,09 (2016 rok), następnie 1,07 (2017) i 1,05 (2020) to obecnie – z uwagi na przyspieszającą inflację – głębszy spadek kursu EUR/CHF nie wywołuje silniejszej reakcji banku na rynku forex. Mimo, iż w ocenie SNB frank szwajcarski pozostaje „wysoko przewartościowany” to jego aprecjacja jest obecnie traktowana jako substytut podwyżki stóp procentowych.
- Mimo to uważamy, iż w 2022 roku kurs EUR/CHF nieznacznie wzrośnie. Za najistotniejsze argumenty przemawiające za przeceną szwajcarskiej waluty uznajemy wzrost apetytu na ryzyko warunkowany istotną poprawą sytuacji pandemicznej (w tym ograniczeniem wspomnianych wcześniej przepływów finansowych w szwajcarskim bilansie płatniczym) oraz prawdopodobną zmianą retoryki Europejskiego Banku Centralnego, która powinna umocnić euro w relacji do innych walut. Oczekiwaną wyższą parę EUR/CHF w całym roku poprzedzi jednak możliwe dalsze, choć ograniczone umocnienie franka na początku 2022 roku.

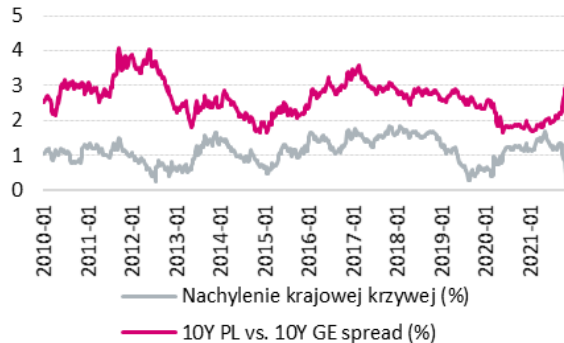
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream, Bloomberg, SNB

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

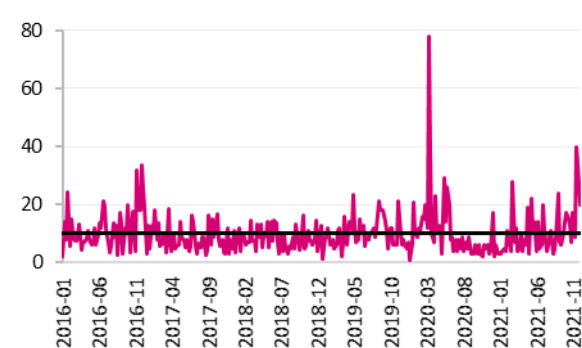
Stopa referencyjna, wybrane dochodowości polskich obligacji i spread do Bund'a (%)



Spread do Bund'a i nachylenie polskiej krzywej (%)



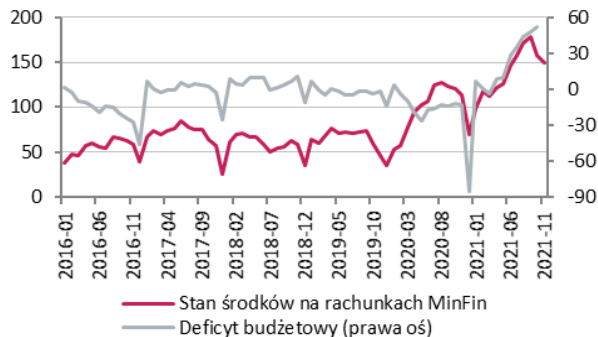
Tygodniowa amplituda wahań 10-letniego długu Skarbu Państwa (bps)



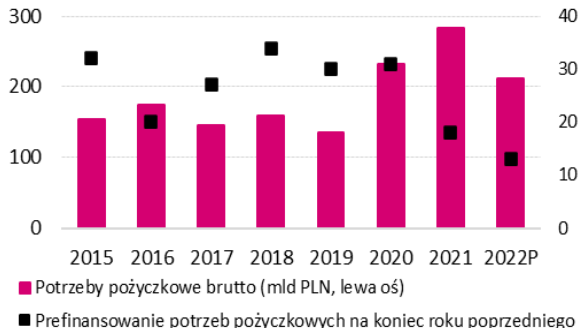
- W pierwszej połowie 2021 roku wycena skarbowych papierów wartościowych była względnie stabilna, natomiast w drugiej połowie roku pojawienie się rynkowych oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej w Polsce (Q3) i ich realizacja (Q4) zadecydowały o wzroście dochodowości obligacji wzdłuż całej krzywej. Był on gwałtowny szczególnie na krótkim końcu krzywej – tradycyjnie najbardziej wrażliwym na zmiany stóp procentowych. W dwa miesiące (październik i listopad) rentowność 2-latków wzrosła z poziomu 0,7% do momentami 3,10%, co wynikało m.in. z zaskakującej – w obliczu wcześniejszego braku czytelności – decyzji Rady Polityki Pieniężnej o podwyższeniu stóp procentowych w październiku. Długi koniec również istotnie zwyżkował w dochodowości, choć trend ten zaczął się nieco wcześniej - tj. wraz z systematycznym wygaszaniem programu skupu obligacji przez NBP – a przez to odbywał się bardziej stopniowo. Konsekwencjami nagłego zwrotu w działaniach Rady Polityki Pieniężnej było gwałtowne wypłaszczenie krzywej dochodowości oraz spektakularny wzrost spreadu do – relatywnie stabilnego w 2021 roku – Bund'a.
- Zwrot RPP w podejściu do polityki pieniężnej obok wspomnianego wygaszania aktywności NBP na rynku papierów dłużnych, niewielkich w czwartym kwartale emisji nowego długu przez Ministerstwo Finansów, systematycznej redukcji portfela polskich obligacji skarbowych wśród inwestorów zagranicznych miał swoje negatywne konsekwencje dla płynności tego rynku. Obecnie w przypadku SPW wartość transakcji typu *outright* na rynku wtórnym jest najniższa od 2014 roku, a więc historii dostępnych danych. Od stycznia do października 2021 roku (najnowsze dostępne dane) podwojeniu uległa zaś wartość transakcji *sell-buy-back/buy-sell-back*. W czwartym kwartale tego roku zmienność SPW pozostawała wyraźnie powyżej historycznej średniej a 2022 rok – z uwagi między innymi na oczekiwane dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej, czy kiepską komunikację RPP z rynkiem – powinien przynieść utrwalenie tych tendencji.

Rynki finansowe obligacje krajowe - Kontynuacja zacieśniania polityki pieniężnej będzie nadzrędnym argumentem wzrostu dochodowości, choć nie jedynym

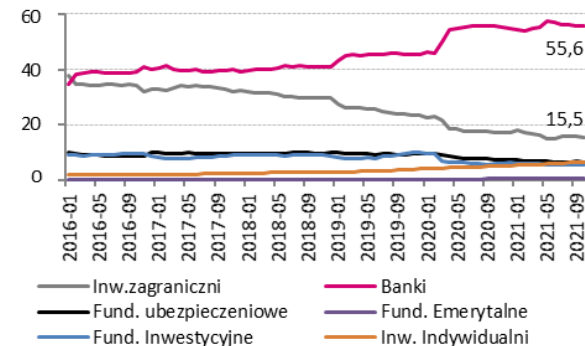
Poduszka płynnościowa Ministerstwa Finansów oraz saldo budżetowy (mld PLN, deficyt YTD)



Prefinansowanie potrzeb pożyczkowych (%) i potrzeby pożyczkowe brutto



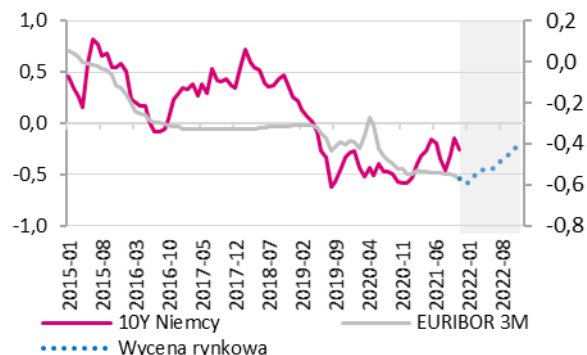
Struktura podmiotowa zadłużenia w skarbowe papiery wartościowe (%)



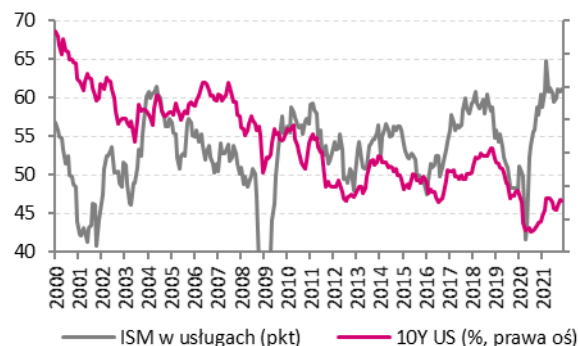
- W 2022 roku oczekujemy utrzymania się presji na wzrost dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Zakładamy, iż już początek 2022 roku przyniesie nową falę wzrostów dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Jej głównym argumentem - z uwagi na uporczywie wysoką inflację - będzie silniejsze niż bieżące oczekiwania zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce. Rewizja w górę rynkowych oczekiwań co do skali podwyżek stóp procentowych przewidujemy na pierwszy kwartał 2022 roku. Co więcej pierwsze trzy miesiące każdego roku są tradycyjnie okresem zintensyfikowania sprzedaży nowego długu skarbowego przez Ministerstwo Finansów, co tworzy presję na wzrost dochodowości. Tymczasem potrzeby pożyczkowe brutto przewidziane na przyszły rok są na podwyższonym (212 mld PLN wobec 185 mld PLN dla średniej ostatnich lat) poziomie, a stopień ich prefinansowania jest niewielki (obecnie ok.10%). Co prawda poduszka finansowa MinFin jest imponująca (ok. 150 mld PLN) jednak liczymy – wzorem lat poprzednich – na jej istotne uszczuplenie w grudniu.
- Zacieśnianie polityki pieniężnej tradycyjnie najsilniejszą presję na wzrost rentowności wywoła na krótkim końcu krzywej, choć wpływ ten będzie częściowo neutralizowany popytem krajowych banków na papiery skarbowe. Normalizacja polityki pieniężnej ma obecnie jednak wymiar globalny, stąd uważamy, iż kanałem rynków bazowych będzie ona przeceniać także dług 10-letni. Zakres zwężki rentowności uzależnimy jednak od (wciąż wysoce niepewnej) skali podwyżek stóp procentowych w tym cyklu. Za scenariusz bazowy przyjmujemy, iż dochodowość polskiej 10-latkii kierować się będzie w stronę 4%. Fakt, iż proces wzrostu kosztu pieniądza będzie zdecydowanie bardziej agresywny aniżeli w strefie euro skutkować będzie dalszym rozszerzeniem się spreadu do Bunda. Zakładamy, iż sięgnie on 10-letniego maksimum, czyli ponad 400 bps. Będzie to spójne z zachowaniem 10-letniego długu pozostałych państw regionu do analogicznej obligacji Niemiec, gdzie w obliczu - wcześniejszych niż w Polsce - agresywnych podwyżek stóp procentowych w Czechach i Węgrzech doszło do osiągnięcia odpowiednio historycznego i 8-letniego maksimum spreadu względem Bunda.

Rynki finansowe obligacje bazowe – Presja na wzrost rentowności obligacji bazowych silniejsza w przypadku Bunda aniżeli 10-latk amerykańskiej

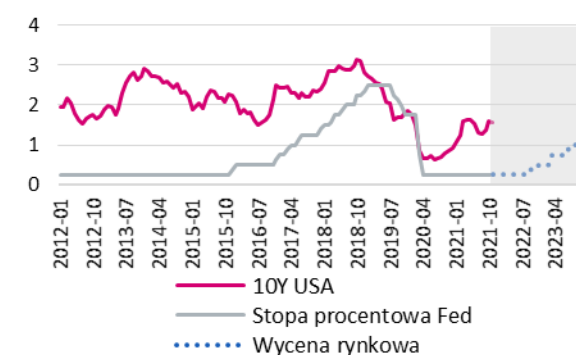
Dochodowość 10-latk Niemiec i stawka EURIBOR 3M (%)



Indeks ISM w amerykańskich usługach i rentowność 10-letniego długu USA



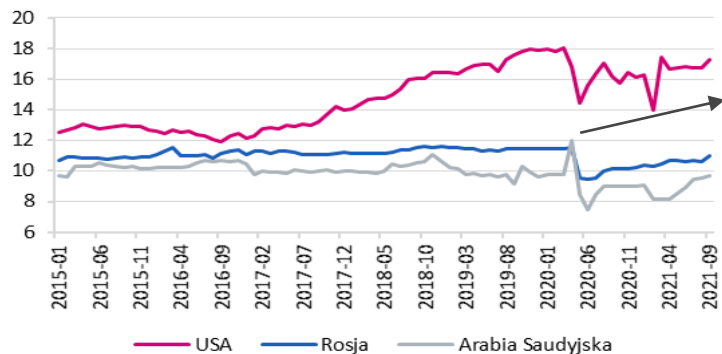
Rentowność amerykańskiej 10-latk i stopa procentowa Fed (%)



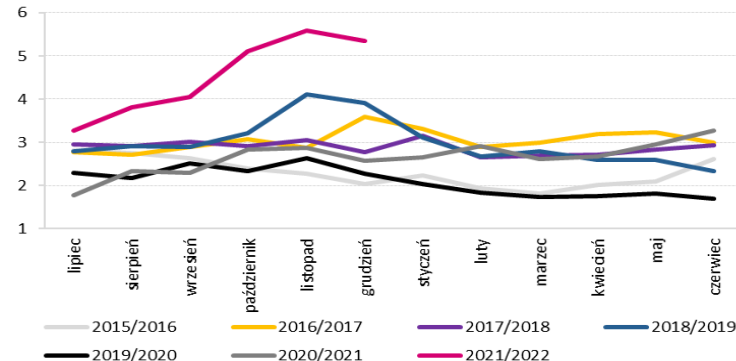
- Wycena 10-letniego długu USA i Niemiec była w 2021 r. dość stabilna. Utrzymujące się zagrożenie dla koniunktury z powodu pandemii sprzyjało wzrostowi cen obligacji bazowych, lecz przyspieszająca inflacja stanowiła przeciwwagę dla spadku dochodowości, gdyż pociągała za sobą nasilenie rynkowych oczekiwań normalizacji polityki pieniężnej. W rezultacie rentowność Bunda przez zdecydowaną większość roku fluktuowała w przedziale od -0,5% do -0,1%. W przypadku 10-letniego długu Stanów Zjednoczonych zakres wahań był zbliżony do poziomów 1,0%-1,7%.
- W 2022 roku zakładamy stopniowy wzrost dochodowości obligacji rynków bazowych jako konsekwencja zmian w światowej polityce pieniężnej. O ile jednak w przypadku obligacji amerykańskich trudno będzie wygenerować z tego tytułu silny impuls wzrostu rentowności (oczekiwania rynkowe – w ślad za grudniowym posiedzeniem Fed - zakładają już istotne zacieśnianie polityki pieniężnej), o tyle rynkowe oczekiwania wzrostu stóp procentowych w strefie euro są stonowane. Uważamy natomiast, iż w przyszłym roku Europejski Bank Centralny stopniowo odmieni swoje łagodne nastawienie do normalizacji polityki pieniężnej. Dodatkowo z końcem marca 2022 zakończony zostanie skup obligacji w ramach programu PEPP, w którym – ze względu na klucz udziałów w bilansie ECB - obligacje niemieckie są dominujące. Będzie to oznaczało ograniczenie istotnego czynnika propopytowego dla Bunda, choć okres reinwestycji odsetek pozostanie co najmniej do 2024 roku. Uważamy, iż w 2022 roku przestrzeń do wzrostu dochodowości 10-latk niemieckiej jest wyższa niż w przypadku analogicznych obligacji USA a wyjście rentowności Bunda na dodatnie poziomy jest naszym scenariuszem bazowym. W przypadku amerykańskich obligacji presja na wzrost dochodowości również istnieje, choć ze względu na rynkowe zdyskontowanie scenariusza podwyżek stóp procentowych w 2022 roku będzie wyraźnie mniejsza. Tym bardziej, iż grudniowe podniesienie przez Kongres USA limitu zadłużenia sprawi, że odbudowie ulegnie poduszka płynnościowa Departamentu Skarbu (czynnik sprzyjający niższe rentowności), która na skutek pandemii jest obecnie najniższa od 2017 roku.

Rynek surowców – Presja na wzrost cen energii w kolejnych miesiącach utrzyma się, choć prawdopodobnie będzie przejściowa ze względu na ustąpienie efektów sezonowo-politycznych

Wydobycie ropy naftowej w wybranych krajach (mln baryłek dziennie)



Notowania cen gazu ziemnego w poszczególnych miesiącach roku (USD/mbtu)



- Rok 2021 przyniósł silne – a w przypadku niektórych surowców energetycznych (gaz, węgiel) wręcz spektakularne – wzrosty cen. Były one splotem kilku czynników. W przypadku rynku ropy naftowej mieliśmy do czynienia przede wszystkim z gwałtownie rozbudnowaniem, po zakończeniu okresu gospodarczych lockdownów, popytem. Spokoił się on z dość powściągliwą reakcją ze strony największych wydobywców. Kartel OPEC+ zdecydował o ostrożnym wzroście wydobycia (400 tys. baryłek dziennie zwiększane każdego miesiąca) by maksymalizować zyski. Z kolei dynamiczne wzrosty cen gazu to efekt nałożenia się czynników: prawnych (regulacje unijne skutkujące historycznym maksimum cen uprawnień do emisji CO₂), sezonowych (typowe dla początków zimy wzrosty cen), politycznych (próba nacisku Rosji na europejskich importerów) oraz pogodowych (niekorzystne warunki pogodowe na Morzu Północnym).
- Nasze oczekiwania zakładają ustabilizowanie cen ropy naftowej w kolejnych miesiącach na poziomie 70 USD na baryłkę ropy Brent. Z jednej strony – jak wskazują grudniowe prognozy OPEC – rośnie optymizm co do zapotrzebowania na surowiec w 2022 roku (ryzykiem pozostaje sektor lotniczy). W ocenie kartelu popyt rządu 100 mln baryłek dziennie (poziomy z 2019 roku) uda się osiągnąć w trzecim kwartale przyszłego roku. Z drugiej strony wpływ rosnącego popytu na ceny neutralizowany będzie przez jednoczesne zwiększanie podaży przez największych wydobywców (stopniowy powrót do przedpandemicznych poziomów podaży kartelu OPEC i Rosji, czy uwolnienie strategicznych rezerw ropy naftowej mające przeciwdziałać wzrostom cen zapowiedziały między innymi Stany Zjednoczone, Chiny, Indie, Japonia). W 2022 roku rekordy wydobycia surowca z łupków mają ustanowić Stany Zjednoczone. Tymczasową presję w kierunku niższych cen surowca na początku 2022 roku może wywierać natomiast oczekiwane przez nas niewielkie umocnienie dolara na międzynarodowym rynku, a więc waluty używanej do kwotowań surowców.

Dane i prognozy

		2019	2020	2021	2022	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
PKB	% r/r	4,7	-2,5	5,6	4,5	2,2	-8,2	-1,5	-2,5	-0,8	11,2	5,3	6,2	5,1	4,5	3,6	4,7
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-3,4	7,1	5,3	1,3	-9,1	-2,6	-2,9	0,3	12,4	8,6	8,0	6,2	5,1	3,8	5,2
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	4,0	-3,0	6,4	4,8	1,2	-10,6	0,3	-3,1	0,1	13,1	4,7	7,9	7,7	5,7	2,6	3,2
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	6,1	-9,0	7,5	8,0	2,5	-8,8	-7,2	-15,4	1,7	5,6	9,3	10,3	-1,0	10,0	9,3	10,0
Wkład eksportu netto	pkt proc.	1,3	0,6	-1,6	-0,6	1,0	0,4	1,1	0,2	-1,1	-0,3	-2,7	-1,8	-1,1	-0,6	-0,2	-0,5
Inflacja CPI *	% r/r	2,3	3,4	5,1	7,3	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	5,4	7,6	7,9	7,5	8,0	6,1
Inflacja bazowa *	% r/r	2,0	3,9	4,1	5,2	3,4	3,8	4,2	4,1	3,8	3,8	3,9	4,7	5,3	5,5	5,2	4,9
Ropa naftowa Brent *	USD	64,6	43,3	70,4	69,8	51,2	33,6	43,3	45,3	61,1	68,9	73,2	78,6	71,0	70,0	69,0	69,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5,2	6,3	5,5	5,2	5,4	6,1	6,1	6,3	6,4	6,0	5,6	5,5	5,6	5,2	5,1	5,2
Place w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	5,0	8,8	8,6	7,7	3,8	4,8	5,0	6,6	9,6	9,4	9,7	8,7	8,9	8,4	8,3
Saldo C/A	% PKB	0,5	2,9	-0,9	-1,2	1,0	2,0	2,6	2,9	2,7	1,7	0,4	-1,0	-1,7	-1,8	-1,7	-1,6
Saldo sektora general government	% PKB	-0,7	-7,1	-3,2	-2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stopa referencyjna	%, k.o.	1,50	0,10	1,75	4,00	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,75	2,75	3,25	3,75	4,00
Stopa depozytowa	%, k.o.	0,50	0,00	1,25	2,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,25	2,25	2,75	2,75	2,75
WIBOR 1M	%, k.o.	1,63	0,20	2,10	4,10	1,14	0,23	0,20	0,20	0,20	0,18	0,18	2,10	2,90	3,35	3,85	4,10
WIBOR 3M	%, k.o.	1,71	0,21	2,40	4,20	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,24	2,40	3,05	3,50	4,00	4,20
WIBOR 6M	%, k.o.	1,79	0,25	2,70	4,30	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,29	2,70	3,20	3,55	4,05	4,30
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	1,50	0,02	3,15	3,90	0,94	0,14	0,10	0,05	0,06	0,43	0,77	3,15	3,30	3,50	3,70	3,90
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	2,07	1,30	3,40	3,80	1,70	1,39	1,32	1,25	1,57	1,65	2,08	3,40	3,50	3,60	3,70	3,80
EUR/PLN	k.o	4,26	4,56	4,62	4,50	4,56	4,44	4,53	4,56	4,64	4,52	4,60	4,62	4,60	4,60	4,55	4,50
USD/PLN	k.o	3,80	3,73	4,10	3,90	4,16	3,96	3,86	3,73	3,95	3,81	3,97	4,10	4,10	4,05	4,00	3,90
EUR/USD	k.o.	1,12	1,22	1,13	1,15	1,10	1,12	1,17	1,22	1,17	1,19	1,16	1,13	1,12	1,14	1,14	1,15
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,41	-0,53	-0,61	-0,42	-0,36	-0,42	-0,50	-0,55	-0,54	-0,54	-0,55	-0,61	-0,56	-0,51	-0,46	-0,42
LIBOR 3M USD	%, k.o.	1,91	0,25	0,21	1,00	1,45	0,30	0,23	0,24	0,19	0,15	0,13	0,21	0,25	0,45	0,80	1,00

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.