

Makro i Rynek

Na wojennej ścieżce z inflacją

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Kwiecień 2022



Spis treści

<u>Wstęp</u>	3
<u>Gospodarka globalna</u>	4-8
<u>PKB w Polsce</u>	9-11
<u>Konsumpcja</u>	12
<u>Inwestycje</u>	13
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	14
<u>Rynek pracy</u>	15-16
<u>Inflacja</u>	17-19
<u>Polityka pieniężna</u>	20
<u>Polityka fiskalna</u>	21
<u>Rynki finansowe PLN</u>	22-23
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	24
<u>Rynki finansowe EUR/CHF</u>	25
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	26
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	27
<u>Rynek surowców</u>	28
<u>Dane i prognozy</u>	29

Wstęp

24 lutego 2022 roku zmieniła się rzeczywistość polityczna i ekonomiczna przede wszystkim Ukrainy, ale też Polski, Europy i całego świata. Rosja wkroczyła na terytorium Ukrainy i rozpoczęła pełnoskalową inwazję militarną. Ukraina, która pod względem ludności jest 3-krotnie mniejszym krajem niż Rosja, a pod względem udziału w światowym PKB niemal 10-krotnie mniejszym, skutecznie stawia opór okupantowi i heroicznie walczy o wolność. W odpowiedzi na atak Rosji na Ukrainę Unia Europejska, ale też stany Zjednoczone i znaczna część pozostałych krajów demokracji nałożyła na Rosję sankcje, których zakres uznać należy za bezprecedensowy. Ich koszt poniesie przede wszystkim Rosja. Jej izolacja gospodarcza obciąży także budżety krajów europejskich ze względu na wzrost cen surowców energetycznych i żywności.

Wybuch wojny w Ukrainie zmienia przede wszystkim perspektywy inflacji, która będzie w tym roku o co najmniej 2 pkt. proc. wyższa niż przed wybuchem konfliktu. Pogarszają się także perspektywy wzrostu gospodarczego i zwiększa się znacznie niepewność co do otoczenia zewnętrznego. Naszym bazowym scenariuszem pozostaje stopniowa deeskalacja wojny, jednak doświadczenie uczy, iż rzeczywistość może zaskoczyć negatywnie. Skutki wojny na Ukrainie Polska, ale także świat, odczuwać będzie przez wiele lat po jej, miejmy nadzieję jak najszybszym, zakończeniu. Dotyczy to szczególnie rynku energii. Ceny energii rosły już przed inwazją na Ukrainę, a wybuch wojny te wzrosty spotęgował i będzie utrwał. Szok energetyczny, którego doświadcza gospodarka europejska negatywnie wpłynie na wyniki gospodarki. Utrzymanie się europejskiej gospodarki na ścieżce dodatniego wzrostu pozostaje jednak bazowym scenariuszem, choć oczekujemy wyraźnego schłodzenia koniunktury. Recesja mogłaby się pojawić tylko w sytuacji eskalacji działań militarnych i rozszerzenia sankcji na import węglowodorów z Rosji. Jej skala byłaby jednak mniejsza niż skutki ekonomiczne szoku energetycznego z lat 70-tych. Pogarszają się perspektywy także polskiej gospodarki, choć w tym roku dynamika PKB pozostanie solidna i w naszej ocenie utrzyma się powyżej 4%. Silniejszego spowolnienia oczekujemy w roku 2023.

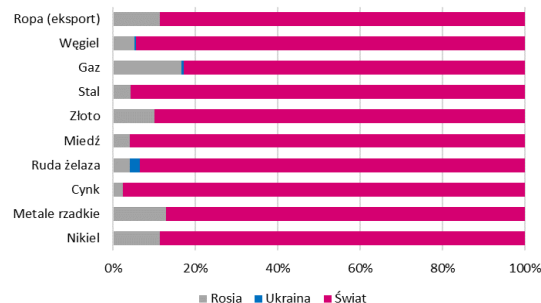
Drugim niezmiernie ważnym obszarem są ceny żywności. Ukraina i Rosja odpowiadają za blisko 2/3 eksportu oleju słonecznikowego oraz 1/3 eksportu pszenicy. Przy spodziewanych znacznie mniejszych zbiorach w tym roku na Ukrainie, a także ograniczeniach importu z Rosji i droższych nawozach ceny produktów żywnościowych wyraźnie wzrosły tuż po wybuchu wojny. Wysokie ceny żywności w krajach rozwiniętych oznaczają wyższy koszt życia, natomiast w krajach rozwijających się i w krajach Trzeciego Świata oznaczają realne ryzyko głodu, szczególnie tych, które znaczną część żywności, a w szczególności zbóż sprowadzają z Ukrainy.

Polska gospodarka odczuje także skutki napływu uchodźców. W krótkim okresie stanowi on pozytywny impuls dla konsumpcji, ponieważ rośnie popyt na żywność i inne produkty konsumpcyjne. Napływ uchodźców to także większe obciążenie sektora finansów publicznych, m.in. w związku ze wzmożonym popytem na usługi publiczne (edukacja, służba zdrowia). Najbliższe lata to także okres wyższych wydatków na obronność. Przed nami zatem perspektywa bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej, realizowanej w warunkach najwyższej od ponad 20 lat inflacji. Pogorszenie perspektyw inflacji powoduje, że bank centralny pozostanie na kursie zacieśnienia polityki pieniężnej pomimo nadchodzącego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Wsparcie złotego, a przede wszystkim konieczność zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych skłoniły nas do rewizji prognozy docelowej stopy referencyjnej, która w tym roku wzrośnie w naszej ocenie do co najmniej 5,5%, ze wskazaniem 6% jako poziomu wokół którego powinna ustalić się stopa docelowa. Punktowe prognozy stopy docelowej obarczone są obecnie podwyższoną niepewnością, m.in. ze względu na zmieniające się i pogarszające się perspektywy polityki fiskalnej. Ekspansja fiskalna powoduje, że bank centralny będzie musiał silniej podnosić stopy procentowe.

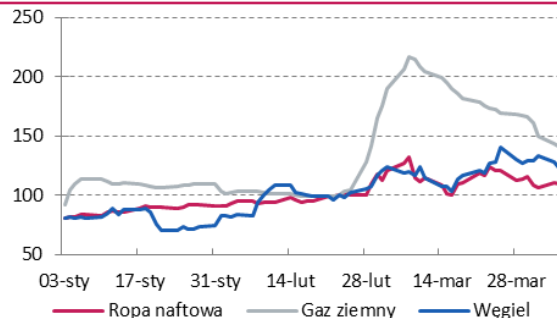
Przed polską, ale i globalną gospodarką otwierają się nowe wyzwania. To wysokie ceny energii, poprawa efektywności energetycznej, droga i trudniej dostępna żywność, wysokie stopy procentowe, dużo większa zmienność otoczenia rynkowego i makroekonomicznego, ale także możliwe nawroty pandemii, ponieważ wirus SARS-CoV-2 nie skapitulował. Żeby nie brzmieć zbyt pesymistycznie warto pamiętać, że każdy szok tworzy też szansę. Wybuch wojny w Ukrainie może skłonić część zagranicznych firm do przeniesienia produkcji z Rosji do Polski co dałoby pozytywny impuls inwestycyjny polskiej gospodarce w dłuższej perspektywie.

Gospodarka globalna – Agresja Rosji na Ukrainę wpływa na życie gospodarcze na całym świecie, w tym na globalne rynki metali i surowców energetycznych

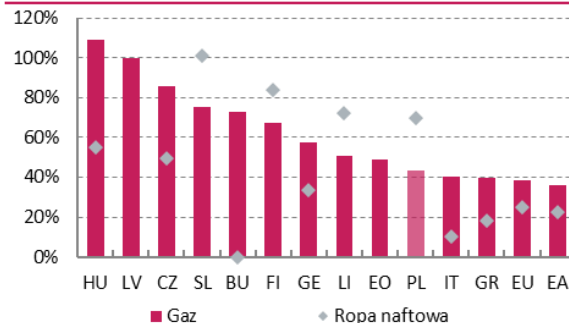
Udział Rosji i Ukrainy w produkcji surowców na świecie (%)



Ceny surowców energetycznych (23.02.2022=100)



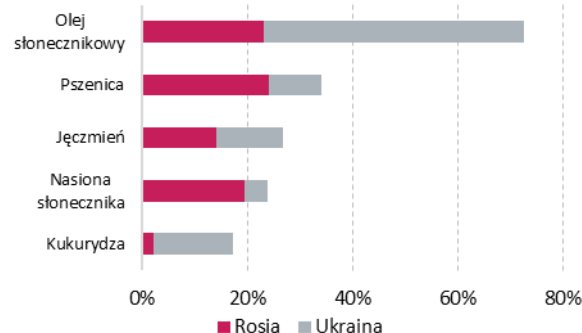
Udział Rosji w imporcie gazu ziemnego i ropy naftowej w państwach UE (%)



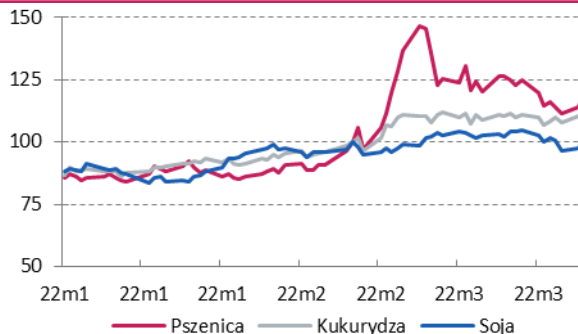
- Rosyjska agresja na Ukrainę 24 lutego 2022 r. oddziałuje na cały świat, w tym na życie gospodarcze. Wybuch wojny oraz wprowadzane przeciwko Rosji sankcje przez państwa Zachodu natychmiast drastycznie wpłynęły na globalne rynki. O ile populacja Rosji i Ukrainy w perspektywie całego świata nie jest znacząca i wynosi ok. 2,4%, a wielkość gospodarek jest jeszcze mniejsza (2,0% globalnego PKB) to państwa te odgrywają kluczową rolę w eksporcie niektórych surowców (np. gaz ziemny, ropa naftowa, nikiel, metale rzadkie) i produktów rolnych, a także dóbr pośrednich niezwykle istotnych z punktu widzenia globalnych łańcuchów dostaw w przemyśle, czego przykładem jest stal, wiązki elektryczne oraz neon.
- Działania militarne silnie wpłynęły m.in. na rynki surowców, w tym energetycznych, których Rosja jest istotnym dostawcą, zwłaszcza dla gospodarek europejskich. W konsekwencji wojny oraz sankcji Zachodu silnie wzrosły ceny gazu ziemnego, a także, choć w mniejszym stopniu, ropy naftowej, której ceny w II poł. marca przejściowo przekroczyły 130 USD za baryłkę. Część tych wzrostów została zanegowana, aczkolwiek ceny nadal kształtują się powyżej poziomu sprzed rosyjskiej agresji oraz podlegają bardzo silnym wahaniom w zależności od napływających informacji.
- Wybuch wojny zmienia perspektywę gospodarcze dla świata m.in. poprzez ceny surowców energetycznych, które obecnie najsilniej zależą od przebiegu trudnych do przewidzenia działań zbrojnych i polityki państw Zachodu, stąd prognozy makroekonomiczne obciążone są ogromną niepewnością. Dotychczas Rosja pomimo zmienności i zaburzeń realizuje dostawy gazu ziemnego i ropy naftowej oraz innych surowców, aczkolwiek nie można wykluczyć, że w odpowiedzi na sankcje kraj ten zmieni swoje podejście decydując się na ograniczenia podaży, jednak na ten moment jednak jest to dla nas scenariusz alternatywny. Również w przypadku dłuższego horyzontu spodziewamy się wysokich cen surowców, zważywszy na prawdopodobne zmiany strukturalne na światowych rynkach, w tym energetycznych. Część państw i firm w Unii Europejskiej zapowiada bądź realizuje plany zmniejszenia importu z Rosji, co będzie skutkowało utrzymaniem się wysokich cen przez długi czas i generowało dodatkowe koszty.

Gospodarka globalna – Potencjalnie skutki wojny na Ukrainie mogą być najsilniej odczuwane na świecie poprzez wzrost cen produktów rolnych i spadek ich podaży

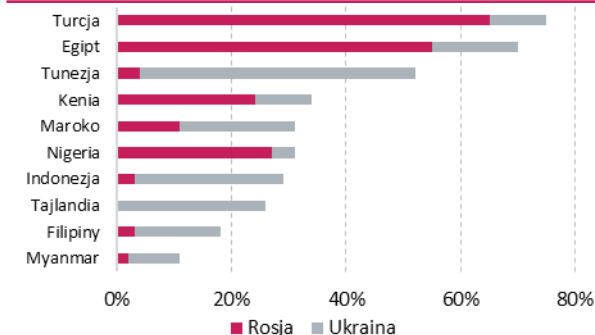
Udział Rosji i Ukrainy w światowym eksporcie produktów rolnych (%)



Indeks S&P GSCI światowych cen wybranych produktów rolnych (23.02.2022=100)



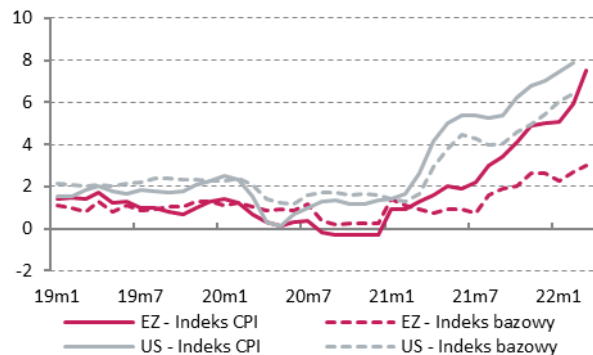
Udział importu z Ukrainy i Rosji w całości importu pszenicy (%)



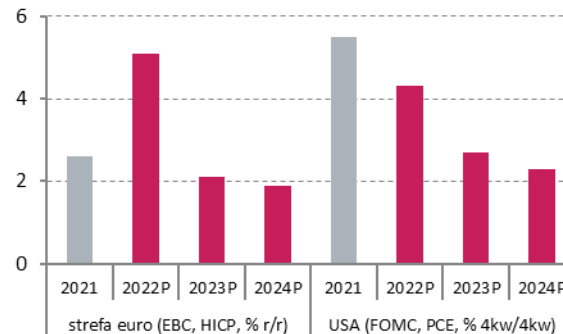
- Jeszcze większy wpływ na światową gospodarkę niż poprzez rynki metali i surowców energetycznych wojna może wywierać kanałem cen i podaży produktów rolnych. Rosja i Ukraina określane często jako spichlerz świata mają ogromne znaczenie dla globalnego rynku żywności. Oba kraje zapewniały bowiem w ostatnich latach blisko 35% światowego eksportu pszenicy. Jeszcze większe udziały odnotowywano w przypadku oleju słonecznikowego (70%), choć nie ma on tak wielkiego znaczenia na światowej polityce żywnościowej. Znaczącą rolę Rosja i Ukraina odgrywają również w eksporcie jęczmienia, nasion słonecznika oraz kukurydzy. Wojna bezpośrednio oddziałuje więc na światowe rynki poprzez zaburzony transport oraz rosyjskie embarga eksportowe. Skutki inwazji będą jeszcze bardziej odczuwalne w przyszłości, gdyż ok. 40% użytków rolnych na Ukrainie nie została wykorzystana z powodu działań militarnych.
- Oprócz bezpośredniego wpływu rynki żywnościowe odczuwają także pośrednie skutki wojny poprzez wyższe koszty transportu (drożejąca ropa naftowa) oraz problemy podażowe na rynku nawozów. Rosja jest największym na świecie ich eksporterem odpowiadającym za 15% całości międzynarodowego rynku. Ponadto Białoruś, obok Rosji objęta sankcjami Zachodu, odpowiada za ok. 20% światowej produkcji nawozów potasowych, których zastąpienie w pełni w najbliższych latach przez innych producentów nie będzie możliwe. Oprócz czynników podażowych na ceny nawozów oddziaływać będą także bardzo wysokie ceny gazu ziemnego, który ma kluczowe znaczenie przy ich produkcji.
- Wybuch wojny na Ukrainie potęguje zatem już wcześniej obserwowany szybki wzrost cen żywności na świecie. Warto podkreślić, że indeks FAO syntezujący globalne ceny żywności był w lutym 2022 r. o 21,0% wyższy niż przed rokiem. Oznacza to, że nie tylko bieżące ceny produktów rolnych (na przełomie lutego i marca ceny pszenicy były przejściowo wyższe niż przed rosyjskim atakiem o 50%) rosną, ale będą one zwyżkować także w przyszłości. Stanowi to naszym zdaniem główny czynnik, który będzie napędzał wzrosty cen żywności na świecie, co obok problemów podażowych może skutkować w niektórych krajach, np. Północnej Afryki niedoborem żywności.

Gospodarka globalna – Drożące surowce zmieniają perspektywy inflacji na świecie, co wpływa na przyspieszenie zacieśniania polityki pieniężnej

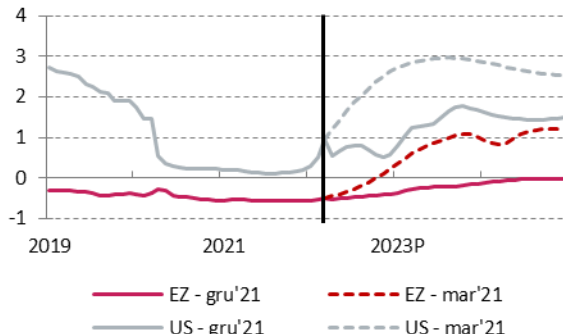
Inflacja konsumencka i inflacja bazowa w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych (% r/r)



Prognozy inflacji dla strefy euro i Stanów Zjednoczonych



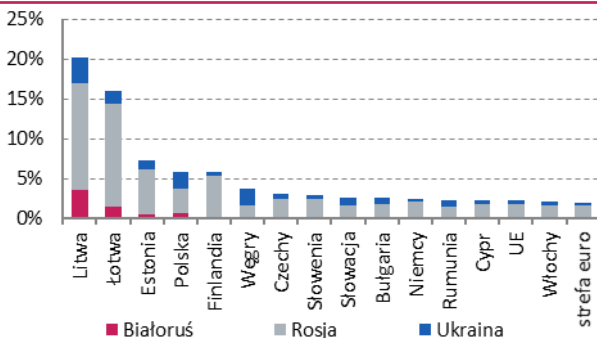
Rewizja oczekiwań rynkowych co do stóp procentowych (% EURIBOR 3M, LIBOR3M USD)



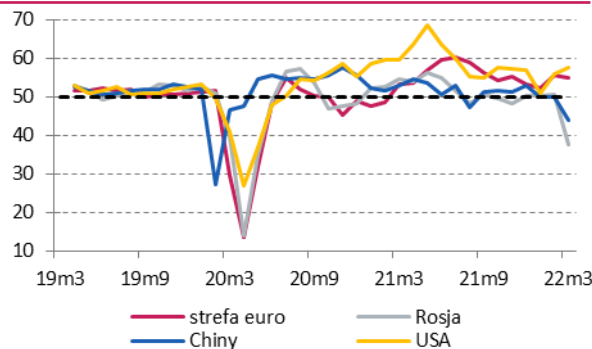
- Druga połowa 2021 r. oraz początek tego roku był okresem silnego wzrostu inflacji na świecie, w wielu gospodarkach znacznie przekraczającej cele inflacyjne władz monetarnych. Część z banków centralnych w krajach rozwiniętych, np. Europejski Bank Centralny i amerykańska Rezerwa Federalna pozostawały z powodu pandemii COVID-19 względnie niewzruszone spodziewając się spowolnienia inflacji wraz z wygasaniem wzrostu cen surowców na rynkach światowych i złagodzeniem problemów z zaopatrzeniem przemysłu. Wieloletnie rekordy inflacji (w lutym w USA 7,9% r/r, najwyższe od 40 lat, a w Eurolandzie w marcu 7,5% r/r, najwyższe w historii) oraz zmniejszające się ryzyka pandemiczne wymusiły jednak zmianę podejścia jeszcze przed wybuchem wojny.
- Pogarszające się na skutek wojny perspektywy inflacji wpłynęły w naszej ocenie na bardziej jastrzębią komunikację Fed i EBC. Co prawda, zgodnie z zapowiedziami sprzed wojny amerykańska Rezerwa Federalna na posiedzeniu w marcu podwyższyła o 0,25 pkt proc. stopy procentowe, aczkolwiek poinformowano o planach przyspieszenia redukcji bilansu banku (quantitative tightening). W podobny sposób zaskoczył w marcu EBC, który zapowiedział wcześniejsze względem poprzednich planów zmniejszanie programu skupu aktywów APP (stopy procentowe nie uległy zmianie). Oba banki centralne solidarnie podwyższyły przy tym prognozy inflacji na 2022 r., silniej w przypadku EBC.
- Amerykańscy bankierzy centralni wskazali na posiedzeniu w marcu, że oczekują jeszcze 6 podwyżek po 25 pkt baz w tym roku oraz na 4 podwyżki po 25 pkt w 2023 r. 21 marca 2022 r. przewodniczący Fed powiedział jednak, że na kolejnym posiedzeniu może poprzeć podwyżkę o 50 pkt baz., po czym rynki finansowe zaczęły wyceniać wzrost stóp w USA do końca 2022 r. o blisko 225 pkt i tylko jedną podwyżkę o 25 pkt baz. w 2023 r. W przypadku strefy euro oczekiwania rynkowe wskazują na wzrost stóp do końca tego roku o 75 pkt baz. Naszym zdaniem realizacja agresywnego scenariusza rynkowego jest prawdopodobna, gdyż sądzimy, że bieżące prognozy inflacji są zbyt niskie zważywszy na ryzyka i oczekiwania co do cen surowców oraz żywności w przyszłości.

Gospodarka globalna – Wybuch wojny na Ukrainie i wyższe prognozy inflacji obniżają oczekiwany wzrost gospodarczy na świecie w najbliższych latach przy utrzymującej się wysokiej niepewności

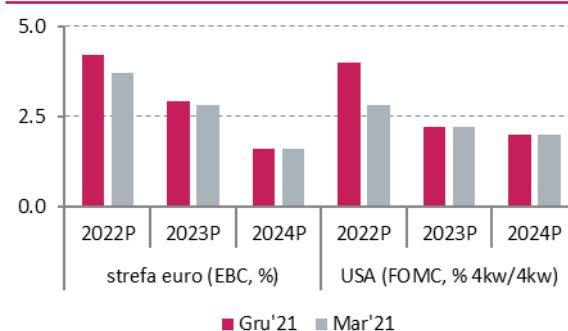
Udział eksportu do Białorusi, Rosji i Ukrainy w krajach UE w 2020 r. (%)



Wskaźniki PMI composite (pkt)



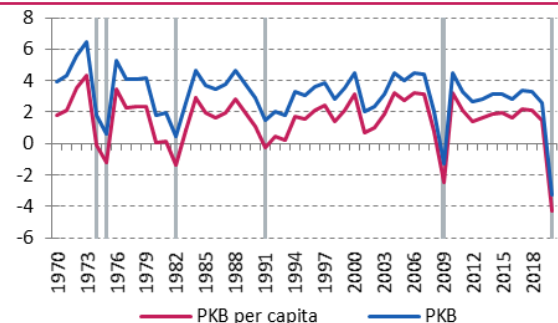
Rewizja prognoz wzrostu PKB (%)



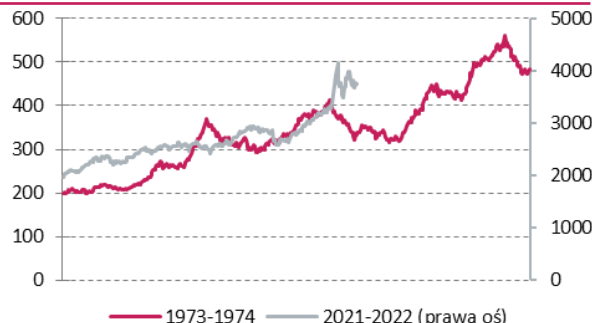
- Jeszcze przed wybuchem wojny perspektywy dla wzrostu gospodarczego na świecie uległy pogorszeniu względem naszych założeń formułowanych w grudniowym raporcie. Wiązało się to z powszechnymi niespodziankami inflacyjnymi. W naszej ocenie wysoka inflacja utrzymująca się przez dłuższy czas stanowi najważniejszy kanał oddziaływania konfliktu Rosja-Ukraina na światową gospodarkę w najbliższych kwartałach. Bardzo duże znaczenie, zwłaszcza dla krajów rozwiniętych, będą miały ponadto ograniczenia w dostawach części materiałów np. stal dla budownictwa i dóbr pośrednich dla przemysłu.
- Według Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) wybuch wojny obniża prognozę światowego wzrostu gospodarczego na świecie o 1,0 pkt proc. Oprócz Ukrainy, dla której spodziewana jest na 2022 r. bardzo głęboka recesja, również PKB Rosji na skutek sankcji Zachodu ulegnie silnemu spadkowi. Spośród krajów bezpośrednio nie zaangażowanych w działalność militarną, najsilniej negatywne skutki wojny najprawdopodobniej odczują gospodarki, dla których powiązania z Rosją i Ukrainą odgrywają relatywnie większą rolę. Wśród krajów Unii Europejskiej dotyczy to z racji bliskości geograficznej państw bałtyckich (Litwa, Łotwa, Estonia), a także Polski, Finlandii i Węgier. Efekt ten jest potęgowany dodatkowo przez osłabienie się walut rynków wchodzących.
- Jednak również kraje Europy Zachodniej i, szerzej, cała gospodarka globalna, odczuwają skutki wojny poprzez bardzo silne wzrosty cen surowców i półproduktów oraz utrudnionej do nich dostępności. Już w marcu europejski przemysł motoryzacyjny został zmuszony do ograniczenia aktywności z powodu niewystarczającej liczby wiązek elektrycznych, których znaczącym producentem jest Ukraina. Podobne problemy będą dotyczyć przemysłu spożywczego, zwłaszcza w perspektywie kilku miesięcy. W przypadku USA wpływ działań wojennych i ich skutków powinien być mniejszy, aczkolwiek też będzie niekorzystny. Stąd przyjmujemy w naszym scenariuszu makroekonomicznym dla Polski w 2022 i 2023 r. wolniejszy niż w grudniu ub. roku wzrost gospodarczy w jej otoczeniu przy szybszym wzroście cen. Nie zakładamy recesji w gospodarce światowej, choć może ona się pojawić w niektórych częściach świata w najbliższych latach.

Gospodarka globalna – Czy światowa gospodarka w latach 2022-2023 wpadnie w recesję?

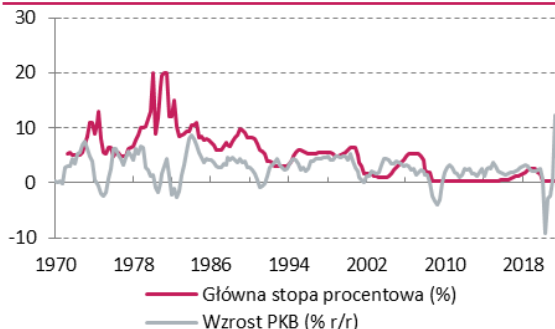
Światowy PKB i recesje (% r/r)



Globalny indeks S&P cen surowców (USD, pkt)



Główna stopa procentowa w USA i amerykański wzrost gospodarczy

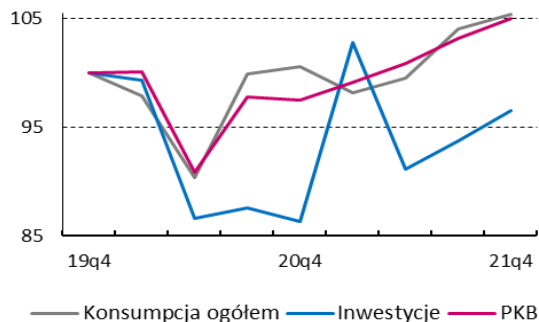


- Silne wzrosty cen surowców energetycznych w wyniku wybuchu wojny na Ukrainie oraz zacieśnianie polityki pieniężnej budzą obawy o recesję w światowej gospodarce. Trzy z pięciu recesji, definiowanej jako spadek PKB per capita, odnotowanych od lat 70 ub. wieku (1974-1975, 1982 r., 1991 r.) były w różnym stopniu związane ze znaczącym nasileniem inflacji wywołanym cenami ropy naftowej i innych surowców oraz wynikłych podwyżek stóp procentowych.
- W naszej ocenie powtórka w latach 2022-2023 scenariusza z lat 70 i 80 XX wieku w gospodarkach rozwiniętych nie powinna być scenariuszem bazowym. Czynnikiem przemawiającym za tym założeniem jest mniejsze niż w przeszłości uzależnienie gospodarki światowej od ropy naftowej, co związane jest ze wzrostem efektywności energetycznej i coraz większym znaczeniem innych źródeł energii. Ponadto Stany Zjednoczone, największa gospodarka na świecie, jest już w dużym stopniu samowystarczalna jeśli chodzi o ropę naftową, co może przekładać się na ograniczoną presję na wzrost cen. Jednocześnie wskazuje się, że realna stopa procentowa równowagi w krajach rozwiniętych obecnie jest bardzo niska, jako efekt znacznej nadwyżki oszczędności nad inwestycjami, co przypisujemy wzrostem bardzo efektywnych i technologicznie innowacyjnych globalnych korporacji (Superstar companies). Ponadto luźna polityka monetarna i fiskalna w krajach rozwiniętych oraz ograniczenia związane z pandemią pozwoliły na zwiększenie oszczędności gospodarstw domowych dając im przestrzeń do zamortyzowania wysokiej inflacji. Ryzyka dla recesji w grupie krajów rozwiniętych pozostają jednak zróżnicowane. W przypadku Europy jest ona bardziej prawdopodobna niż w USA. Wynika to z większych powiązań handlowych oraz planu radykalnego odejścia od rosyjskich węglowodorów. W przypadku gdyby polityka ta była realizowana w szybkim tempie wysoka inflacja kosztowa mogłaby skutkować w warunkach zaburzeń podaży w przemyśle spadkiem PKB.
- Niemniej naszym zdaniem największe ryzyka kurczenia się PKB przypisujemy krajom rozwijającym się. Ich możliwości finansowe są dużo mniejsze, a osłabienie względem dolara i euro kursów walutowych potęguje inflację. Jednocześnie prawdopodobnie ograniczona zostanie podaż żywności. Ponadto nadal utrzymuje się niepewność (choć jest ona nieco mniejsza niż kilka miesięcy temu) dotycząca zadłużenia sektora nieruchomości w Chinach. Pomimo rosnącego w ostatnich dziesięcioleciach znaczenia w skali świata gospodarek rozwijających się nie spodziewamy się recesji w gospodarce globalnej w latach 2022-2023.

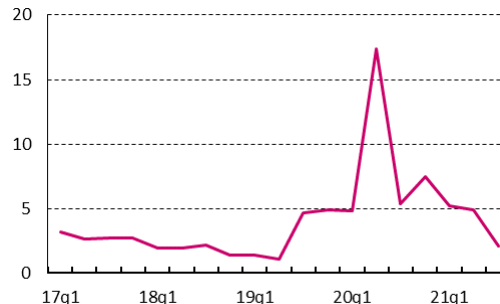
Źródło: Macrobond

PKB w Polsce – Do wybuchu wojny w Ukrainie polska gospodarka działała na wysokich obrotach, mimo wysokiej inflacji i zaburzeń w łańcuchach dostaw

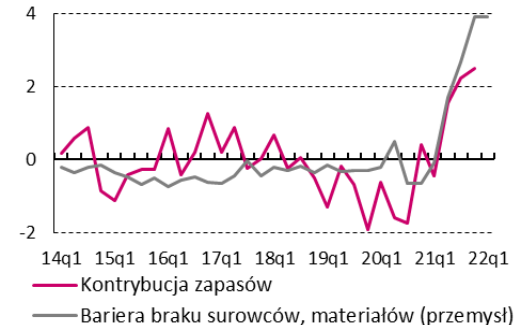
PKB, konsumpcja oraz inwestycje
(sa, 2019 4Q =100)



Stopa oszczędności gospodarstw domowych w Polsce (% dochodu rozporządzalnego)



Wkład zapasów do PKB a bariera braku materiałów w przemyśle (statystyki z-Studenta)

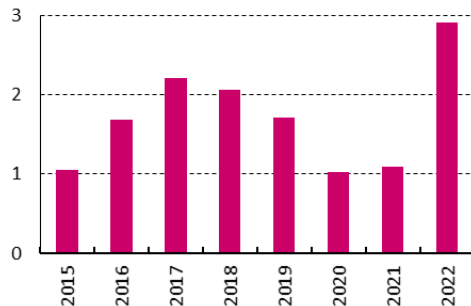


- Końcówka minionego roku była okresem kontynuacji solidnego wzrostu gospodarczego. W 4Q 2021 PKB urosł o 1,7% kw/kw (dane odsezonowane), zaś jego roczna dynamika przyspieszyła do 7,3% r/r z 5,3% r/r w 3Q 2021. Mniej korzystna, z punktu widzenia trwałości, była struktura wzrostu. Głównym motorem gospodarki była bowiem konsumpcja, choć w samym 4Q ub.r. wyniki konsumpcji prywatnej zaskoczyły negatywnie. Zarówno konsumpcja w sektorze gosp. domowych, jak i konsumpcja publiczna przekraczają poziom sprzed wybuchu pandemii. Aż 4,1 pkt. proc. do wzrostu PKB w 4Q 2021 dodały zapasy i był to trzeci z rzędu kwartał wysokiej ich kontrybucji. Firmy kontynuowały nadbudowę zapasów w obliczu utrzymujących się problemów z zaopatrzeniem w materiały i półprodukty. Brak surowców i materiałów pozostaje jedną z głównych barier prowadzenia działalności, co motywuje firmy do akumulacji zapasów celem zmniejszenia ryzyka zaburzeń w produkcji. Pomimo tych problemów polski przemysł pozostaje w fazie dynamicznej ekspansji, choć braki podzespołów ograniczają działalność części sektorów gospodarki (m.in. motoryzacja). Należy przy tym dodać, że część wzrostu produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach to efekt zwiększenia produkcji energii w obliczu nasilającego się globalnego kryzysu energetycznego. Nasilenie zaburzeń w łańcuchach dostaw po wybuchu wojny w Ukrainie może utrudnić firmom nadbudowę zapasów lub zmusić do zużycia już zakumulowanych, co może mieć negatywny wkład do dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.
- Dane wysokiej częstotliwości wskazują na utrzymanie wysokiego wzrostu gospodarczego w pierwszych miesiącach tego roku. Wyniki produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej za styczeń i luty sugerują, że dynamika PKB w całym 1Q 2022 roku może wynieść ok. 7% r/r. To lepszy wynik niż nasze oczekiwania z grudnia ubiegłego roku. W samym 1Q br. dynamika PKB, po odsezonowaniu, urosła o ponad 1,0% kw/kw wparta konsumpcją, ale także inwestycjami, na co wskazują wyniki produkcji budowlano-montażowej. Wybuch wojny w Ukrainie pogarsza średniookresowe perspektywy polskiej i globalnej gospodarki, a jednocześnie zwiększa niepewność co do trajektorii wzrostu PKB w kolejnych kwartałach.

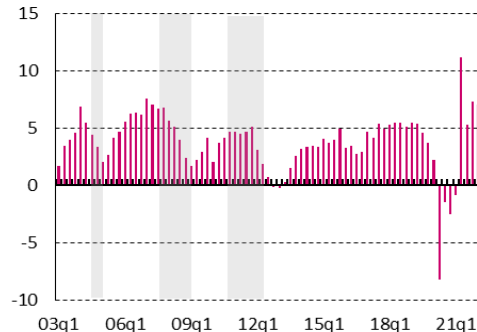
Źródło: Macrobond, GUS, Bank Millennium

PKB w Polsce – Wybuch wojny w Ukrainie pogarsza prognozy dla gospodarki względem naszych oczekiwań z grudnia, choć recesja Polsce nie grozi

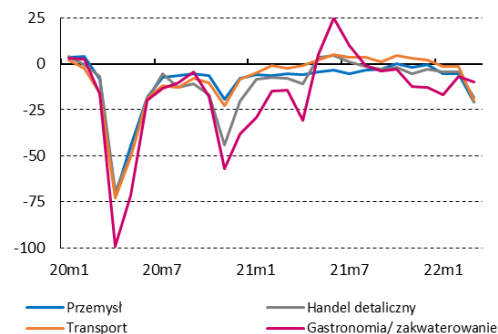
Wpływ efektu przeniesienia na średnioroczną dynamikę PKB w danym roku (pkt. proc.)



Dynamika PKB w Polsce w poszczególnych cyklach podwyżek stóp procentowych (% r/r)



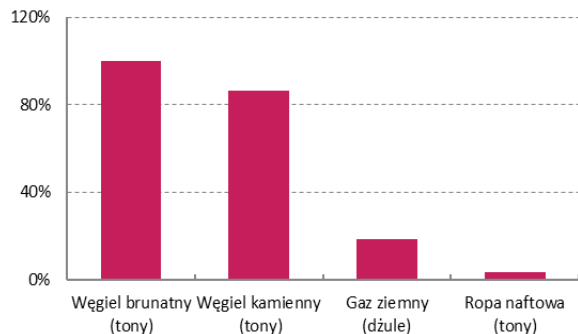
Oceny spodziewanego popytu/sprzedaży w badaniach koniunktury GUS (pkt)



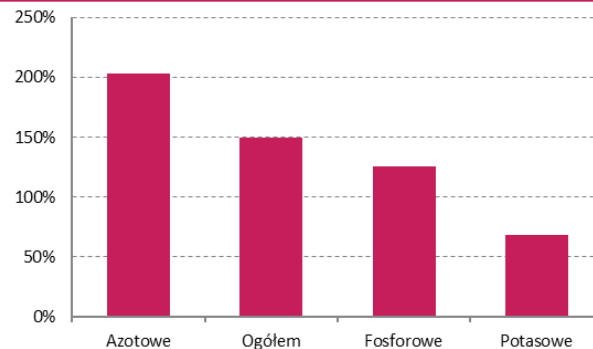
- Wojna w Ukrainie zmienia scenariusz makroekonomiczny względem naszych oczekiwań z końca minionego roku. Średniookresowe perspektywy ulegają pogorszeniu, zaś w krótkim okresie wpływ wojny jest mniej jednoznaczny. Wzrost niepewności ograniczy inwestycje, co szczególnie może być widoczne w 2Q 2022, jednak napływ uchodźców wspierze konsumpcję prywatną. Już w danych o handlu detalicznym za luty widać było wyraźne przyspieszenie sprzedaży żywności, a efekt ten będzie zapewne silniejszy w kolejnych miesiącach. Szansę na solidny wynik PKB w 2022 roku daje także wysoki efekt przeniesienia. Nawet przy założeniu, że w każdym kwartale bieżącego roku gospodarka byłaby w stagnacji, to roczna dynamika PKB wyniesie niemal 3%. Uwzględniając dobry wynik pierwszego kwartału uważamy, że wzrost PKB w 2022 roku pozostanie solidny i tylko nieznacznie rewidujemy prognozę wzrostu PKB w 2022 roku do 4,1% z 4,5% prognozowanych dotychczas. To wszystko przy założeniu, że nie będzie takiej eskalacji wojny w Ukrainie, która skutkowałaby nałożeniem na Rosję sankcji w postaci wstrzymania importu węglowodorów. Taki scenariusz wiązałby się z radykalnym pogorszeniem perspektyw gospodarki europejskiej, włączając recesję.
- Mniej optymistyczni jesteśmy co do średniookresowych perspektyw gospodarki. To w dużej mierze efekt wyższej od wcześniejszych oczekiwań inflacji oraz większej skali podwyżek stóp procentowych, co w połączeniu z wyczerpaniem oszczędności nadwyżkowych ograniczy wzrost konsumpcji prywatnej. Negatywnie na wyniki polskiej gospodarki wpłynie też silniejsze spowolnienie w gospodarkach naszych głównych partnerów handlowych, a także nasilenie napięć w łańcuchach dostaw. Pandemia zeszła na drugi plan, jednak sytuacja w Chinach wskazuje, że czynnik ten wciąż stanowi ryzyko dla gospodarki globalnej. Wsparciem gospodarki pozostanie natomiast ekspansywna polityka fiskalna (zwiększenie wydatków publicznych ze względu na napływ uchodźców, zapowiadane obniżki minimalnej stawki podatku PIT). Szansą dla polskiej gospodarki będzie też akceptacja Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską, która poprawi perspektywy inwestycji. Recesja nie jest naszym scenariuszem bazowym, natomiast spodziewamy się osłabienia aktywności ekonomicznej w 2023 r.

PKB w Polsce – Krajowa produkcja żywności przewyższa krajowe zużycie, natomiast niedobory występują w stosunku do zużycia surowców przemysłowych

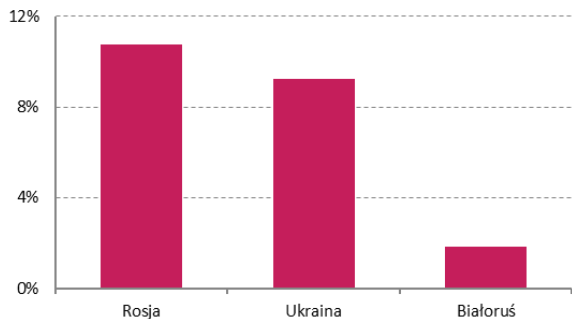
Wydobycie krajowych surowców energ. w stosunku do całkowitego zużycia w kraju(%)



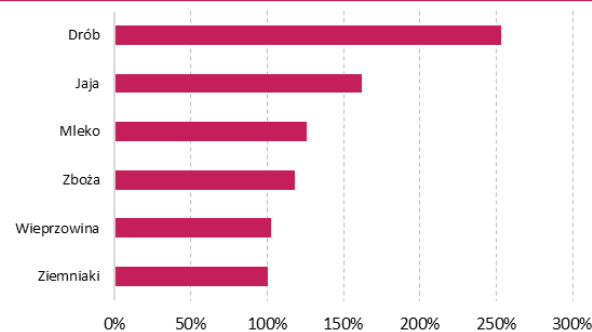
Krajowa produkcja nawozów w stosunku do całkowitego zużycia w kraju(%)



Udział Rosji, Ukrainy i Białorusi w zużyciu stali w kraju (I poł. 2021 r.)

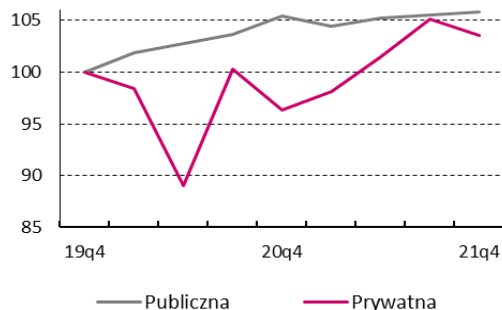


Krajowa produkcja żywności w stosunku do całkowitego zużycia w kraju (%)

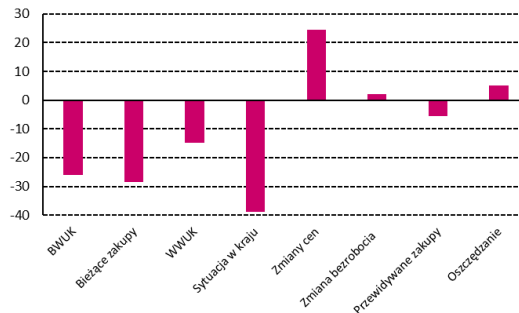


Konsumpcja – Oczekujemy spowolnienia wzrostu konsumpcji w 2022 r., choć napływ uchodźców z Ukrainy wygeneruje pozytywny impuls popytowy w krótkim okresie

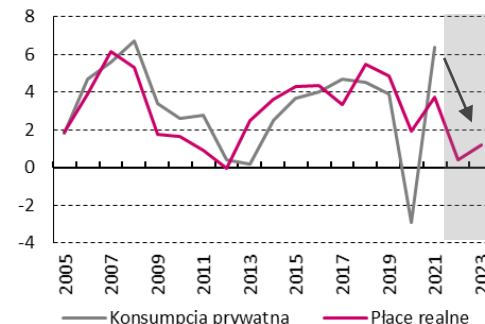
Konsumpcja prywatna i publiczna (sa, 2019 4Q =100)



Wskaźniki nastrojów konsumentów (odchylenie od średniej wieloletniej, pkt)



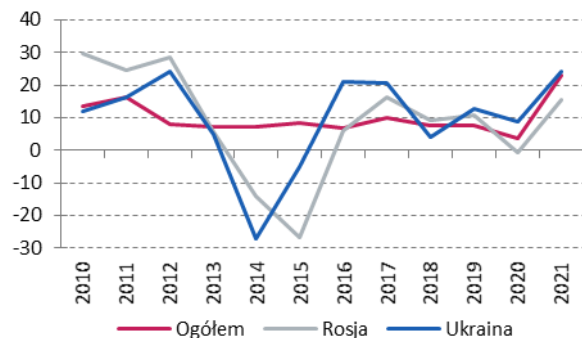
Dynamika konsumpcji prywatnej oraz realnego wynagrodzenia (%)



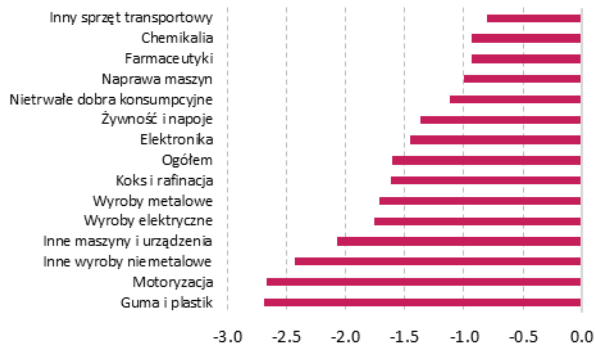
- Końcówka 2021 roku przyniosła osłabienie konsumpcji. Jej roczna dynamika wzrosła co prawda do 7,9% r/r, czemu sprzyjała niska baza odniesienia z roku poprzedniego, natomiast w odniesieniu do poprzedniego kwartału, po odsezonowaniu, konsumpcja skurczyła się o 1,5% kw/kw. Wiążemy to z wysoką inflacją, która ogranicza dochody realne, wzrostem stóp procentowych, a także wyczerpaniem oszczędności nadwyżkowych zgromadzonych w czasie pandemii.
- W roku 2022 spodziewamy się spowolnienia wzrostu konsumpcji. Wybuch wojny w Ukrainie zwiększa niepewność co do jej ścieżki. W krótkim okresie napływ uchodźców z Ukrainy oraz wzrost zakupów przezornościowych stanowi pozytywny impuls popytowy. Do Polski napłynęło już 2,5 mln uchodźców, co oznacza potencjalnie wyraźny wzrost popytu na żywność, produkty pierwszej potrzeby, ale także usługi publiczne. Szacujemy pozytywny impuls popytowy związany z napływem uchodźców na co najmniej 1% PKB, choć ostateczny wpływ uzależniony będzie o długości trwania wojny i odsetka uchodźców, który pozostanie w Polsce. W kierunku wsparcia konsumpcji będzie działała też ekspansywna polityka fiskalna. Jej elementem będzie wzrost wydatków budżetowych w związku z napływem uchodźców, a także wzrost ekspansji fiskalnej ukierunkowanej na złagodzenie wpływu wysokiej inflacji na dochody rozporządzalne gospodarstw domowych (tarcza antyinflacyjna, zapowiedziana przez rząd obniżka stawki podatku PIT). Niemniej wyniki badań koniunktury wskazują, że po wybuchu wojny w Ukrainie nastąpiło wyraźne pogorszenie nastrojów konsumentów, co może osłabić wydatki na dobra trwałe.
- W dłuższym okresie perspektywy konsumpcji oceniamy mniej optymistycznie, gdyż spadek siły nabywczej dochodów, będący efektem wysokiej inflacji, a także towarzyszący temu wzrost stóp procentowych (większe obciążenia finansowe kredytobiorców, ograniczenie popytu na kredyt, zachęta do oszczędzania) będą zmniejszać możliwości konsumpcyjne gospodarstw domowych, szczególnie, że inflacja będzie najwyższa w kategoriach dóbr o relatywnie sztywnym popycie – energia, żywność. Dodatkowo prawdopodobne zaburzenia w łańcuchach dostaw wpłyną na ograniczenie dostępności części dóbr.

Wymiana handlowa z zagranicą - Atak Rosji na Ukrainę psuje perspektywy salda obrotów bieżących na najbliższe lata

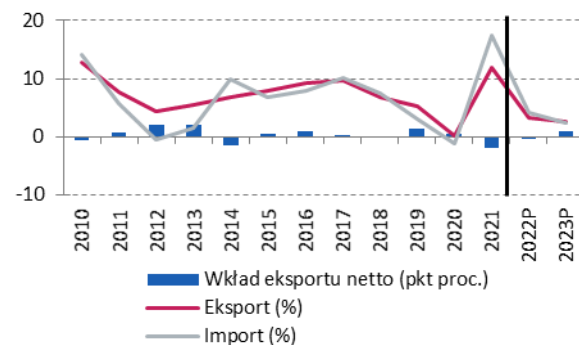
Dynamika polskiego eksportu towarów w cenach bieżących (% r/r)



Spadek w marcu wskaźnika przewidywanych zamówień eksportowych w przemyśle (pkt)*



Eksport, import, wkład eksportu netto i ich prognozy wg rach. narodowych (c. stałe, %)

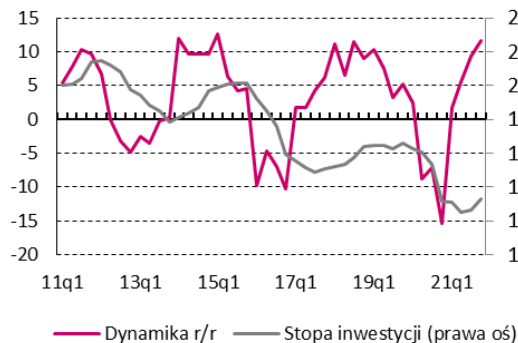


- Obok wyższej inflacji potencjalnie najważniejszym kanałem oddziaływania na Polskę inwazji militarnej na Ukrainę oraz wprowadzanych sankcji przeciw Rosji i Białorusi są relacje handlowe. Udział eksportu towarów do Rosji, Ukrainy i Białorusi w odniesieniu do całości sprzedaży zagranicznej dóbr nie jest jednak znaczący i wynosi ok. 5,5%. Poprzednie epizody agresji na Ukrainę w 2014 i 2015 r. silnie wpłynęły na polski eksport towarów do Rosji i Ukrainy. W 2014 r. spadł on licząc w cenach bieżących odpowiednio o 14,0% i 27,1%, natomiast w 2015 r. o 26,9% i 5,2%. W kolejnych latach wymiana handlowa Polski z tymi krajami odbudowywała się, zwłaszcza z Ukrainą. Pomimo tych spadków eksport ogółem towarów w latach 2014-2015 rósł odpowiednio o 8,3% i 7,0%. Wskazuje to, że wpływ załamania handlu z Rosją i Ukrainą miał ograniczony wpływ na pogorszenie aktywności gospodarczej Polski, aczkolwiek w 2022 r. wpływ ten będzie silniejszy.
- Rosyjski atak na Ukrainę oddziałuje na krajową wymianę handlową także pośrednio poprzez spadek popytu z innych gospodarek, na skutek mniejszego zapotrzebowania na wytwarzane w Polsce dobra pośrednie i finalne (pogorszenie nastrojów konsumentów i firm za granicą). Biorąc jednak pod uwagę lepsze od założeń dane z 4Q 2021 i ostabienie złotego nie rewidujemy względem grudnia ub. roku prognozy wzrostu eksportu wynoszącej dla 2022 r. 3,2%. Natomiast ze względu na radykalny wzrost cen dóbr importowanych oraz pogorszenie nastrojów w krajowej gospodarce zakładamy wolniejsze tempo wzrostu w cenach stałych importu w 2022 r. (4,2% wobec 10,1% szacowanego poprzednio), co oznacza mniej ujemny względem prognoz z grudnia 2021 r. wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Należy podkreślić, że nasze oczekiwania obciążone są dużą niepewnością.
- Bardzo silne pogorszenie polskiego terms of trade po wybuchu wojny przemawia za rewizją w dół prognozy składowych bilansu płatniczego. Spodziewamy się, że saldo obrotów bieżących wyniesie na koniec 2022 r. -2,4% PKB wobec -1,2% PKB obliczonego w grudniu, po czym w 2023 r. ma poprawić się do -1,3% PKB. Naszym zdaniem uwydatnia to znaczenie akceptacji KPO dla stabilności wyceny złotego i utrzymania ocen wiarygodności kredytowej Polski.

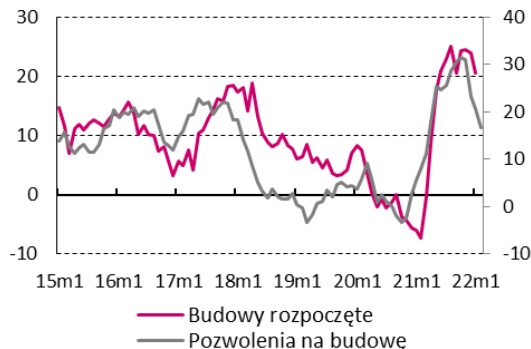
Źródło: Macrobond, GUS, P-prognozy, * dane odsezonowane i wystandaryzowane

Inwestycje – Wybuch wojny w Ukrainie znacznie zwiększa niepewność co do perspektyw inwestycji, choć poprawa efektywności energetycznej może być czynnikiem napędzającym rozbudowę kapitału firm

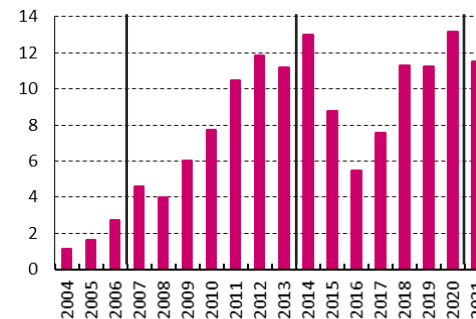
Inwestycje w gospodarce (%)



Pozwolenia na budowę i rozpoczęte budowy (suma 12M, % r/r)



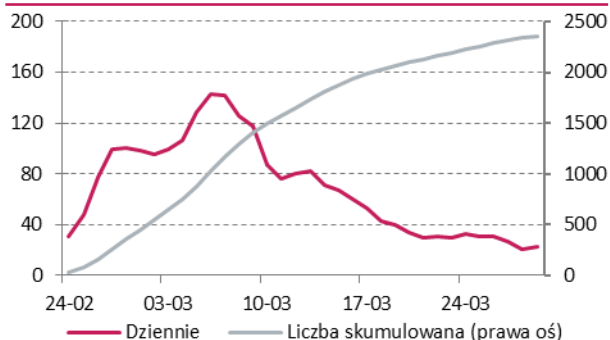
Napływ netto środków z UE (mld EUR)



- Rok 2021 przyniósł wyraźną odbudowę inwestycji w polskiej gospodarce, po ich załamaniu w wyniku wybuchu pandemii. Ich poziom jest jednak realnie o 3,5% niższy niż przed wybuchem pandemii. W ubiegłym roku najsilniej rosły inwestycje firm prywatnych, podczas gdy inwestycje sektora publicznego odbudowywały się znacznie wolniej. Drugi kwartał z rzędu wzrosła stopa inwestycji (16,7% PKB), choć utrzymuje się w okolicach historycznie niskich poziomów.
- Wybuch wojny w Ukrainie pogarsza perspektywy inwestycji w najbliższych kwartałach. Niepewność co do długości i charakteru wojny, ale też otoczenia globalnego nie sprzyjają podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wpisują się w to wyniki badań koniunktury, które wskazują na pogorszenie ocen spodziewanego popytu i zamówień. Inwestycjom nie sprzyjają też podwyżki stóp procentowych, choć rekordowo dobra sytuacja finansowa firm łagodzi ich wpływ. Spadek dynamiki wydanych pozwoleń na budowę sugeruje ostudzenie inwestycji mieszkaniowych. Możliwości wzrostu inwestycji ograniczać będą też zaburzenia w łańcuchach dostaw oraz mniejsza dostępność materiałów i półproduktów wykorzystywanych przy wytwarzaniu dóbr inwestycyjnych. Z tych powodów możliwe są też zaburzenia inwestycji budowlanych, gdyż Rosja i Ukraina są ważnymi dostawcami wyrobów stalowych. W efekcie silniej pogorszyły się oceny koniunktury producentów dóbr inwestycyjnych niż dóbr konsumpcyjnych. W rezultacie ścieżka inwestycji w tym roku jest niższa niż oczekiwania kwartał temu.
- Szansą dla inwestycji jest dywersyfikacja źródeł energii i dążenie do poprawy efektywności energetycznej. Wysokie ceny energii będą katalizatorem inwestycji ukierunkowanych na zmianę mixu energetycznego. Coraz bardziej realna jest też akceptacja Krajowego Planu Odbudowy. W jego ramach zarezerwowano wsparcie w formie pożyczek i dotacji o łącznej wartości 10% PKB. Inwestycjom służy też bardzo dobra sytuacja finansowa firm, których wyniki w 2021 roku były rekordowo wysokie. Pomimo wzrostu niepewności i pogorszenia otoczenia globalnego widzimy szanse na utrzymanie wzrostu inwestycji.

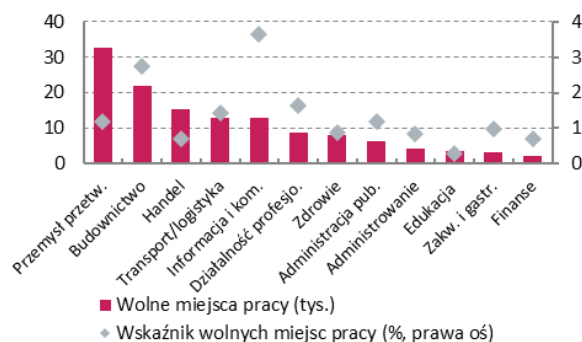
Rynek pracy – wybuch wojny na Ukrainie w ograniczonym stopniu wpływa na perspektywy popytu na pracę w 2022 r., choć może oddziaływać na zwiększenie podaży pracy w części sektorów

Liczba osób przekraczających granicę z Ukrainy do Polski od początku rosyjskiej agresji (tys.)



- Na początku 2022 r. w dużym stopniu realizował się nasz scenariusz związany z popytem i podażą pracy. Stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu i w lutym kształtowała się na poziomie 5,5%, z powodu sezonowości tylko nieznacznie wyższym niż w grudniu, co potwierdza rozgrzany rynek pracy w Polsce przed wojną.
- Agresja na Ukrainę tylko w niewielkim stopniu wpływa na rewizję naszych oczekiwań dotyczących popytu na pracę w 2022 r. Z jednej strony wzrost gospodarczy powinien być solidny, z drugiej zaś z powodu wojny i niepewności przedsiębiorstwa mogą weryfikować plany zatrudnienia. Stąd tylko nieznacznie podwyższamy prognozę stopy bezrobocia rejestrowanego na koniec 2022 r. – do 5,4% z 5,2% spodziewanych w grudniu ub. roku. Sądzymy, że przyjazd ludności z Ukrainy nie wpłynie na statystyki bezrobocia rejestrowanego, gdyż nie będą się oni zgłaszać do urzędów pracy z racji braku uprawnień do świadczeń. Nasza prognoza stopy bezrobocia rejestrowanego na 2023 r. wskazuje na jej wzrost do 5,7%, gdyż wyższe stopy procentowe i gorsza koniunktura będą chłodzić rynek pracy, choć w ograniczonej skali. Naszym zdaniem bowiem firmy pamiętające problemy z pozyskaniem pracowników będą bardziej skłonne do korekty kosztów pracy poprzez wynagrodzenia i godziny pracy niż zmniejszając liczbę zatrudnionych.
- Przyjazd uchodźców może natomiast wpłynąć na zwiększenie podaży pracowników w gospodarce, choć siła tego czynnika jest niepewna i wydaje się dość ograniczona. Do tej pory polską granicę z Ukrainą przekroczyło blisko 2,5 mln osób, z czego, jak szacujemy na podstawie informacji medialnych, ok. 15% udało się w dalszą drogę. Jednocześnie dane o rejestracji ludności z Ukrainy w systemie PESEL wskazuje, że połowa z nich to nieletni. Część z uchodźców to osoby starsze, a wśród potencjalnie aktywnych zawodowo zdecydowaną większość stanowią kobiety. W warunkach niepewności co do trwania wojny na Ukrainie oraz obowiązków opiekuńczych tylko część z nich może w najbliższym czasie zdecydować się na podjęcie zatrudnienia w Polsce. Według danych rządowych do 29 marca, pracę podjęło tylko 21 tys. Ukraińców. Niemniej, w przypadku długiego okresu pobytu, większa liczba uchodźców będzie zmuszona znaleźć zatrudnienie. Z racji struktury płci największe przyrosty możliwe są w usługach i handlu, gdzie głód pracy nie jest aż tak silnie odczuwany, jak w przemyśle i budownictwie, z którego odpłynęło część zatrudnionych mężczyzn.

Wolne miejsca pracy w 4Q21

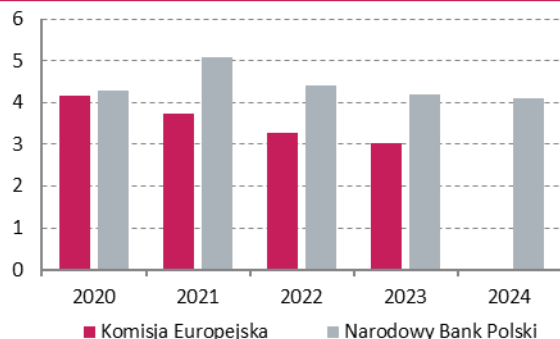


Stopa bezrobocia wg Eurostat i wskaźnik przewidywanego zatrudnienia*

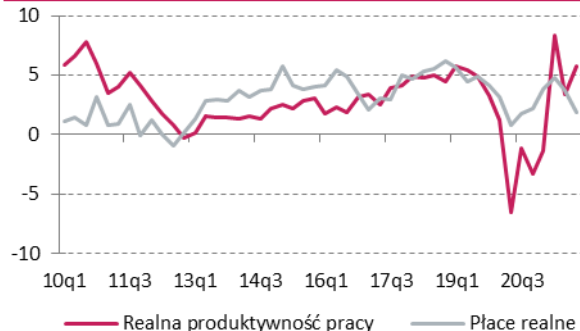


Rynek pracy – Bardzo wysoka inflacja budzi obawy o utrwalenie presji na wzrost płac, a przeciwdziałanie temu będzie wymagało korekty popytu na pracę

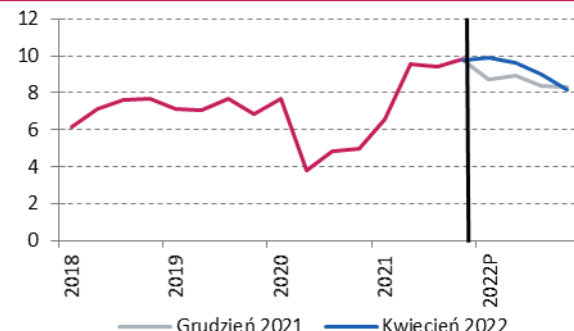
Szacunki stopy bezrobocia równowagi NAWRU (%)



Dynamika produktywności pracy i płac w ujęciu realnym [% r/r]



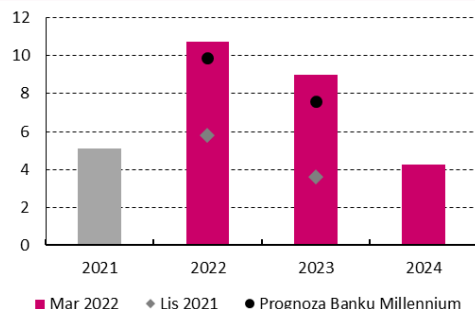
Dynamika płac nominalnych i rewizja jej prognoz (% r/r)



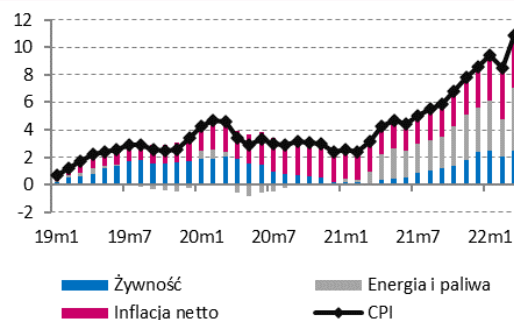
- Statystyki przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, pomimo zaburzenia wynikającego z Nowego Ładu, okazały się na przełomie 2021 i 2022 nieco wyższe od naszych założeń. W szczególności wzrost w lutym wyniósł aż 11,7% r/r i był najwyższy od 2008 r., co wiążemy przede wszystkim z mocniejszym wpływem inflacji na żądania płacowe pracowników, które w warunkach ciasnego rynku pracy są w części akceptowane przez firmy.
- Inflacja w naszej ocenie jest i pozostanie główną przyczyną spodziewanego szybkiego wzrostu płac w 2022 i 2023 r. Relacja wzrostu produktywności pracy i płac w ujęciu realnym w ostatnich kwartałach wskazuje, że presja kosztowa wynikająca z rynku pracy jest dość ograniczona, choć z racji spodziewanego spowolnienia wzrostu gospodarczego najpewniej się pogorszy. Wybuch wojny na Ukrainie skutkującej rewizją w górę oczekiwań co do inflacji wraz z lepszymi danymi o średnim wynagrodzeniu w sektorze firm w styczniu i w lutym przemawiają za podwyższeniem naszej prognozy dynamiki płac w gospodarce w 2022 r. do 9,2% z 8,6% szacowanego w grudniu ub. roku. Wzrost wynagrodzeń powinien pozostawać mocny ze względu na siłę przetargową pracowników w warunkach stopy bezrobocia poniżej poziomu naturalnego, tj. takiego, gdzie rynek pracy pozostaje zrównoważony (szacunki Narodowego Banku Polskiego oparte o bezrobocie BAEŁ wskazują, że przekracza ona poziom 4,0%). Czynnikiem potencjalnie oddziałującym w przeciwnym kierunku jest napływ ludności z Ukrainy, choć ze względu na utrzymującą się niepewność trudno jest oceniać jego siłę. Gdyby realizował się łagodzący wpływ zwiększenia podaży pracy na dynamikę wynagrodzeń to widoczne byłoby to w perspektywie kilku kwartałów.
- Naszym zdaniem głównym pytaniem dla sytuacji na rynku pracy w średnim okresie pozostaje zależność dynamiki płac i bezrobocia. W naszej ocenie nie będzie możliwe zrównoważenie narastających nierównowag w gospodarce bez pogorszenia popytu na pracę. W warunkach spodziewanego szybkiego wzrostu cen i wyższych stóp procentowych bezrobocie powinno wzrosnąć, choć z powodu inercji na rynku pracy naszym zdaniem popyt na pracę w latach 2022-2023 ulegnie tylko niewielkiej korekcie. Stąd nasza prognoza wzrostu płac w 2023 r. wynosi 7,6%, a stopy bezrobocia rejestrowanego na koniec 2023 r. 5,7%.

Inflacja — Perspektywy inflacji ulegają systematycznemu pogorszeniu. Ekspansywna polityka fiskalna wydłuża oczekiwany okres wysokiej inflacji

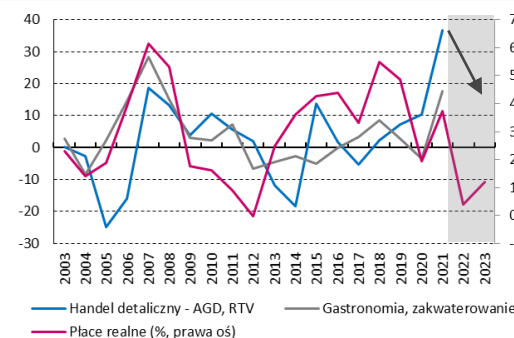
Inflacja CPI - projekcja NBP vs prognozy Banku Millennium (%)



Inflacja CPI (% r/r) i jej struktura (pkt proc.)



Realna dynamika płac a wskaźnik spodziewanych cen w badaniach koniunktury

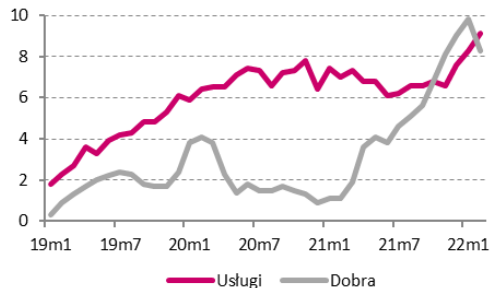


- Perspektywy inflacji pozostają niekorzystne. Presja inflacyjna ma szeroki zakres i coraz silniej napędzana jest czynnikami popytowymi. Znajduje to odzwierciedlenie w przyspieszających zwyżkach cen usług (+9,1% r/r w lutym) oraz rosnących odczytach inflacji bazowej. Wybuch wojny w Ukrainie dodatkowo pogorszył perspektywy inflacji, której ścieżka przebiegać będzie wyraźnie wyżej niż dotychczasowe prognozy, pomimo spodziewanego wyhamowania wzrostu gospodarczego. Prognozę średniorocznej inflacji CPI na ten rok zrewidowaliśmy do 9,9% z 7,3% prognozowanych w grudniu. To efekt rosnących cen surowców energetycznych, przede wszystkim ropy naftowej, wzrostu cen żywności (efekt ograniczeń importu z Rosji i Ukrainy, a także rosnących cen nawozów), jak również osłabienia złotego, który potęguje efekty zwyżki cen na rynkach międzynarodowych. Dodatkowo presję na wzrost kosztów produkcji wywiera nasilenie zaburzeń w łańcuchach dostaw. Ceny importu oraz cen producenta rosną w dwucyfrowym tempie już od odpowiednio lipca i września ub. r., a w marcu br. po raz pierwszy od sierpnia 2000 roku dwucyfrowy poziom osiągnął wskaźnik CPI i w najbliższych miesiącach utrzyma się powyżej 10%.
- Wyhamowanie wzrostu gospodarczego, w szczególności konsumpcji prywatnej motywowanej znacznym zmniejszeniem realnej dynamiki płac może zmniejszyć możliwości przeliczania rosnących kosztów produkcji na ceny detaliczne, łagodząc w średnim okresie presję inflacyjną ze strony popytu. W najbliższych miesiącach jednak konsumpcja wspierana będzie przez napływ uchodźców z Ukrainy oraz jednocześnie nasilenie zaburzeń w łańcuchach dostaw, co podtrzymywać będzie presję na ceny w najbliższych miesiącach. Podobnie działać będzie ekspansywna polityka fiskalna (obniżka podatków, wzrost wydatków na usługi publiczne w związku z napływem uchodźców, zwiększone wydatki na obronność) stymulująca popyt. To dodatkowy czynnik mogący utrzymać inflację na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas. Spowalniać to będzie tempo spadku inflacji w 2023 r. Szczególnie, że zapewne dopiero wówczas będzie wygasła tarcza antyinflacyjna, powodując skokowy wzrost inflacji CPI. Sprowadzenie inflacji do celu w perspektywie najbliższych trzech lat wymaga zatem schłodzenia popytu konsumpcyjnego w gospodarce oraz ostudzenia temperatury na rynku pracy.

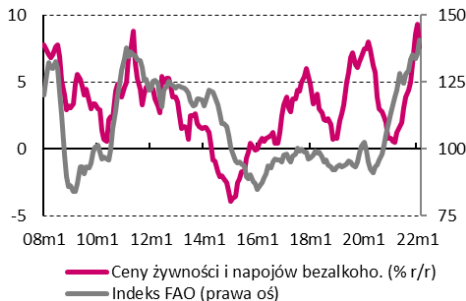
Źródło: Macrobond, NBP

Inflacja — Zwyżkujące w wyniku wojny w Ukrainie ceny surowców energetycznych oraz żywności potęgują napięcia inflacyjne

Dynamika cen usług oraz towarów konsumpcyjnych (%)



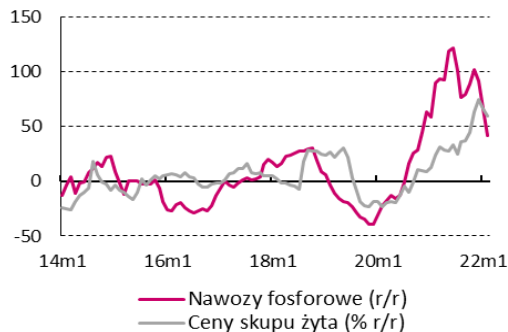
Indeks cen żywności FAO i ceny żywności w Polsce (%)



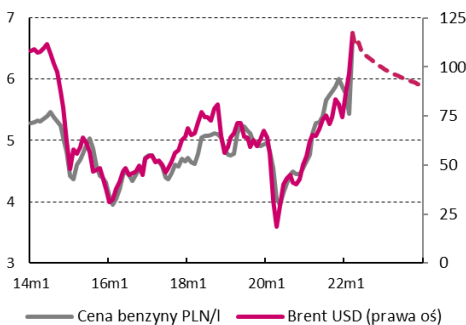
Ceny skupu pszenicy na rynku krajowym (PLN/t)



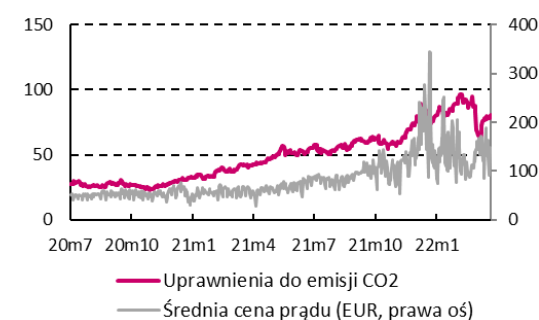
Ceny nawozów fosforowych vs ceny skupu żyta na rynku krajowym (% r/r)



Ceny baryłki ropy Brent (USD) i ceny benzyny na krajowych stacjach paliw

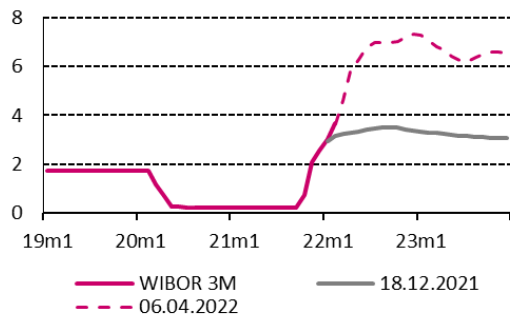


Ceny uprawnień do emisji CO2 oraz ceny energii elektrycznej

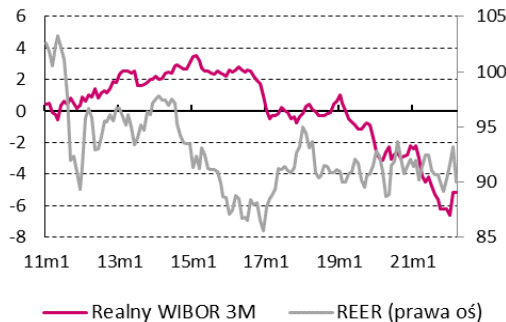


Polityka pieniężna - Rada Polityki pieniężnej jest zdeterminowana do sprowadzenia inflacji do celu w średnim okresie

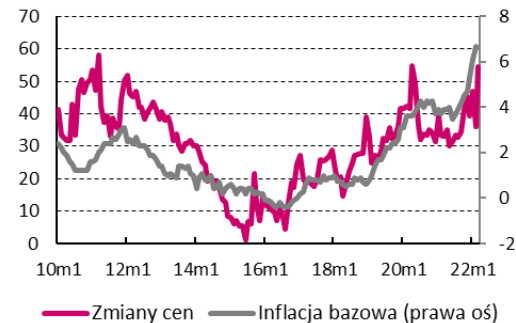
Oczekiwania rynkowe co do ścieżki stóp procentowych (%)



Realna stopa procentowa (%) i realny efektywny kurs walutowy



Oczekiwania konsumentów co do cen (%) oraz inflacja bazowa (% r/r)

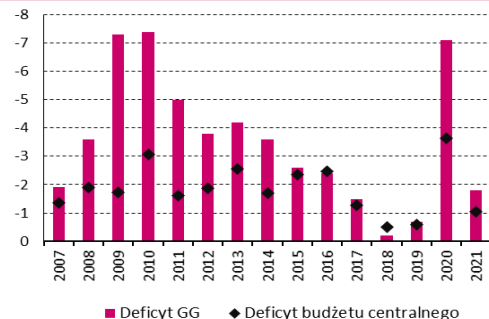


- Rada Polityki Pieniężnej kontynuuje cykl podwyżek stóp procentowych. Wybuch wojny w Ukrainie, której efektem było m.in. osłabienie złotego oraz pogorszenie perspektyw inflacji skłonił Radę do przyspieszenia tempa zacieśniania i podwyżki stóp proc. w marcu o 75 pkt. baz., a w kwietniu o kolejne 100 pkt. baz. Po tym ruchu stopa referencyjna wynosi 4,50%. Pomimo tak radykalnego zaostżenia polityki pieniężnej realne stopy procentowe w Polsce pozostają silnie ujemne. Ze względu na osłabienie złotego jakie nastąpiło po wybuchu wojny w Ukrainie indeks restrykcyjności polityki pieniężnej jest tylko nieznacznie wyższy niż przed rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp proc., co wskazuje na utrzymanie łagodnych warunków monetarnych. Niekorzystne oczekiwania co do inflacji i oddalająca się perspektywa sprowadzenia jej do celu banku centralnego oznaczają, że cykl podwyżek oprocentowania będzie kontynuowany, a jego skala będzie silniejsza niż nasze oczekiwania z grudnia.
- Dalszych podwyżek stóp procentowych spodziewamy się pomimo oczekiwanego osłabienia wzrostu gospodarczego. Prezes NBP A. Głapiński powiedział, że Rada jest zdeterminowana do sprowadzenia inflacji do celu NBP. W warunkach spodziewanej ekspansji fiskalnej oznaczać to będzie konieczność silniejszego dostosowania po stronie stóp procentowych. Z tego też powodu rośnie ryzyko utrzymania wysokich stóp proc. przez dłuższy czas niż wydawało nam się dotychczas. Czynnikiem sprzyjającym obniżce inflacji w średnim okresie byłaby integracja części uchodźców z Ukrainy z krajowym rynkiem pracy, co wsparłoby rozładowanie napięć płacowych, a także spadek cen surowców w wyniku zakończenia wojny w Ukrainie i/lub hamowania wzrostu gospodarki globalnej, w szczególności chińskiej. Realizacja tych założeń obarczona jest jednak dużą niepewnością. Teraz natomiast Rada musi walczyć o zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych oraz wsparcie złotego, co wymaga dalszych podwyżek stóp procentowych. W naszej ocenie RPP podniesie stopy w tym cyklu do co najmniej 5,50%. Ryzyka skierowane są w stronę silniejszych podwyżek, a ich zakres uzależniony będzie m.in. od skali poluzowania polityki fiskalnej. Im silniej rząd będzie zwiększał deficyt budżetowy tym RPP może silniej podnosić stopy procentowe. Wydaje się, że docelowy poziom stopy referencyjnej powinien ustalić się w okolicach 6%. Skłonność Rady do bardziej agresywnych podwyżek może ograniczać perspektywa wyhamowania wzrostu gospodarczego, jednak ekspansywna polityka fiskalna zakres spowolnienia dynamiki PKB będzie ograniczać.

Zródło: Macrobond

Polityka fiskalna – Najbliższe dwa lata przyniosą wzrost ekspansji fiskalnej pomimo spodziewanej wysokiej inflacji

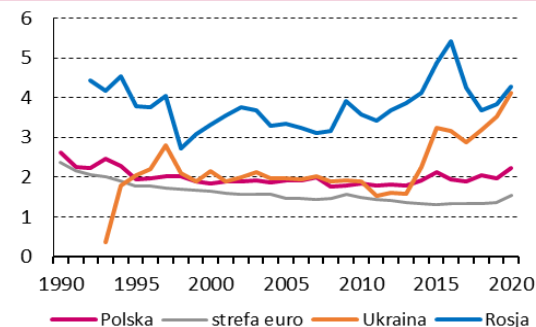
Deficyt budżetu państwa oraz deficyt sektora general government (% PKB)



Dochody budżetu państwa (% PKB)



Udział wydatków na obronność w PKB (%)



- Miniony rok zamknął się deficytem budżetu państwa w wysokości 26,3 mld PLN. To wyraźnie lepszy wynik niż zapisany pierwotnie w ustawie budżetowej. Obniżył się także deficyt całego sektora finansów publicznych, czemu sprzyja wyhamowanie dynamiki wydatków, w związku z wygaśnięciem wsparcia po wybuchu pandemii. Dodatkowo, analiza strony dochodowej wyraźnie wskazuje, że budżet państwa jest beneficjentem wysokiej inflacji, która zwiększa wpływ z podatków pośrednich, a dobra sytuacja w gospodarce sprzyja wpływom z podatków dochodowych. Z 7,1% PKB do 1,8% PKB obniżył się deficyt sektora general government. To jego wyraźny spadek w porównaniu z rokiem 2021, jednak wciąż ponad 2-krotnie więcej niż w roku poprzedzającym wybuch pandemii.
- Wybuch wojny na Ukrainie zmienia ocenę perspektyw finansów publicznych, ponieważ napływ uchodźców oraz zapowiedź rozwoju obronności implikuje wzrost wydatków i wzrost deficytu sektora finansów publicznych. Liczyć się należy zatem ze wzrostem ekspansji fiskalnej, która następować będzie w warunkach najwyższej od ponad 20 lat inflacji. Wsparcie materialne uchodźców z Ukrainy, a także zwiększone wydatki na usługi publiczne (edukacja, służba zdrowia) wpłynie na zwiększenie wydatków, choć skala korekty jest w obecnych uwarunkowaniach obarczona dużą niepewnością. W kierunku wyższego deficytu działać też będzie zapowiedź obniżenia minimalnej stawki podatku PIT. Znamiona stymulacji fiskalnej nosi także rządowa tarcza antyinflacyjna, która po wybuchu wojny na Ukrainie zostanie zapewne przedłużona na cały ten rok. To kontynuacja polityki stymulacji popytu, która utrudniać będzie bankowi centralnemu sprowadzenie inflacji do celu w średnim okresie. Biorąc pod uwagę perspektywę wyborów parlamentarnych w 2023 trudno oczekiwać aby najbliższe dwa lata przyniosły zacieśnienie polityki fiskalnej. Część wydatków związanych z napływem uchodźców zostanie zapewne poryta środkami z Unii Europejskiej (m.in. w ramach Temporary Protection Directive) zdejmując presję z krajowych finansów. Niemniej biorąc pod uwagę pozostałe deklaracje rządu szacujemy, że deficyt sektora finansów publicznych według definicji Eurostatu może zbliżyć się w tym roku w okolice 4% PKB.

Rynki finansowe PLN – Nasz scenariusz bazowy zakłada stopniowe umocnienie złotego po szoku wywołanym wybuchem konfliktu militarnego

Scenariusz bazowy

Uważamy, że złoty ma potencjał do umocnienia, a – poza gwałtowną acz krótkotrwałą naturą szoków rynkowych – źródłem siły polskiej waluty w krótkim okresie będzie perspektywa dalszej stopniowej deeskalacji napięcia militarnego w Ukrainie w scenariuszu utrzymania się tamtejszych władz, co w konsekwencji zmniejszy rynkowe obawy przed dodatkowymi dotkliwymi sankcjami gospodarczymi. Efektem będzie poprawa apetytu na ryzyko, która historycznie oznaczała wzrost eurodolara i mocniejszego złotego z uwagi na jego wysoką wrażliwość na zmiany EUR/USD, czyli tzw. wysoką betę (*high-beta*). Argumentami za umocnieniem złotego będą także czynniki lokalne (proces podwyżek stóp procentowych, porozumienie polityczne w sprawie Krajowego Planu Odbudowy, jak również determinacja banku centralnego do umocnienia złotego i wykorzystania kanału kursowego do ograniczania inflacji). Uważamy ponadto, iż perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaną mimo ryzyk relatywnie lepsze niż w strefie euro. Na koniec roku oczekujemy spadku kursu EUR/PLN do poziomu 4,50, co byłoby spójne także z wynikami opracowanego w Banku Millennium modelu wartości godziwej dla kursu EUR/PLN, choć zważywszy na bieżącą dominację czynnika geopolitycznego prognoza ta obciążona jest wyższym niż zazwyczaj ryzykiem.

Scenariusz alternatywny

Opiera się on na eskalacji konfliktu militarnego i wprowadzaniu dodatkowych sankcji gospodarczych. W konsekwencji poziom awersji do ryzyka pozostawałby wysoki, co negatywnie oddziaływałoby na wycenę walut regionu – przede wszystkim złotego z uwagi m.in. na ograniczone (w relacji do PKB) rezerwy walutowe Narodowego Banku Polskiego do przeprowadzania interwencji, czy prawdopodobne wciąż bardziej ostrożne niż wśród pozostałych banków centralnych podejście do kwestii skali i tempa podwyżek stóp procentowych. W konsekwencji kurs EUR/PLN ponownie zmierzałby w kierunku historycznego maksimum na poziomie 5,0. Dodatkowo osłabienie złotego potęgowałoby pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących i pogorszyłoby wskaźniki równowagi makroekonomicznej (inflacja, deficyt budżetowy). Osłabienie złotego w tym scenariuszu nie jest krótkotrwałe, lecz ma charakter średniookresowy.

Bilans szans i zagrożeń dla złotego

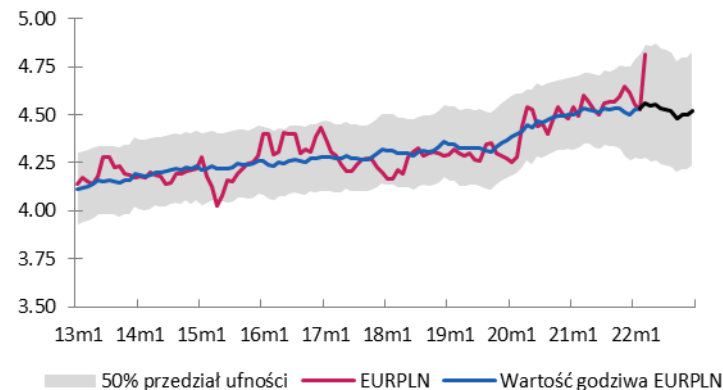
Bilans ryzyk	Czynniki działające na umocnienie złotego	EUR/PLN ↓	Czynniki działające na osłabienie złotego	EUR/PLN ↑
krótki termin (do 3M)	- Wzrost apetytu na ryzyko wynikający z postępu działań dyplomatycznych - Historyczne analogie kryzysów (gwałtowna acz krótkotrwała wyprzedaż bardziej ryzykownych aktywów) - Szybsze od pierwotnych oczekiwań podwyżki stóp procentowych w Polsce i poprawa tzw. carry trade - Rozszerzenie spreadu stopy depozytowej i referencyjnej do poziomów sprzed pandemii - Porozumienie polityczne w sprawie KPO - Interwencje walutowe NBP oraz sprzedaż walut przez MF bezpośrednio na rynku walutowym - Wprowadzenie programu wsparcia gospodarki przez NBP i/lub rząd		- Ostrożniejsza niż rynkowe oczekiwania ścieżka stóp procentowych w Polsce, - Eskalacja kryzysu militarnego (ryzyko nuklearne) na Ukrainie i dalsza ucieczka kapitału do tzw. bezpiecznych przystani - Nasilenie sankcji gospodarczych, które wywołują kryzys energetyczny - Ograniczone rezerwy walutowe NBP (w relacji do PKB) - Skokowe zmiany notowań w przypadku wyznaczenia historycznego maksimum z uwagi na brak poziomów oporu technicznego	
długi termin (powyżej 3M)	- Zmniejszenie oczekiwań na zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed i ECB - Dalsza deeskalacja działań wojennych na Ukrainie w scenariuszu utrzymania obecnych władz i poprawa apetytu na ryzyko - Relatywnie wysokie – mimo ryzyk - na tle państw EMU perspektywy wzrostu gospodarczego		- Brak akceptacji dla KPO - Ryzyko zmiany perspektywy ratingu w obliczu przeciągającego się sporu z UE i stymulacji fiskalnej niekorzystnie oddziałującej na finanse publiczne - Pogłębienie deficytu CA i pogorszenie równowagi makroekonomicznej (m.in. inflacja, deficyt budżetowy) w Polsce - Kryzys energetyczny w Europie - Powiększenie dysparytetu realnych stóp procentowych vs. UE i CEE - Silniejsze niż w przypadku innych banków regionu CEE obniżki stóp procentowych w 2023 roku - Długotrwała aktywna interwencja militarna	

Rynki finansowe PLN – Model ekonometryczny wartości godziwej (*fair value*) potwierdza niezgodność kursu EURPLN z fundamentami gospodarczymi

Opis modelu i jego wyniki

- Dla oceny makroekonomicznych uwarunkowań kursu EURPLN wykorzystujemy model ekonometryczny mający na celu określenie tzw. wartości godziwej (*fair value*) wyceny złotego względem euro. Nasza analiza danych statystycznych wskazuje, że nominalny kurs EUR/PLN objaśniany jest przez m.in. relatywną względem strefy euro konkurencyjność cenową i produktywność polskiej gospodarki, co obrazowane jest przez tzw. efekt Balassa-Samuelsona. Im bardziej w Polsce niż w Eurolandzie rosną ceny dóbr niehandlowych (przybliżone wskaźnikiem inflacji CPI) w stosunku do cen dóbr handlowych (odzwierciedlane przez wskaźnik inflacji cen produkcji sprzedanej), tym złoty jest słabszy, a kurs EURPLN wyższy. Odzwierciedla to długookresowe fundamenty produktywności gospodarki oraz popytu na walutę. W modelu uwzględniono także oczekiwaną w horyzoncie 12 miesięcy stopę procentową. Im w Polsce jest ona wyższa niż w strefie euro, tym kurs EURPLN jest niższy. W modelu zawarto także podaż pieniądza, która pozwala na włączenie niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej, w tym programów luzowania ilościowego. Im podaż pieniądza rośnie szybciej w Polsce niż w unii walutowej, tym kurs złotego jest słabszy. Elementy monetarne mają odzwierciedlać warunki finansowe w gospodarkach w średnim okresie. Wpływ uwarunkowań makroekonomicznych w krótkim okresie odzwierciedla natomiast w modelu różnica we wskaźnikach PMI dla przemysłu. Im PMI dla Polski jest wyższe niż w strefie euro tym kurs EURPLN jest niższy.
- Wyniki modelu wskazują, że bieżący kurs złotego względem euro jest obecnie niedowartościowany wobec fundamentów makroekonomicznych gospodarek polskiej i strefy euro. Prognozy uwzględnionych w modelu kategorii wskazują, że do końca br. wartość godziwa kursu EURPLN znajduje się w przedziale 4,50-4,60.

Kurs EUR/PLN i jego wartość godziwa według modelu ekonometrycznego Banku Millennium



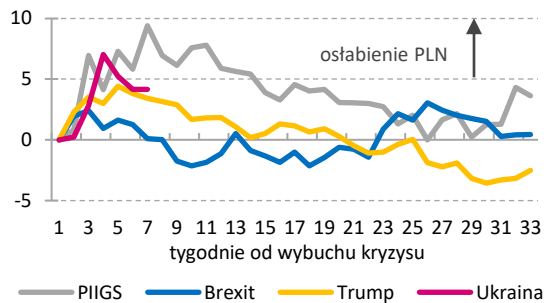
Równanie modelu

$$EURPLN_t = c + \alpha * Balassa_t + \beta * Ir12mDiff_t + \gamma * M3Diff_t + \delta * PmiDiff_t + \varepsilon_t$$

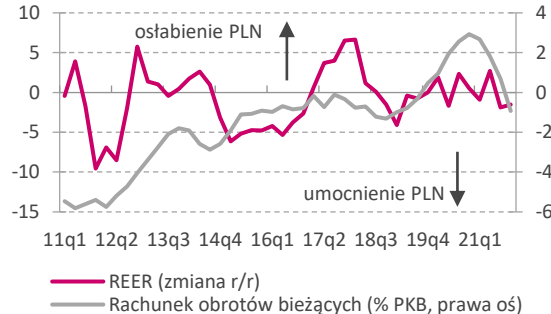
Równanie modelu oszacowane jest w oparciu o Klasyczny Model Regresji Liniowej.

Rynki finansowe PLN – Przestrzeń do umocnienia polskiej waluty istnieje, choć jest ograniczona i uzależniona między innymi od perspektyw realnych stóp procentowych

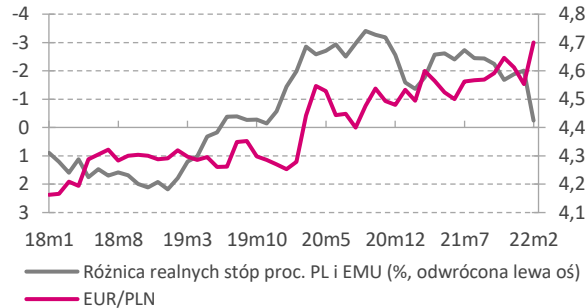
Zmiana NEER (%) podczas rynkowych epizodów risk-off (start kryzysu = 1)



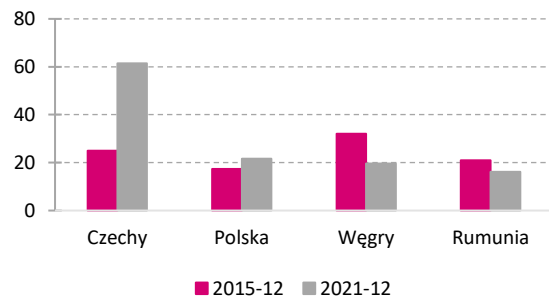
Zmiana kursu REER (pkt) i krajowy rachunek obrotów bieżących



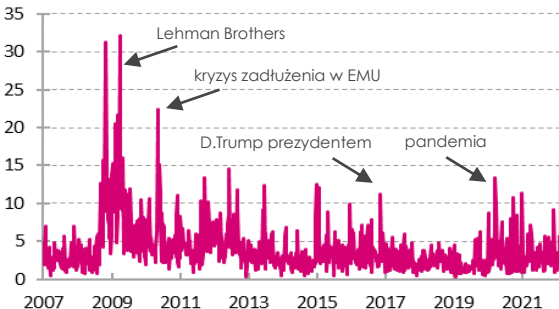
Kurs EUR/PLN i różnica realnych stóp procentowych Polska a strefa euro



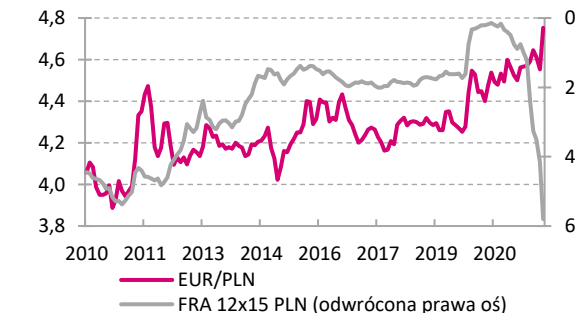
Aktywa rezerwowe banków centralnych w Europie Środkowej (% PKB)



Epizody globalnej awersji do ryzyka a tygodniowa zmienność EUR/PLN (grosze)

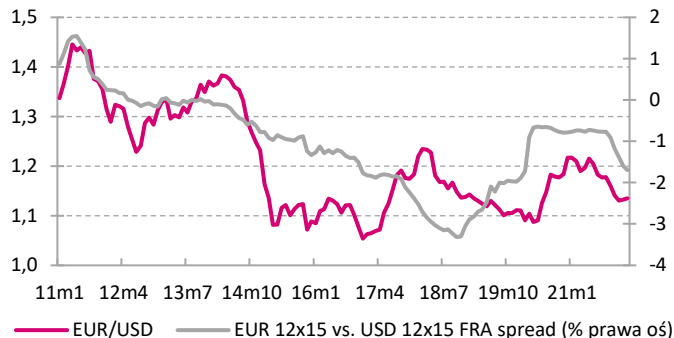


Kurs EUR/PLN i kontrakty FRA 12x15 (%)

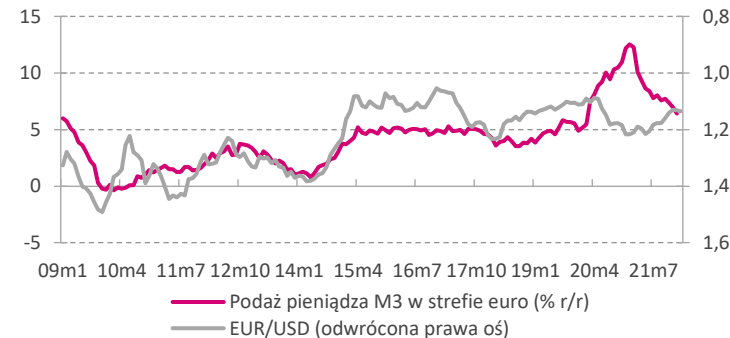


Rynki finansowe EUR/USD – Euro powinno stopniowo odzyskiwać siłę z uwagi na dalszy zwrot narracji Europejskiego Banku Centralnego, choć trend wzrostu EUR/USD poprzedzi czasowa presja na umocnienie dolara

Kurs EUR/USD i różnica kontraktów FRA 12x15 pomiędzy strefą euro a USA



Kurs EUR/USD i podaż pieniądza M3 w strefie euro

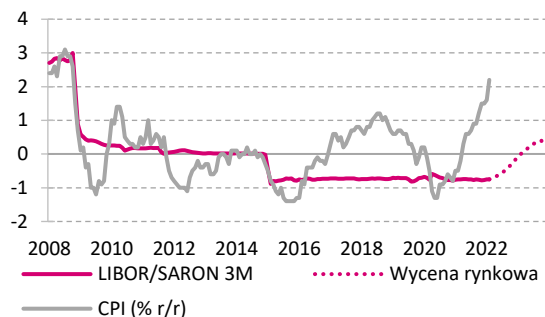


- Perspektywy polityki pieniężnej w USA i strefie euro pozostają wyznacznikiem długoterminowych trendów dla eurodolara. Wpływ konfliktu na Ukrainie – kanałem ucieczki kapitału do tzw. bezpiecznych przystani – jak dotąd jedynie krótkotrwale premiował amerykańską walutę. W rezultacie – zakładając stopniową deeskalację napięcia geopolitycznego – uważamy, iż inwestorzy będą coraz większą uwagę koncentrowali na czynnikach stricte fundamentalnych. Do najważniejszych elementów zaliczyć można perspektywy polityki pieniężnej Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Uważamy, iż o ile rynek wycenia potencjalną skalę cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w USA agresywniej niż oczekiwania amerykańskich bankierów centralnych, to w przypadku strefy euro w dalszej części 2022 roku możliwe jest dalsze nasilenie rynkowych oczekiwań na podwyżki stóp procentowych przez ECB z uwagi na postępującą inflację. Mimo, iż termin pierwszej możliwej podwyżki kosztu pieniądza w EMU wydaje się odległy (koniec Q3 2022 roku), to wsparciem dla euro już w najbliższych miesiącach będzie prawdopodobne szybsze od początkowych oczekiwań redukcowanie programów skupu aktywów. W efekcie euro zyskałoby dodatkowy – poza wzrostem apetytu na ryzyko wynikającym z oczekiwanego stopniowego wygaszania konfliktu na Ukrainie – argument przemawiający za wzrostem wartości. Nie byłoby to jednak duży a poprzedzałoby go okres utrzymania zainteresowania inwestorów amerykańskim dolarem.
- Ryzyka dla naszych oczekiwań niewielkiego wzrostu kursu EUR/USD w 2022 roku związane są przede wszystkim z groźbą spotęgowania obopólnych sankcji gospodarczych nakładanych przez Brukselę na Moskwę, co ograniczyłoby perspektywy wzrostu gospodarczego strefy euro, szczególnie w Niemczech, po i tak nienajlepszych wynikach PKB z przełomu 2021 i 2022 roku. Koniunktura w USA natomiast pozostaje bardziej odporna na wpływ sankcji co w sytuacji ich eskalacji silniej osłabiałoby euro niż dolara. Tym bardziej, iż oznaczałoby to, że ukraińsko-rosyjski konflikt militarny daleki jest od porozumienia (risk-off), co byłoby kolejnym argumentem za mocniejszym dolarem. Podobnie jak możliwa kolejna globalna fala zachorowań na COVID-19.

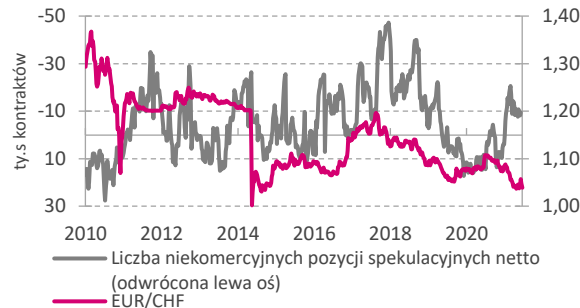
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream, Bloomberg

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

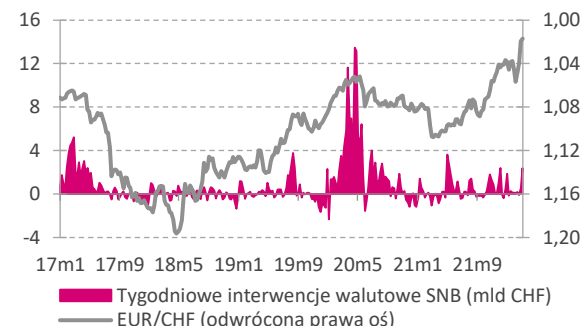
Inflacja CPI w Szwajcarii i notowania LIBOR/SARON 3M (%)



Kurs EUR/CHF oraz niekomercyjne pozycje spekulacyjne netto



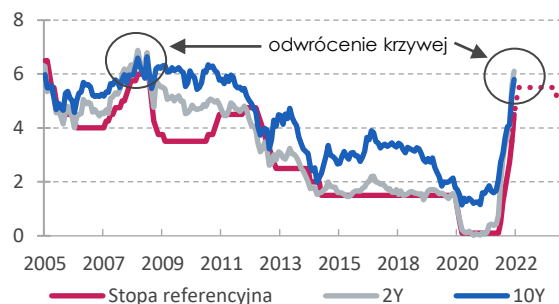
Kurs EUR/CHF i tygodniowe interwencje walutowe SNB



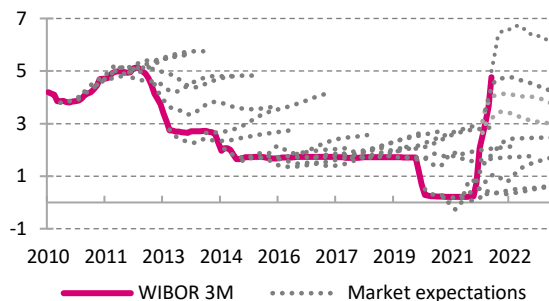
- O ile spadek notowań pary EUR/CHF na początku 2022 roku był przez nas wskazywany w poprzednim raporcie kwartalnym, o tyle przybrał on nieoczekiwane rozmiary. W pierwszych dniach marca kurs EUR/CHF zniżkował bowiem – po raz pierwszy od 2015 roku - poniżej parytetu w reakcji na gwałtowny wzrost awersji do ryzyka wywołany konfliktem zbrojnym na Ukrainie. Od tamtego momentu jednak - w miarę deeskalacji napięcia militarnego - wartość franka stopniowo słabła wytracając niemal całość początkowych zysków. W efekcie – mimo podwyższonej zmienności - nasze oczekiwania dotyczące kursu EUR/CHF w kolejnych miesiącach nie uległy większym zmianom. Podtrzymujemy nasz scenariusz wzrostu kursu EUR/CHF opierając go między innymi na zbyt agresywnych oczekiwaniach normalizacji polityki pieniężnej przez SNB (ich wykasowanie byłoby negatywne dla wartości franka), spadku awersji do ryzyka (w wyniku stopniowego wygaszania konfliktu na Ukrainie), zmianami w przepływach kapitału spekulacyjnego, czy ustabilizowaniem się napływów zagranicznych na szwajcarski rynek (bankowe depozyty, inwestycje portfelowe w akcje giełdowych spółek), w tym także prawdopodobnie – na skutek sankcji – kapitału rosyjskiego. Przestrzeń do wzrostu kursu EUR/CHF nie jest jednak naszym zdaniem zbyt duża zważywszy na wciąż wysokie napięcie geopolityczne na świecie, czy z czasem (wbrew najnowszym danym) prawdopodobnie coraz bardziej epizodyczne interwencje banku centralnego na rynku do niedawna ograniczające spadki notowań EUR/CHF. W konsekwencji kurs EUR/CHF nie powinien w tym roku zwiększać silniej niż poziom 1,06 zachowując ponadto – co dość nietypowe dla wyceny szwajcarskiego franka – podwyższoną w średnim okresie zmienność z uwagi na wpływ czynnika geopolitycznego.
- Ryzykiem dla naszej prognozy jest przebieg ukraińsko-rosyjskiej wojny warunkujący poziom awersji do ryzyka, a tym samym kierunek notowań EUR/CHF. Tym bardziej, iż spośród głównych walut świata to właśnie frank szwajcarski – jako bezpieczna przystań – cechował się największą wrażliwością na dotychczasowe wydarzenia na Ukrainie.

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

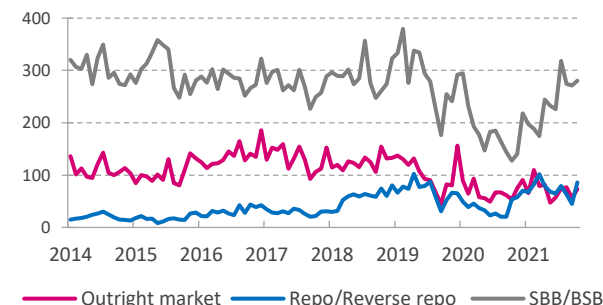
Stopa referencyjna i dochodowości polskich obligacji (%)



Notowania WIBOR 3M i rynkowa wycena w wybranych momentach (%)



Rodzaje transakcji z udziałem obligacji skarbowych (mld PLN)

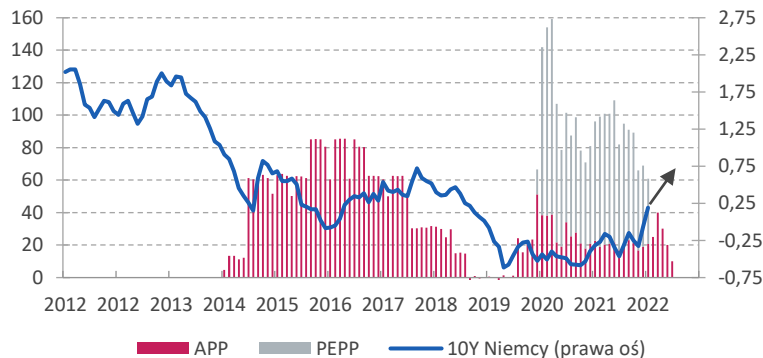


- Nasilenie obaw inflacyjnych w wyniku ataku militarnego na Ukrainę doprowadziło do znaczącej presji na banki centralne, które niejednokrotnie zmuszone zostały do przyspieszenia procesu podwyżek stóp procentowych (banki w regionie Europy Środkowo-Wschodniej). W przypadku Polski oczekiwania na szybkie i agresywne podwyżki kosztu pieniądza doprowadziły do odwrócenia krzywej dochodowości (rentowność 2-latk jest wyższa niż 10-latk). Historycznie takie sytuacje są krótkotrwałe i sugerują – jak w 2008 roku – rynkowe wycenienie cyklu szybkich i silnych podwyżek stóp procentowych. Uważamy zatem, iż przestrzeń do wzrostu dochodowości skarbowych papierów wartościowych jest w dużym stopniu wyczerpana tym bardziej, iż perspektywa wyhamowania krajowego PKB powinna działać ograniczająco na wzrost dochodowości długiego końca. Nie oznacza to jednak automatyzmu wystąpienia solidnych spadków rentowności.
- W krótkim terminie presja na utrzymywanie dochodowości obligacji na relatywnie wysokich poziomach zostanie utrzymana. Decydować o niej będą postępujące podwyżki stóp procentowych, uporczywie wysoka inflacja CPI, poluzowanie fiskalne dokonane przez polski rząd, czy trend wzrostu dochodowości widoczny na rynkach bazowych związany z coraz ostrzejszym kursem normalizacji polityki pieniężnej przez Fed i EBC. Z tych powodów w perspektywie najbliższych miesięcy nie widzimy znaczącej przestrzeni zarówno do spadków dochodowości obligacji, jak również – z uwagi na znaczące zdyskontowanie wymienionym czynników – powodów do istotnego wzrostu dochodowości. W rezultacie najbliższe miesiące mogą przynieść względną stabilizację wyceny długu skarbowego, choć na podwyższonych poziomach. Na początku Q3 widzimy zaś szansę na niewielki spadek dochodowości SPW w sytuacji, gdyby RPP nie zrealizowała rynkowego scenariusza docelowej stopy referencyjnej na poziomie 6,5%. W dłuższym terminie zaś tj. w perspektywie 2023 roku liczymy na pojawienie się argumentów przemawiających za zniżką rentowności SPW w związku z możliwymi pierwszymi rynkowymi oczekiwaniami cięć stóp procentowych. W naszej ocenie byłyby one możliwe pod koniec przyszłego roku jako reakcja na stopniowo spowalniającą koniunkturę gospodarczą w Polsce.

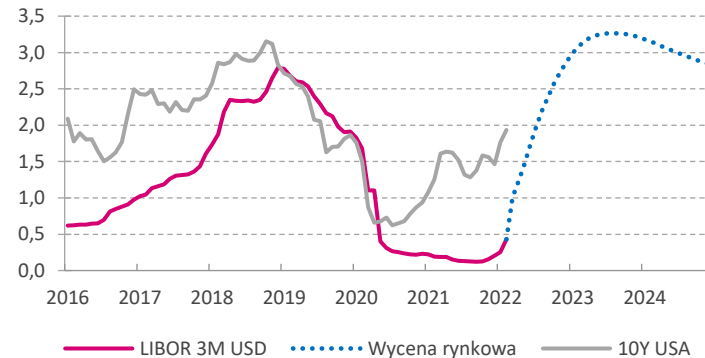
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream, KDPW

Rynki finansowe obligacje bazowe – Przyspieszone tempo normalizacji polityki pieniężnej w USA i strefie euro decydujące dla trendu wzrostu dochodowości obligacji

Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich (%) i wartość wybranych programów skupu aktywów EBC (mld EUR)



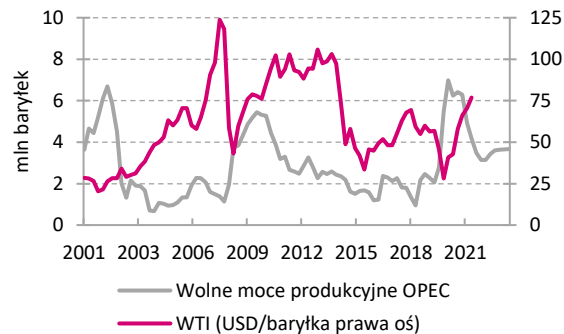
LIBOR 3M USD i rentowność 10-letniego długu Stanów Zjednoczonych (%)



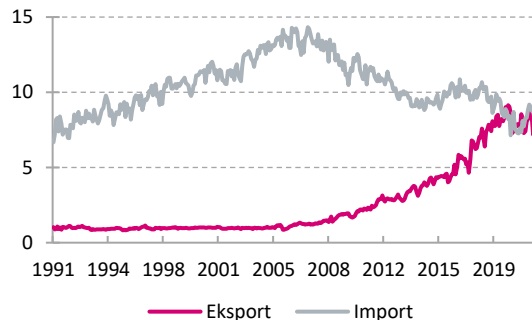
- Perspektywy polityki pieniężnej w USA i strefie euro ulegają systematycznemu zaostreniu. W marcu Fed rozpoczął cykl zacieśniania polityki monetarnej dokonując pierwszej z zakładanych przez bankierów centralnych siedmiu podwyżek stóp procentowych (o 25 pkt. baz.) w 2022 roku i przyspieszając nieco redukcję programu skupu aktywów. Marcowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego również przyniosło jastrzębią niespodziankę w postaci szybszego ograniczania programów luzowania. W efekcie wzrosła dochodowość obligacji USA i – w szczególności – Niemiec, która po raz pierwszy od 2018 roku przestała być ujemna. Nie stanowiło to jednak dla nas zaskoczenia, gdyż w poprzednim raporcie kwartalnym taką możliwość wskazywaliśmy jako nasz scenariusz bazowy.
- Wzorem poprzedniego raportu nadal uważamy, iż przestrzeń do wzrostu dochodowości 10-latk niemieckiej (zwyżka powyżej bariery 1%) jest większa niż w przypadku analogicznych obligacji USA. Trudno będzie bowiem istotnie nasilić oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej w USA w sytuacji, gdy rynek zdyskontował już scenariusz bardziej agresywnych podwyżek stóp procentowych niż wzrost o 25 pkt. baz. na każdym z kolejnych tegorocznych posiedzeń Fed – co doprowadziło między innymi do odwrócenia krzywej Treasuries. Uważamy natomiast, iż potencjał do nasilenia oczekiwań wciąż istnieje w przypadku EBC, którego każde kolejne posiedzenie wskazuje na rosnący dyskomfort bankierów z powodu uporczywego wzrostu inflacji, a w konsekwencji prawdopodobnie potrzebę coraz szybszej redukcji programów skupu aktywów. Co więcej, sankcje gospodarcze i większe energetyczne uzależnienie Europy Zachodniej od Rosji mogą w większym stopniu wywoływać presję inflacyjną w strefie euro aniżeli USA. Uzupełnieniem argumentów przemawiającym za wzrostem dochodowości obligacji bazowych może być także chęć wsparcia fiskalnego, czy pomocy finansowej Ukrainie. Jednak i tu większą przestrzeń do spadku cen widzimy po stronie Bunda niż Treasuries, w szczególności gdyby miało dojść do choćby częściowego uwspólnotowienia długów.

Rynek surowców – Presja na wzrost cen surowców spożywczych utrzyma się nawet w przypadku zażegnania konfliktu na Ukrainie

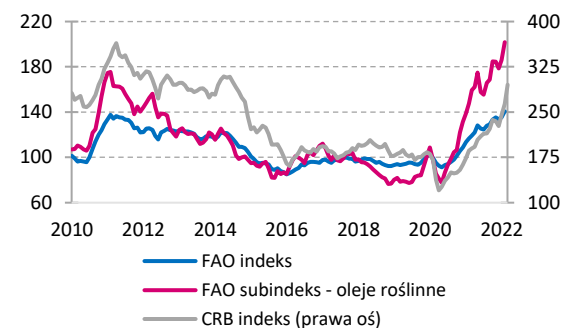
Cena ropy naftowej i wolne moce produkcyjne OPEC



Amerykański eksport i import ropy naftowej (mln baryłek dziennie)



Notowania indeksu cen surowców rolnych (FAO) i metali (CRB)



- Szok podażowy związany z wybuchem wojny doprowadził do gwałtownego wzrostu cen większości surowców, gdyż Rosja i Ukraina są ich liczącymi się globalnymi dostawcami. Obawy towarzyszyły między innymi surowcom energetycznym w związku z silnym uzależnieniem Europy od dostaw rosyjskiego gazu i ropy naftowej. Przejściowo cena baryłki Brent sięgnęła niemal 140 USD (w dwa lata licząc od pandemicznego minimum wzrosła siedmiokrotnie) i była najwyższa od 2008 roku. Sytuację ustabilizowały sygnały możliwego rozpoczęcia procesu pokojowego oraz rozmowy z Iranem, Wenezuelą i Zjednoczonymi Emiratami Arabskimi na temat zwiększenia wydobycia wraz z informacją o uwolnieniu strategicznych rezerw przez część państw. Jak dotąd sankcje (poza węglem) nie objęły surowców, co obok trwającego od miesięcy systematycznego stopniowego zwiększania wydobycia przez kartel OPEC należy uznać za czynnik sprzyjający przecenieniu gazu i ropy naftowej. Dopóki jednak groźba wprowadzenia obopólnych sankcji obejmujących rynek surowcowy (na wzór zablokowania autoryzacji dla gazociągu NordStream2) będzie się utrzymywać, trudno mówić o istotnym potencjale do przeceny surowców energetycznych, czy metali.
- Nieco bardziej skomplikowana wydaje się być kwestia płodów rolnych, których Rosja i Ukraina są czołowymi producentami. Oba kraje odpowiadają między innymi za około 1/4 światowych zbiorów pszenicy i 1/5 kukurydzy. Dodatkowo Ukraina jest istotnym producentem oleju słonecznikowego i pochodnych. Działania militarne (przede wszystkim inwazja lądowa) prowadzone na Ukrainie grożą natomiast zniszczeniem tegorocznych upraw wszelkich zbóż i roślin oleistych (szacuje się, że ok. 40% zasiewów na Ukrainie jest zagrożonych), których nie uda się już odbudować w tym sezonie. Dodatkowym zagrożeniem jest fakt opanowania ukraińskich portów morskich na Morzu Czarnym (Czarnomorsk, Odessa) będących dominującym kanałem eksportu płodów rolnych przez Ukrainę. Co więcej w kierunku wyższych cen żywności oddziaływać będą wysokie ceny nawozów (podwyższające koszty produkcji).

Źródło: IEA, Macrobond, Refinitiv DataStream

Dane i prognozy

		2019	2020	2021	2022	2023	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
PKB	% r/r	4,7	-2,5	5,7	4,2	2,6	2,2	-8,2	-1,5	-2,5	-0,8	11,2	5,3	7,3	7,0	4,7	3,0	2,1
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-3,4	8,2	4,5	1,6	1,3	-9,1	-2,6	-2,9	0,3	12,4	8,6	11,2	8,7	5,8	2,4	1,1
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	4,0	-3,0	6,2	4,2	2,4	1,2	-10,6	0,3	-3,1	0,1	13,1	4,7	7,9	6,9	4,5	2,0	2,9
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	6,1	-9,0	7,9	5,4	3,5	2,5	-8,8	-7,2	-15,4	1,7	5,6	9,3	11,7	5,4	7,8	5,1	2,8
Wkład eksportu netto	pkt proc.	1,3	0,6	-1,9	-0,4	1,0	1,0	0,4	1,1	0,2	-1,1	-0,3	-2,8	-3,2	-1,8	-0,7	0,4	1,0
Inflacja CPI *	% r/r	2,3	3,4	5,1	9,9	7,9	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	5,4	7,7	9,6	10,8	10,4	9,0
Inflacja bazowa *	% r/r	2,0	3,9	4,1	7,0	5,1	3,4	3,8	4,2	4,1	3,8	3,8	3,9	4,9	6,5	7,3	7,3	7,0
Ropa naftowa Brent *	USD	64,6	43,3	70,7	101,3	92,2	51,2	33,6	43,3	45,3	61,1	68,9	73,1	79,6	97,7	106,1	103,7	97,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5,2	6,3	5,4	5,4	5,7	5,4	6,1	6,1	6,3	6,4	6,0	5,6	5,4	5,4	5,0	5,1	5,4
Place w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	5,0	8,9	9,2	7,6	7,7	3,8	4,8	5,0	6,6	9,6	9,4	9,8	9,9	9,6	9,0	8,2
Saldo C/A	% PKB	0,5	2,9	-0,6	-2,4	-1,3	1,0	2,0	2,6	2,9	2,8	2,0	0,9	-0,6	-2,0	-2,9	-2,5	-2,1
Saldo sektora general government	% PKB	-0,7	-6,9	-1,8	-3,9	-4,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stopa referencyjna	%, k.o.	1,50	0,10	1,75	5,50	5,00	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	5,00	5,50	5,50
Stopa depozytowa	%, k.o.	0,50	0,00	1,25	4,50	4,00	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,25	3,00	4,00	4,50	4,50
WIBOR 1M	%, k.o.	1,63	0,20	2,23	5,60	5,05	1,14	0,23	0,20	0,20	0,18	0,18	0,18	2,23	4,12	5,15	5,60	5,60
WIBOR 3M	%, k.o.	1,71	0,21	2,54	5,70	5,15	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,23	2,54	4,77	5,25	5,70	5,70
WIBOR 6M	%, k.o.	1,79	0,25	2,84	5,75	5,20	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,31	2,84	5,05	5,35	5,75	5,75
EUR/PLN	k.o.	4,26	4,56	4,58	4,50	4,45	4,56	4,44	4,53	4,56	4,64	4,52	4,60	4,58	4,64	4,60	4,55	4,50
USD/PLN	k.o.	3,80	3,73	4,03	4,00	3,90	4,16	3,96	3,86	3,73	3,95	3,81	3,97	4,03	4,17	4,20	4,10	4,00
EUR/USD	k.o.	1,12	1,22	1,14	1,13	1,14	1,10	1,12	1,17	1,22	1,18	1,19	1,16	1,14	1,11	1,10	1,11	1,13
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,41	-0,53	-0,57	0,15	1,35	-0,36	-0,42	-0,50	-0,55	-0,54	-0,54	-0,55	-0,57	-0,46	-0,38	-0,20	0,15
LIBOR 3M USD	%, k.o.	1,91	0,25	0,21	2,35	3,25	1,45	0,30	0,23	0,24	0,19	0,15	0,13	0,21	0,96	1,45	1,75	2,35

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

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sulowicz@bankmillennium.pl

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