

# Wojna na Ukrainie

## Implikacje gospodarcze i rynkowe

---

**Bank Millennium**  
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**

Luty 2022

**Millennium**  
bank

# Wstęp

Inwazja militarna na terytorium Ukrainy rozpoczyna nowy etap w historii świata i Polski, w tym jej gospodarki. Otwarty atak na terytorium trzeciego największego pod względem powierzchni państwa w Europie ma charakter bezprecedensowy, stąd nie ma możliwości precyzyjnego określenia ekonomicznych skutków działań militarnych. Szczególnie, że trudno określić długość prowadzonych działań i ich skalę w przyszłości. Nie ulega jednak wątpliwości, że scenariusz makroekonomiczny dla Polski wymaga przeformułowania. Przede wszystkim dotyczy to perspektyw inflacji, co wynika z gwałtownych wzrostów cen surowców energetycznych i możliwych zaburzeń w ich dostępności (np. Rosja dostarcza do innych krajów Europy 30% gazu ziemnego). Ich wzrost cen potęgowany jest przez osłabienie złotego. Trwały wzrost cen paliw na krajowych stacjach o 10% podnosi inflację o 0,5% względem dotychczasowej ścieżki. Czynnikiem ten, wraz z prawdopodobnym pogorszeniem wzrostu w ujęciu realnym funduszu płac w gospodarce będzie spowalniał wzrost konsumpcji gospodarstw domowych.

Aktywność w gospodarce obniżą będą także skutki nałożonych przez UE i USA sankcji m.in. Ukierunkowanych na izolację gospodarczą i finansową Rosji, prawdopodobnie też Białorusi, a zapaść w gospodarce Ukrainy zmniejszy eksport także do tego kraju. Udział tych krajów stanowił w 2021 ok. 5% całości eksportu. Bezpośrednie skutki ograniczenia wymiany handlowej szacujemy na nie więcej niż 1 pkt. proc. PKB. Efekt powiększy wpływ powiązań handlowych, poprzez spadek popytu na dobra pośrednie polskiego przemysłu oraz poprzez efekty wtórne spodziewanej recesji w gospodarce rosyjskiej, choć udział Rosji w eksporcie Niemiec, naszego głównego partnera handlowego nie jest wysoki i nie przekracza 2%. Wpływ na ogólny wynik gospodarki może być większy, jeśli niepewność będzie się przedłużała przekładając się na wyhamowanie inwestycji i konsumpcji w gospodarce. Jednocześnie, pomimo gorszych perspektyw gospodarczych słaby złoty i wzrost inflacji nie przerwie w najbliższym czasie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.

Kraje UE, ale także USA i W. Brytania wykazały się zaskakującą jednością we wsparciu Ukrainy m.in. poprzez nałożenie sankcji ekonomicznych i finansowych, których skala ma bezprecedensowy charakter. Wsparcie Ukrainy w walce z okupantem oraz obrona pokoju w Europie to priorytety nadrzędne międzynarodowej wspólnoty, nawet jeśli będzie się to wiązało z koniecznością poniesienia przejściowych kosztów.



# Sankcje- bardzo silne, zwiększające szanse na ich skuteczność

Kształt sankcji nakładanych na Rosję jest dynamicznym procesem i w trakcie kolejnych dni przybierają nowy kształt. Przybierają one także coraz silniejszy charakter, ponieważ kraje Zachodu są coraz bardziej zdeterminowane do ekonomicznej i finansowej izolacji Rosji, nawet jeśli będzie się to wiązało z wyższym kosztem, m.in. w postaci wyższych cen surowców, czy ograniczeń w ich dostawach. Koszt ten jest niezbędnym do uniezależnienia się od Rosji, która stała się nieprzewidywalnym partnerem. Wydaje się, iż zrozumiały to też kraje, które do tej pory starały się łagodzić nakładane na Rosję sankcje, pozostawiając przestrzeń na utrzymanie relacji handlowych.

## Przegląd sankcji nałożonych przez USA, Unię Europejską i Wielką Brytanię

- Odcięcie wybranych rosyjskich banków od systemu SWIFT
- Zamrożenie rezerw walutowych Banku Rosji
- Zakaz współpracy z rosyjskimi bankami – VTB, Otkritie, Sovcombank, Novikombank.
- Odcięcie od finansowania największych rosyjskich przedsiębiorstw państwowych – m.in. AlfaBank, Credit Bank of Moscow, Gazprom, Rostelecom, RusHydro, Alrosa, Sovcomflot, and Russian Railways, oraz Sberbank, Gazprombank, Russian Agricultural Bank, Gazprom Neft, Transneft.
- Ograniczenia w eksporcie produktów wysokiej technologii
- Sankcje osobowe.
- Zamknięcie przestrzeni powietrznej dla rosyjskich samolotów.
- Zakaz pozyskiwania finansowania rosyjskich firm na rynku brytyjskim.
- Wyłączenie Rosji z wybranych instytucji międzynarodowych (Rada Europy).

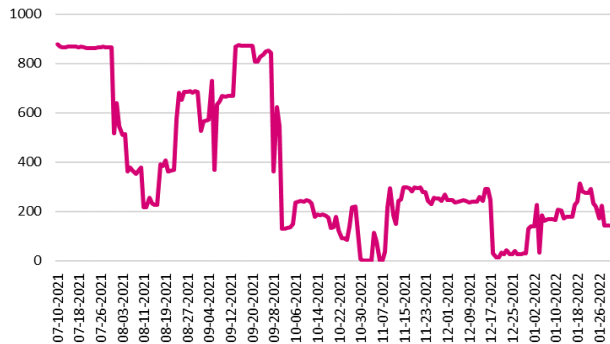
**Nasza opinia:** Sankcje nałożone na Rosję w wyniku napaści Rosji na Ukrainę są wyraźnie silniejsze niż po aneksji Krymu. Ostatnie dni pokazały determinację krajów Zachodu do silnego osłabienia rosyjskiej gospodarki i możliwości finansowania działań militarnych. Niewątpliwie spowodują one silne pogorszenie kondycji gospodarczej i głęboką recesję w Rosji. Ich skutkiem już teraz jest załamanie kursu rosyjskiej waluty, a w konsekwencji silny wzrost inflacji. W celu obrony kursu rubla rosyjski bank centralny podwyższył dziś stopy procentowe do 20%.

Sankcje finansowe ograniczą dostęp rosyjskich firm do rynków finansowych m.in. w Europie i USA, a możliwe wsparcie Chin, które nie potępiły ataku Rosji na Ukrainę, tylko częściowo może złagodzić ich wpływ na rosyjską gospodarkę. Wydaje się prawdopodobne, iż chińskie firmy wesprą rosyjskich partnerów w zakresie handlu i dostępu do finansowania w zakresie na jaki pozwolą na to sankcje krajów Zachodu.

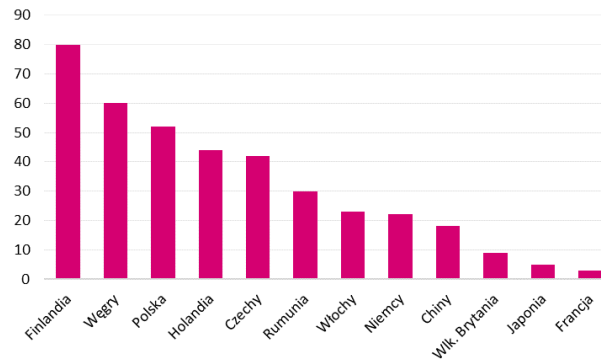
Katalog sankcji nie został jeszcze wyczerpany. Najbardziej dotkliwą opcją byłaby rezygnacja z zakupu ropy naftowej, gazu ziemnego i węgla przez partnerów z Europy. Utrata znacznej części wpływów ze sprzedaży surowców silnie dotknęłaby rosyjski budżet i rosyjską gospodarkę. Popyt na węglowodory z Rosji zwiększą zapewne Chiny, ale wydaje się, że ubytek popytu będzie zbyt duży, aby przekierować go do Chin, szczególnie, że wydobywany jest z innych złóż, a dodatkowo Rosja może nie chcieć być w pełni uzależniona od jednego odbiorcy. Decyzja o wstrzymaniu zakupów ropy i gazu przez państwa europejskie będzie bolesna także dla krajów Europy, ponieważ wiązać się będzie ze wzrostem cen surowców energetycznych, a także przejściowymi zaburzeniami w ich dostawach. Koszt ten jednak akceptowalny do poniesienia w celu osłabienia Rosji, uniezależnienia się do nieprzewidywalnego partnera, a przede wszystkim budowy pokoju w Europie.

# Energia – wojna na Ukrainie niezwykle istotnym zagrożeniem dla stabilności cen surowców energetycznych

Ilość gazu płynącego przez stację Mallnow (granica Polski i Niemiec, rurociąg jamalski, mln kWh/dzień)



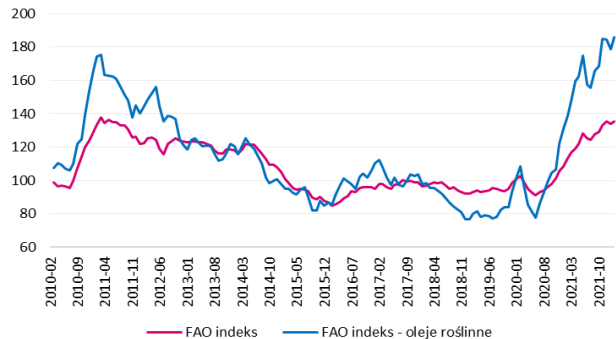
Import ropy naftowej z Rosji (% całości)



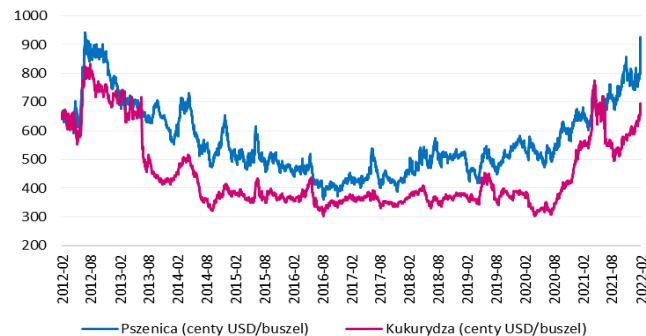
- Rosja jest czołowym producentem ropy naftowej na świecie. Uzależnienie państw Starego Kontynentu od importu ropy naftowej z Rosji jest znaczące (średnio około 30%) jednak zróżnicowane w zależności od kraju. W przypadku Polski jest to około 52% całości importu surowca do kraju.
- Presja na wzrost cen surowców energetycznych rozpoczęła się wcześniej aniżeli w momencie eskalacji napięcia militarnego w Europie. Już pod koniec ubiegłego roku ceny gazu ziemnego, ale i ropy naftowej istotnie wzrosły reagując na manipulację Gazpromu dotyczące przesyłu gazu z Rosji na Stary Kontynent. Rosyjski operator z niejasnych powodów zdecydował o ograniczeniu niemal do zera dostaw realizowanych gazociągiem jamalskim. Jak dotąd – mimo utrzymującego się zapotrzebowania po stronie europejskich partnerów - nie udało nie przywrócić poziomu dostaw z połowy 2021 roku.
- Sytuacja na Ukrainie tworzy zaś potencjalnie nowe zarzewie kryzysu energetycznego na świecie, w sytuacji gdyby kraje Zachodu wprowadziły dotkliwe sankcje uderzające w rosyjską – ale i w odwecie także i światową – gospodarkę. Jak dotąd Stany Zjednoczone nie zdecydowały się natomiast na objęcie sankcjami rosyjskiego sektora energetycznego. J.Biden podkreślał przy tym konieczność ochrony obywateli USA przed społecznymi kosztami możliwego wzrostu cen paliw w wyniku eskalacji kryzysu energetycznego na świecie. Tym bardziej, iż europejska sieć gazociągów jest jednym z elementów sankcji gospodarczych (brak autoryzacji dla NordStream2).

# Produkty rolne – Ukraina – zagrożony spichlerz Europy

## Notowania indeksu żywności FAO



## Notowania pszenicy i kukurydzy (centy USD/buszel)



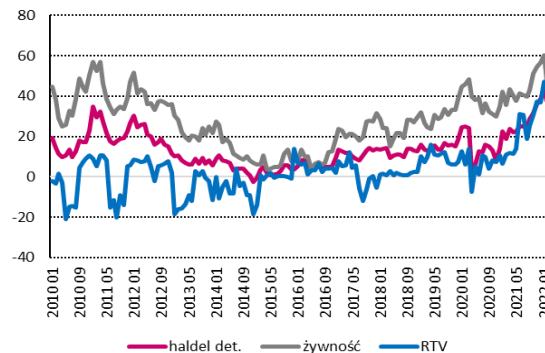
- Rosja i Ukraina są czołowymi producentami płodów rolnych na świecie. Oba kraje odpowiadają między innymi za około 1/4 światowych zbiorów pszenicy i 1/5 kukurydzy. Dodatkowo Ukraina jest istotnym producentem oleju słonecznikowego. Działania militarne (przede wszystkim inwazja lądowa) prowadzone na Ukrainie grożą natomiast zniszczeniem upraw wszelkich zbóż i roślin oleistych. Dodatkowym zagrożeniem jest fakt opanowania ukraińskich portów morskich na Morzu Czarnym (Czarnomorsk, Odessa) będących dominującym kanałem eksportu płodów rolnych przez Ukrainę.
- W reakcji na rozpoczęcie ataku na Ukrainę gwałtownie wzrosły ceny płodów rolnych (tzw. *soft-commodities*). W dniu inwazji cena pszenicy na giełdzie towarowej w Chicago wzrosła do 13-letniego maksimum, a dzień wcześniej jej notowania zostały zawieszono po tym jak osiągnęły maksymalny dopuszczalny dzienny zakres wzrostu cen. Cena kukurydzy natomiast od początku stycznia 2022 roku wzrosła o ponad 20%.
- Dalszymi konsekwencjami rynkowymi nasilenia kryzysu na rynku żywności jest istotne zwiększenie presji na banki centralne, które z uwagi na wieloletnie maksima inflacji mogą zostać zmuszone do rozpoczęcia, bądź nasilenia dokonywanego dotychczas cyklu zacieśniania polityki pieniężnej na świecie. Tym bardziej, iż towarzyszy temu opisywany przez nas w innych rozdziałach raportu kryzys także na rynku surowców energetycznych.

# Inflacja – Krótkoterminowe perspektywy inflacji pogarszają się ze względu na rosnące ceny paliw

Ceny ropy naftowej Brent [w PLN]



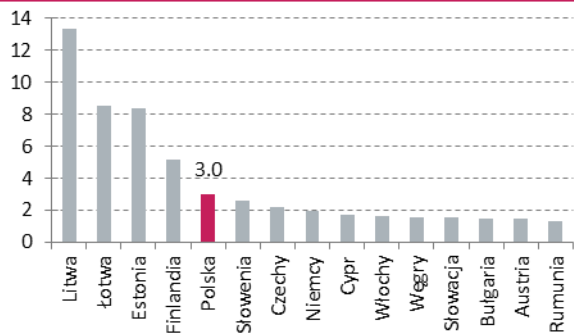
Oczekiwania cenowe w gospodarce – wskaźnik spodziewanych cen w handlu detalicznym



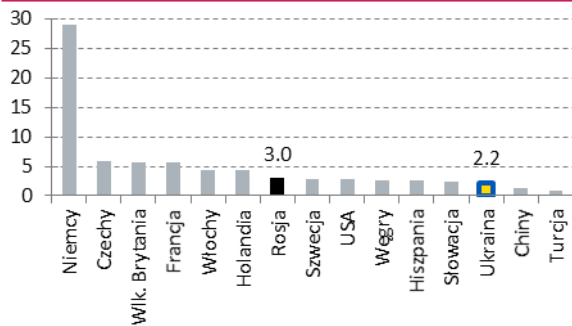
- Ścieżka inflacji wymaga aktualizacji, ponieważ wybuch wojny na Ukrainie oraz nakładane na Rosję sankcje skutkowały silnym wzrostem cen surowców energetycznych, w tym paliw. Cena za baryłkę ropy Brent w wyrażeniu złotowym jest obecnie o ponad 30% wyższa niż pod koniec minionego roku. Zwyżki cen na rynkach międzynarodowych przenoszone są na rynek krajowy, co widoczne jest w ostatnich dniach na stacjach benzynowych. Trwały wzrost detalicznych cen paliw o 10% powoduje podniesienie inflacji o 0,5 pkt. proc., przy pozostałych czynnikach niezmiennych.
- Presja na wzrost inflacji pochodzić może także z wyższych cen żywności, ponieważ Rosja i Ukraina są ważnymi dostawcami zboża. Spadek dostaw z tych źródeł może nasilić presję na wzrost cen żywności, która nasilała się już w roku ubiegłym.
- Wydarzenia ostatnich dni i ich wpływ na rynki surowców neutralizuje część skutków rządowej tarczy antyinflacyjnej. Wzrost inflacji do dwucyfrowych poziomów wydaje się ponownie realny. W takiej też sytuacji prawdopodobne staje się wydłużanie obowiązywania tarczy antyinflacyjnej. W średnim okresie inflacja powinna szybciej zmierzać do celu w ślad za wyhamowywaniem wzrostu gospodarczego.
- Prognozy inflacji, ale także innych wskaźników makroekonomicznych obarczone są wysoką niepewnością i zależą od skali oraz długości trwania działań militarnych oraz zakresu sankcji na Rosję.

# Relacje handlowe – Atak Rosji na Ukrainę psuje perspektywy polskiego eksportu, tym bardziej, że postulowane jest odłączenie kilku banków rosyjskich od sytemu płatniczego SWIFT

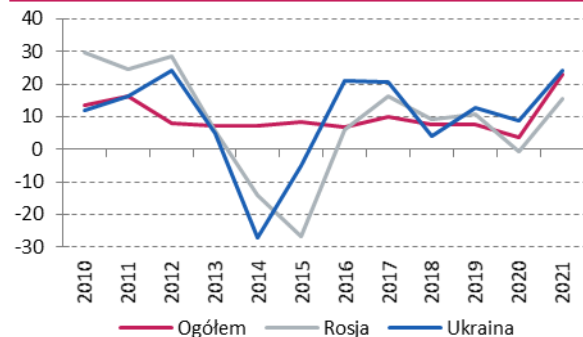
Udział Rosji w eksporcie towarów wybranych krajów Unii Europejskiej w 2020 r. [%]



Udział wybranych krajów w polskim eksporcie towarów w 2020 r. [%]



Dynamika polskiego eksportu towarów [% r/r]



- Obok wyższej inflacji potencjalnie najważniejszym kanałem oddziaływania na Polskę inwazji militarnej oraz wprowadzanych sankcji przeciw Rosji są relacje handlowe. W 2021 r. eksport towarów z Polski do Rosji oraz Ukrainy sięgnął odpowiednio 36,6 mld PLN i 28,9 mld PLN. Wielkości te wydają się znaczące, aczkolwiek udział w odniesieniu do całości krajowego eksportu (1305 mld PLN) stanowią dla Rosji 3,0%, a dla Ukrainy tylko 2,2%. Poprzednie epizody agresji na Ukrainę w 2014 i 2015 silnie wpłynęły na polski eksport towarów do Rosji i Ukrainy. W 2014 r. spadł on odpowiednio o 14,0% i 27,1%, natomiast w 2015 r. o 26,9% i 5,2% r/r. W kolejnych latach wymiana handlowa Polski z tymi państwami odbudowywała się, zwłaszcza z Ukrainą. Pomimo tych spadków sprzedaż za granicę ogółem towarów w latach 2014-2015 rosła odpowiednio o 8,3% i 7,0%. Wskazuje to, że wpływ załamania handlu z Rosją i Ukrainą miało ograniczony wpływ na pogorszenie aktywności gospodarczej Polski, pomimo tego, że wymiana handlowa z tymi krajami ma relatywnie większe znaczenie niż dla gospodarek unijnych na Zachodzie i południu Europy.
- Wpływ rosyjskiego ataku na Ukrainę na krajową wymianę handlową będzie uzależniony od niemożliwego do przewidzenia biegu wypadków, trwania konfliktu oraz wpływu wdrażanych sankcji. Niemniej oddziaływanie to najsilniej odczuje polski przemysł maszynowy, elektroniczny i chemiczny, co związane jest z ich największym udziałem w polskim eksporcie do Rosji i Ukrainy. Bezpośrednie skutki ograniczenia wymiany handlowej szacujemy na nie więcej niż 1 pkt. proc. dynamiki PKB. Efekt powiększy wpływ powiązań handlowych, poprzez spadek popytu na dobra pośrednie polskiego przemysłu, choć warto zauważyć, że udział Rosji w eksporcie Niemiec, naszego głównego partnera handlowego nie jest wysoki i nie przekracza 2%. Dodatkowym czynnikiem hamującym eksport będą efekty wtórne prawdopodobnej recesji w gospodarce rosyjskiej i na Ukrainie.

# PKB – negatywny wpływ na gospodarkę będzie miał nie tylko spadek eksportu, ale także efekt pośrednie wojny na Ukrainie

VIX – indeks strachu



Notowania indeksu WIG [pkt]



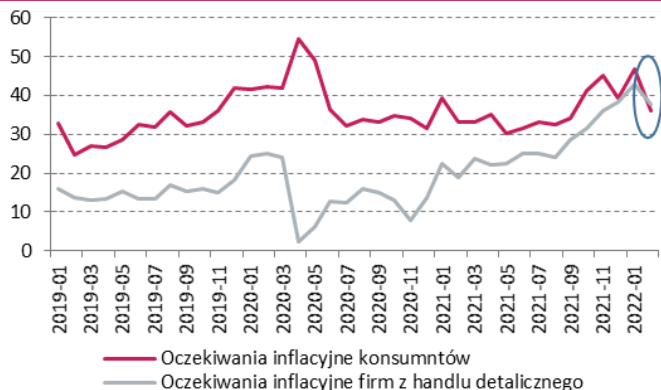
- Obok bezpośrednich skutków wynikających z ograniczenia wymiany handlowej z Rosją, Białorusią, ale i z Ukrainą negatywny wpływ na wzrost gospodarczy będzie miało pogorszenie nastrojów przedsiębiorstw, widoczne m.in. w silnych spadkach indeksów giełdowych, czy notowaniach indeksu VIX (indeks strachu). W takich uwarunkowaniach większym ryzykiem obciążone jest kontynuowanie inwestycji, które dynamicznie rosły w drugiej połowie minionego roku. Firmy będą również musiały mierzyć się z ograniczeniami po stronie podaży pracy, ponieważ część Ukraińców powróciła do kraju, aby walczyć w obronie ojczyzny.
- Wyższa inflacja silniej ograniczy siłę nabywczą dochodów z pracy, co oznaczać będzie silniejsze wyhamowanie konsumpcji prywatnej. Tym bardziej, że przedłużające się działania militarne negatywnie będą wpływały na nastroje gospodarstw domowych. W krótkim terminie konsumpcja wzrośnie, ze względu na zwiększone zakupy przezornościowe, jednak średnioterminowy wpływ agresji Rosji na Ukrainę będzie negatywnie wpływał na konsumpcję.
- Sankcje nakładane na Rosję przez UE, a także prawdopodobne kontr-sankcje Rosji mogą powodować nasilenie zaburzeń w łańcuchach dostaw części i podzespołów, ale i surowców (metale przemysłowe, surowce energetyczne) skutkując zaburzeniami w bieżącej produkcji.
- Perspektywy polskiej i globalnej gospodarki pogarszają się. Dokładne oszacowanie skutków ekonomicznych jest w tym momencie trudne ze względu na dynamiczny charakter sytuacji i trudny do oceny zakres sankcji na Rosję, a także kontr-sankcji ze strony Rosji. Uważamy jednak, że gospodarka Polski powinna utrzymać się na ścieżce wzrostu gospodarczego, choć będzie on niższy niż dotychczasowe oczekiwania.

Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

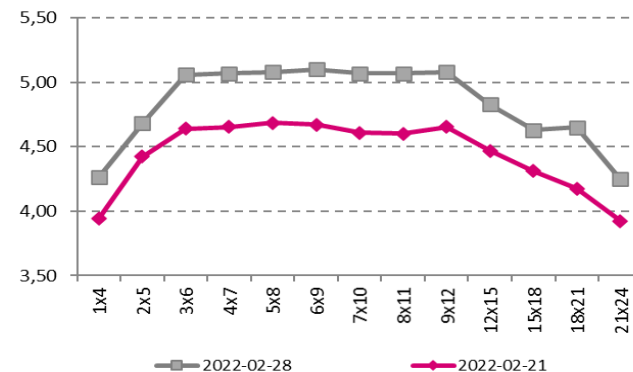


# Polityka pieniężna – sytuacja na Ukrainie zasadniczo nie zmienia docelowego poziomu stóp procentowych w Polsce w 2022 r., aczkolwiek stanowi ryzyko w górę, zwłaszcza ze względu na kurs złotego

## Oczekiwania inflacyjne konsumentów i firm (pkt)



## Notowania kontraktów FRA (%)



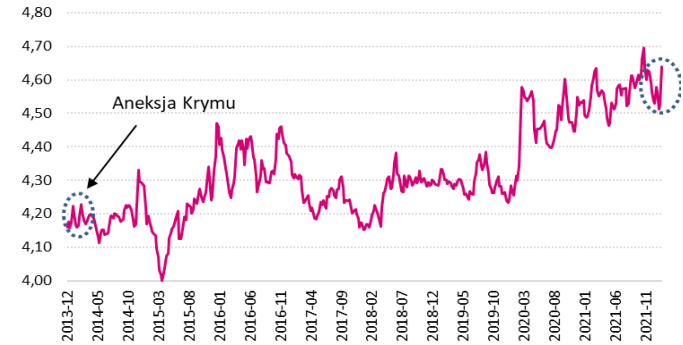
- W lutym, jeszcze przed rozpoczęciem ataku na Ukrainę, po raz pierwszy od kilku miesięcy obniżyły się oczekiwania co do inflacji w Polsce zarówno firm z handlu detalicznego, jak i konsumentów. Przypisywaliśmy to oddziaływaniu Tarczy inflacyjnej rządu tymczasowo obniżającej opodatkowanie energii, paliw i części żywności. Atak militarny zwiększający ceny energii i żywności w złotych będzie redukował wpływ podjętych przez rząd działań.
- Zakładając, że kurs złotego będzie utrzymywał się na poziomach w momencie pisania niniejszego tekstu (EURPLN 4,69, USDPLN 4,19) nasza prognoza wzrostu stopy referencyjnej do 4,00% pozostaje aktualna, pomimo rozpoczętych działań militarnych. Spodziewamy się, że w marcu Rada Polityki Pieniężnej utrzyma dotychczasowe tempo podwyżek stóp procentowych o 50 pkt baz. Naszym zdaniem uzasadnieniem tego ruchu będzie projekcja marcowa, która powinna pokazać brak realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Nie spodziewamy się, aby podstawowy scenariusz makroekonomiczny NBP zawierał ocenę wpływu na Polskę ataku militarnego na Ukrainę, ze względu na niepewność co do przebiegu konfliktu, jego celów i czasu trwania.
- Ryzyka dla stóp procentowych w krótkim okresie są skierowane w górę, nie podzielamy jednak oczekiwań rynkowych, według których w nadchodzących miesiącach stopa referencyjna osiągnęła poziom niemal 5,00%, czemu przeciwdziałać będą obawy o spowolnienie gospodarcze (szok podażowy w postaci wysokich cen surowców energetycznych dodatkowo osłabia perspektywy wzrostu PKB). Niemniej wyższy poziom stóp procentowych niż nasze oczekiwania jest możliwy w przypadku dalszego znaczącego osłabiania się złotego. Ponadto gdyby działania militarne trwały długo i silnie oddziaływały na gospodarkę widzimy możliwość szybszej redukcji kosztu pieniądza, niż nasze bazowe oczekiwania, według których stopa referencyjna wyniesie 3,50% na koniec 2023 r.

# Rynek walutowy – Złoty pozostanie w krótkim terminie pod presją na osłabienie, choć reakcja na wybuch wojny na Ukrainie okazała się spokojniejsza niż można się było obawiać

## Analiza techniczna kursu EUR/PLN



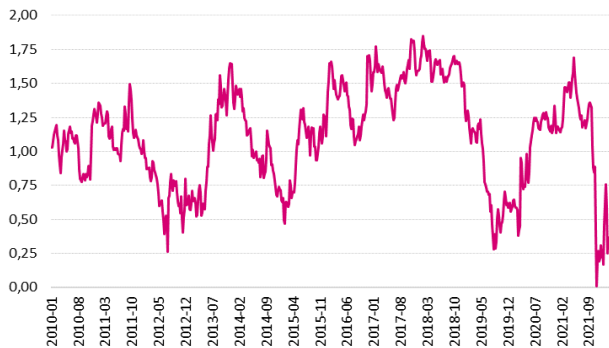
## Notowania kursu EUR/PLN



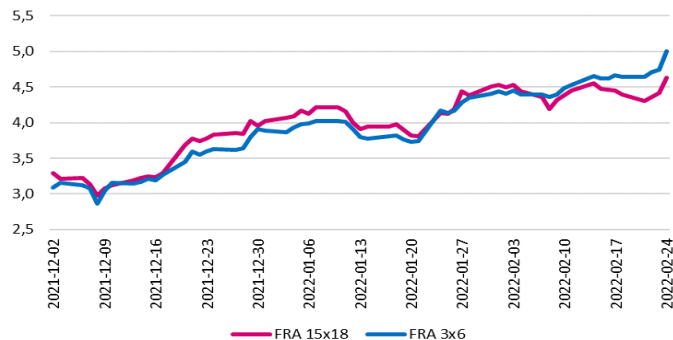
- Inwazja Rosji na Ukrainę sprawiła, że polski złoty – wraz z innymi walutami Europy Środkowo-Wschodniej – znalazł się pod silną presją na spadek wartości. Kurs EUR/PLN przejściowo osiągnął poziom 4,72 (maksimum z listopada ubiegłego roku) reagując na rozprzestrzeniającą się na świecie awersję do ryzyka (*risk-off strategy*). Jest to typowe zachowanie tzw. bardziej ryzykownych aktywów w sytuacji nagłego wzrostu awersji do ryzyka. Historycznie takie ruchy rynkowe były gwałtowne acz krótkotrwałe.
- W krótkim okresie w miarę postępowania inwazji militarnej na Ukrainie spodziewamy się dalszego osłabienia walut tej części Europy. Zmienność krajowego rynku finansowego powinna być jednak stopniowo zmniejszana w stosunku do pierwszego dnia inwazji, gdy inwestorzy zostali zaskoczeni rosyjską operacją na „pełną skalę”. Tym bardziej, iż wdrożone dotychczas sankcje gospodarcze przez państwa Zachodu nie są tak dotkliwe gospodarczo jak początkowo sądzono. W kolejnych dniach liczymy ponadto na możliwą aktywność Narodowego Banku Polskiego, który już w poprzednich tygodniach deklarował gotowość do wsparcia złotego (interwencje walutowe?) i krajowej gospodarki w przypadku inwazji na Ukrainę.
- Bazując na analizie technicznej – pomocnej dla określenia możliwej skali ruchu rynkowego w sytuacjach dużej nerwowości – kolejnymi oporami dla kursu EUR/PLN są poziomy 4,7070 i kolejno 4,7240 oraz 4,92 (historyczne maksimum). W kolejnych tygodniach sytuacja powinna jednak się normować a złoty stopniowo odrabiać straty.

# Rynek obligacji skarbowych – Wyptaszczenie krzywej dochodowości skarbowych papierów wartościowych najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w krótkim terminie

## Nachylenie krajowej krzywej dochodowości (%)



## Notowania kontraktów FRA na krajowym rynku (%)



- Rynek stopy procentowej rozpoczął – w ślad za niosącą swoje konsekwencje ekonomiczne inwazją Rosji na Ukrainę – przyspieszone wycenianie wyższego poziomu stóp procentowych w Polsce. Źródłem nasilenia oczekiwań co do zacieśniania polityki pieniężnej jest przede wszystkim sytuacja na rynku surowcowym, w szczególności rosnące ceny surowców energetycznych (przebieg przez notowania ropy naftowej, bariery 100 USD/baryłkę, czy zbliżenie cen gazu ziemnego do poziomu 5 USD/MMBtu) jak również gwałtowna wyżka cen płodów rolnych (pszenica, kukurydza), których istotnym światowym eksporterem jest Ukraina. W rezultacie dochodowość polskich obligacji skarbowych rośnie. Szczególnie silnie widoczne jest to w przypadku długu krótkoterminowego (2-letni), który tradycyjnie jest najbardziej wrażliwy na potencjalne zmiany poziomu stóp procentowych.
- W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnymi ruchami rynkowymi jest wyptaszczenie krzywej tj. sytuacja w której dochodowość 2-letniego długu skarbowego rośnie szybciej aniżeli papierów o 10-letnim terminie zapadalności (strategia inwestycyjna tzw. *bear flattener*). Taka sytuacja nie powinna jednak trwać długo, gdyż jak wspomnieliśmy rynek w przyspieszonym tempie dyskontuje proces silniejszych i szybszych podwyżek stóp procentowych NBP. Notowania kontraktów FRA 3x6 (mierzących oczekiwania co do 3-miesięcznej stopy WIBOR za trzy miesiące zbliżają się do poziomu 5%, co uważamy za wystarczające w ramach bieżącej rundy zacieśniania polityki pieniężnej). Oczekujemy bowiem, iż wkrótce – po pierwszym szoku inflacyjnym - Narodowy Bank Polski rozpocznie stopniowe obniżki stóp procentowych z uwagi na negatywny dla wzrostu gospodarczego wpływ globalnych sankcji. W rezultacie kolejną rynkową strategią rynku stopy procentowej będzie prawdopodobnie wystromienie krzywej (*bull steepening*) a więc sytuacja, w której to rentowność krótkiego końca krzywej obniża się w tempie szybszym niż 10-letni dług skarbowy Polski.

# BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

[www.bankmillennium.pl](http://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](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

[andrzej.kaminski@bankmillennium.pl](mailto:andrzej.kaminski@bankmillennium.pl)

Mateusz Sułowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

[mateusz.sulowicz@bankmillennium.pl](mailto:mateusz.sulowicz@bankmillennium.pl)

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