

Makro i Rynek

Na krawędzi recesji

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Lipiec 2022

Millennium
bank

Spis treści

<u>Wstęp</u>	3
<u>Gospodarka globalna</u>	4-5
<u>Rynek surowców</u>	6
<u>PKB w Polsce</u>	7
<u>Konsumpcja</u>	8
<u>Inwestycje</u>	9
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	10
<u>Rynek pracy</u>	11
<u>Inflacja</u>	12
<u>Polityka pieniężna</u>	13
<u>Polityka fiskalna</u>	14
<u>Rynki finansowe PLN</u>	15-16
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	17
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	18
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	19
<u>Dane i prognozy</u>	20

Wstęp

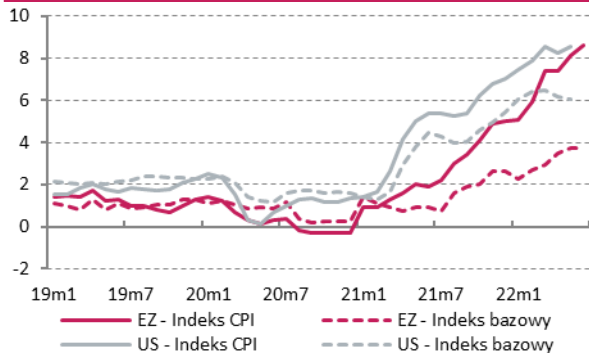
Z rynków finansowych oraz z gospodarki światowej wieje pesymizmem. Indeks amerykańskiej giełdy S&P w I poł 2022 roku spadł o 20,6% i było to najgorsze półrocze amerykańskiej giełdy od ponad 50 lat. Indeks nastrojów amerykańskich konsumentów spadł w czerwcu br. do poziomu najniższego w historii badania. Ponurych nastrojów nie trzeba jednak szukać za Oceanem. W Polsce bieżący wskaźnik nastrojów konsumenckich opracowany przez GUS spadł do poziomu najniższego w historii. Natomiast wskaźnik PMI dla polskiego przetwórstwa przemysłowego już dwa miesiące rzędu znajduje się poniżej neutralnego poziomu 50 pkt., sugerując regres w sektorze. Wysoka inflacja oraz rosnące stopy procentowe coraz silniej podtapiają nastroje w globalnej, ale i polskiej gospodarce. To bardzo ponury obraz. Rzeczywistość, ale i przyszłość nie jest jednak tak czarna. Stopa bezrobocia w strefie euro jest najniższa w historii dostępnych danych, czyli od kwietnia 1998 r. Także w Polsce stopa bezrobocia według definicji Eurostatu wyniosła w maju 2,7% i była także najniższa w historii. Warto przypomnieć, że w ostatniej projekcji PKB i inflacji z marca br. NBP oszacował stopę bezrobocia równowagi, czyli taką która nie nasila presji płacowej, a przez to także inflacyjnej, na 4,4%. Różnica jest znaczna, co oznacza, że polska gospodarka działa na bardzo wysokich obrotach. W naszej ocenie na zbyt wysokich obrotach i dlatego konieczne jest jej wyhamowanie. Bez wyhamowania popytu opanowanie inflacji będzie trudne. Pandemia, oraz wybuch wojny inflację nasiliły, windując ją do poziomów najwyższych od czwierzwiecza. Niemniej to silny popyt pozwala przerzucić rosnące koszty produkcji na konsumenta. Parafrazując wypowiedź prezesa amerykańskiego Fed, firmy podnoszą ceny bo mogą. Schłodzenie koniunktury i wyhamowanie popytu, przede wszystkim konsumpcyjnego, powinno być głównym priorytetem polityki gospodarczej.

Wysoka inflacja powoduje szereg negatywnych skutków gospodarczych, doprowadzając m.in. do pogłębienia nierówności dochodowych i ubożenia społeczeństwa. Najsilniej inflacja dotyka najuboższych. Dlatego bardzo ważna jest ochrona najmniej zamożnych grup społecznych i działania osłonowe. Ważne jest jednak wyważenie pomiędzy wsparciem potrzebujących, a impulsem popytowym. Czynniki ten przybiera na sile w warunkach wysokiej inflacji. Powszechny dostęp do działań osłonowych nosi znamiona stymulacji popytu, czego efektem będzie utrwalenie wysokiej inflacji, a ta najsilniej dotyka najuboższych. Za stymulowanie popytu i impuls popytowy więcej zapłacą Ci mniej zamożni. Nie tylko ze względu na ubytek siły nabywczej dochodów z pracy (w maju dynamika płac realnych była ujemna pod raz pierwszy od maja 2020 r.), ale także przez spadek realnej wartości ich majątku zgromadzonego w aktywach finansowych.

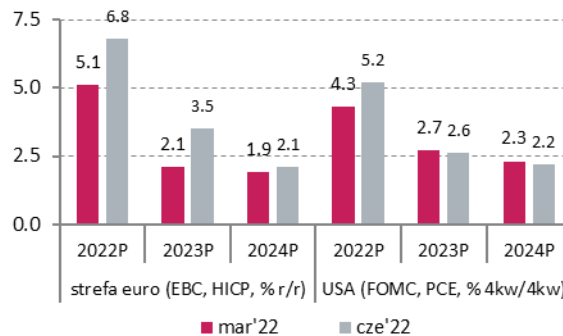
Walka z inflacją wymaga podwyżek stóp procentowych, a ich skala będzie silniejsza niż nasze oczekiwania sprzed kwartału. W krótkim terminie spowoduje to wyhamowanie gospodarki. W naszym bazowym scenariuszu nie zakładamy ujemnej rocznej dynamiki PKB, m.in. dzięki efektowi przeniesienia oraz bardzo dobremu początkowi tego roku. Niemniej jednak recesja rozumiana jako dwa kwartały z rzędu ujemnej dynamiki kw/kw po odsezonowaniu jest realnym scenariuszem. Mocny rynek pracy daje nadzieję, że koszty społeczne spowolnienia w postaci bezrobocia nie będą bardzo wysokie. W tym kontekście bardzo ważna jest koordynacja polityki gospodarczej, która w pełni powinna być ukierunkowana na opanowanie inflacji. Walka z inflacją tylko stopami procentowymi generuje najwyższe koszty społeczne. Bez odpowiedniego policy mix – tj. układu polityki pieniężnej i fiskalnej - opanowanie inflacji może być opłacone wyższymi kosztami.

Gospodarka globalna - Wyższa od oczekiwań inflacja wpłynęła na bardziej jastrzębią politykę pieniężną w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych

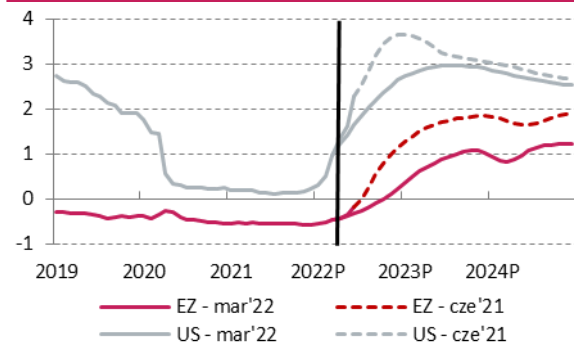
Inflacja konsumencka i inflacja bazowa w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych (% r/r)



Rewizja prognoz inflacji przez Europejski Bank Centralny i amerykańską Rezerwę Federalną



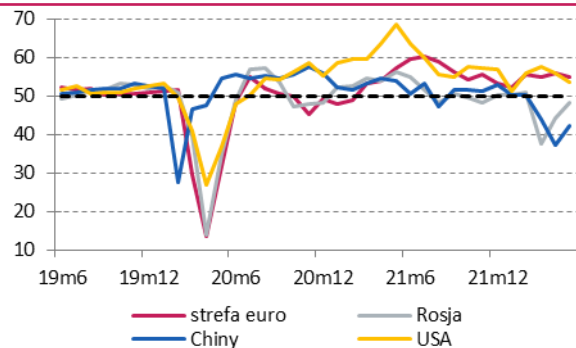
Rewizja oczekiwań rynkowych co do stóp procentowych (% EURIBOR3M, LIBOR3M USD)



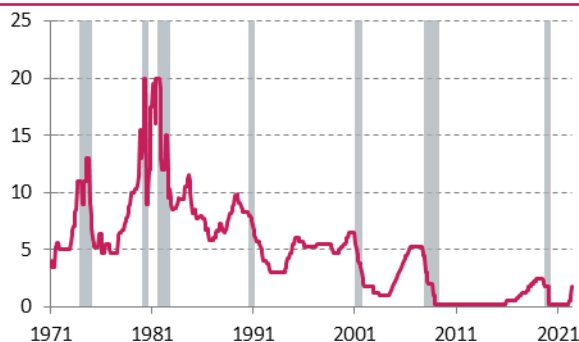
- Inflacja HICP w strefie euro po wybuchu wojny na Ukrainie systematycznie ustanawiała nowe rekordy rosnąc w czerwcu do 8,6% r/r. W Stanach Zjednoczonych wskaźnik CPI wyniósł w maju 8,6% r/r, tj. okazał się najwyższy od dekad. Niezmiennie inflację w tych gospodarkach mocno napędzają wzrosty cen surowców na świecie potęgowane przez skutki kolejnych sankcji nakładanych na Rosję (m.in. unijny zakaz importu węgla, a także ropy naftowej drogą morską) oraz zaburzenia dostaw z objętej wojną Ukrainy i Chin, gdzie władze nadal utrzymują zero-Covid policy. Inflacja bazowa jednak także znacząco przekracza cele inflacyjne Europejskiego Banku Centralnego i Fed. Wyższa od oczekiwań inflacja znalazła odzwierciedlenie w wyższych niż 3 miesiące temu prognozach inflacji wskazujących na jej późniejszy powrót do celów banków centralnych, które w konsekwencji zmieniły kurs polityki pieniężnej na bardziej agresywny. Na posiedzeniu w czerwcu EBC poinformował o wygaszeniu programu skupu aktywów oraz o podwyższeniu stóp procentowych o 0,25 pkt proc. w lipcu i o co najmniej o tę samą wartość we wrześniu, co oznaczałoby zakończenie okresu ujemnych stóp proc. w strefie euro. Amerykański Fed w obliczu piętrzących się ryzyk inflacyjnych oraz bardzo ciasnego rynku pracy podniósł w czerwcu stopę procentową o 0,75 pkt proc. do poziomu 1,50-1,75% zmieniając na bardziej jastrzębi forward-guidance.
- Rosnąca szybciej od oczekiwań inflacja oraz jastrzębi zwrot EBC i Fed wpłynęły na zmianę wycenianej przez rynki finansowe ścieżki stóp procentowych w przyszłości. Obecnie notowania wskazują na oczekiwania wzrostu stóp w strefie euro w 2022 r. o 1,5 pkt proc. i o kolejne 0,75 pkt proc. w 2023 r. Natomiast w przypadku Stanów Zjednoczonych rynki wyceniają wzrost stóp w 2022 r. jeszcze o niespełna 1,50 pkt proc. W 2023 r. stopy procentowe w USA mają wg. wyceny rynkowej ulegać tylko powolnemu obniżeniu. W naszej ocenie oczekiwania rynkowe co do kosztu pieniądza w strefie euro i USA są agresywne, a bilans czynników ryzyka dla nich jest skierowany w dół zwłaszcza dla 2023 r., ze względu spodziewane znaczące pogorszenie koniunktury, które z wysokim prawdopodobieństwem może obejmować okresy gospodarczej recesji.

Gospodarka globalna – Realizacja oczekiwań rynkowych co do polityki pieniężnej EBC i Fed najpewniej będzie oznaczać gospodarczą recesję, choć niezbyt głęboką

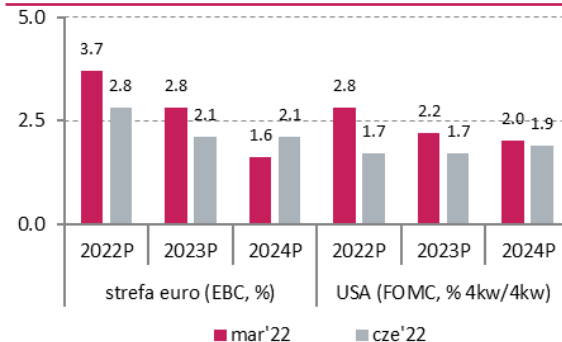
Wskaźniki PMI composite (pkt)



Stopy procentowe (%) i okresy recesji w USA



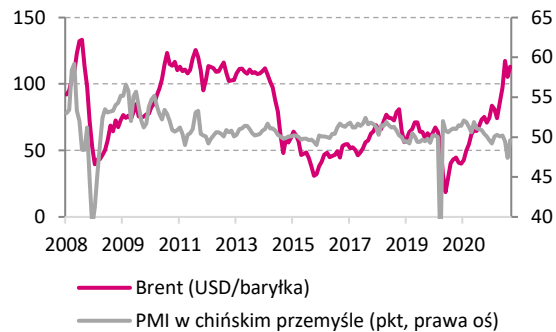
Rewizja prognoz wzrostu PKB (%)



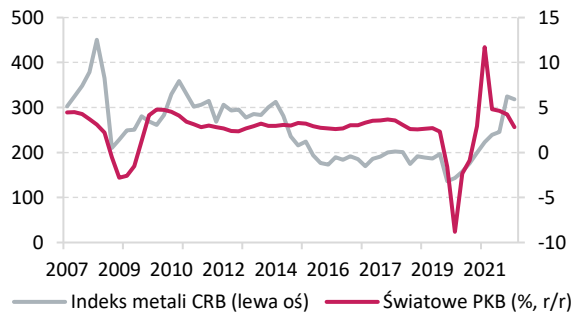
- Wybuch wojny na Ukrainie miał ograniczony wpływ na gospodarki rozwinięte w 1Q 2022. W tym okresie PKB w strefie euro wzrósł o lepsze od oczekiwań 0,6% kw/kw (+5,4% r/r) wspierany przede wszystkim odbudową zapasów. Indeksy koniunktury Komisji Europejskiej wskazują w 2Q 2022 na słabszą aktywność w przemyśle Eurogrupy, podczas gdy sytuacja w usługach jest stabilna i lepsza niż na początku tego roku. W USA natomiast w 1Q 2022 odnotowano spadek PKB o 1,5% kw/kw (SAAR), aczkolwiek konsumpcja i inwestycje uległy poprawie. Bieżące dane wskazują, że w 2Q wzrost PKB w USA także był słaby. Druga największa gospodarka świata (Chiny) przyrosła w 1Q 2022 o 4,8% r/r, choć wzrost byłby jeszcze szybszy gdyby nie nasilenie pandemii COVID-19 i radykalna polityka przeciwepidemiczna, która w 2Q br. jeszcze silniej ograniczała aktywność.
- Wojna na Ukrainie pogarsza perspektywy dla gospodarki światowej, co odzwierciedlają najnowsze prognozy EBC, Fed, a także OECD. Oczekiwania dla wzrostu gospodarczego przedstawiają się pesymistycznie, zwłaszcza dla strefy euro, z racji m.in. uzależnienia od surowców z Rosji i bliskości geograficznej wojny. W naszej ocenie gospodarka strefy euro powinna jednak w najbliższych miesiącach rosnąć z uwagi na zwiększony popyt na usługi (turystyka, rekreacja, rozrywka), podczas gdy przemysł będzie nadal odczuwał skutki zaburzeń dostaw materiałów oraz coraz słabszego popytu. Sądzymy natomiast, że prognoza EBC zakładająca utrzymywanie się PKB na ścieżce wzrostowej także na przełomie 2022 i 2023 r. będzie bardzo trudna do zrealizowania, ze względu na wysoką inflację, politykę dalszego odchodzenia od rosyjskich surowców oraz skutki zacieśniania monetarnego (warunki finansowe ulegają zacieśnieniu oraz rosną koszty obsługi długu skarbowego i korporacyjnego). Te same czynniki, choć z inną siłą psują oczekiwania dla gospodarki amerykańskiej, która historycznie w większości okresów podwyżek stóp procentowych doświadczała recesji. W naszej ocenie realizacja agresywnych oczekiwań rynkowych co do polityki pieniężnej Fed i EBC będzie oznaczała recesję w strefie euro i w USA w perspektywie kilku najbliższych kwartałów. Spadek PKB powinien raczej być płytki, z racji spodziewanej niezłej sytuacji na rynku pracy. Wzrost gospodarczy w Chinach powinien być szybszy niż w państwach rozwiniętych, choć obciążony jest on dużą niepewnością związaną przede wszystkim z rozwojem pandemii Covid-19 i polityką przeciwepidemiczną, ale także z sytuacją zadłużeniową sektora nieruchomości i skłonności do konsumpcji gospodarstw domowych.

Rynek surowców – Wyhamowanie koniunktury i manipulacje dostaw rosyjskich surowców źródłami silnej zmienności cen w kolejnych kwartałach

Cena ropy naftowej i indeks PMI w chińskim przemyśle



Indeks cen metali CRB (pkt.) i dynamika światowego PKB



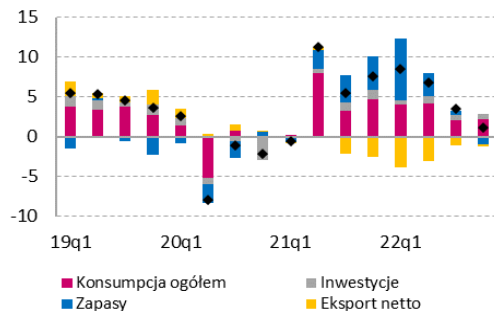
Notowania cen stali (CNY/tona metryczna)



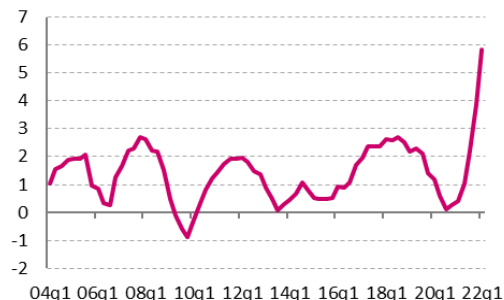
- Wywołany wybuchem wojny szok podaży – podsycany przez stronę rosyjską manipulacjami dostaw surowców energetycznych – doprowadził do gwałtownego wzrostu cen większości surowców (nie tylko tych, których Rosja i Ukraina są liczącymi się globalnie dostawcami). Konsekwencją był niespodziewanie silny wzrost inflacji na świecie (potęgowany przez wzajemne sankcje, transformację energetyczną w Europie itd.). Obecnie niektóre surowce (m.in. stal) zaczynają tanieć – a nakładając specyfikę wybranych branż i największych ich konsumentów (stal i kryzys na chińskim rynku nieruchomości) można zauważyć, że rysują one coraz bardziej wyraźny trend spadku cen. Z uwagi na wojenną specyfikę nie uważamy jednak, żeby na rynkach surowców zagościły trwałe spadki cen.
- W kolejnych miesiącach pewnym można być przede wszystkim wysokiej zmienności. Z jednej strony zakładamy bowiem, iż dane z drugiej połowy roku wskażą na coraz mocniej akcentowane obawy recesyjne w globalnej gospodarce. W naturalny sposób – ze względu na mniejsze zapotrzebowanie - sprzyjać to będzie przecenie surowców (z miedzią – jako indykatorem przyszłej koniunktury – na czele). Z drugiej zaś spodziewamy się dalszych perturbacji w dostawach m.in. rosyjskiego gazu do Europy (zwłaszcza przed sezonem zimowym), czy ukraińskiego zboża (utrzymujący się brak alternatyw wobec blokady tamtejszych portów będących głównym kanałem eksportu ukraińskich płodów rolnych). To oznacza, że ceny surowców energetycznych i rolnych trzymać się będą na wysokich poziomach. W przypadku ropy naftowej realokacja dostaw (uniezależnienie się od Rosji i zwiększenie importu np. z Bliskiego Wschodu do Europy) może hamować przestrzeń do spadku cen wynikającą ze schłodzenia koniunktury, z uwagi na wyższy koszt transportu (tankowce a ropociągi). Utrzymywaniu cen na relatywnie wysokim poziomie sprzyjać będą także działania kartelu OPEC, który – mimo apeli USA – nie jest skłonny do istotnego zwiększenia wydobycia ropy naftowej. Natomiast w kierunku wyższych cen żywności (soft commodities) oddziaływać, poza spadkiem dostaw płodów rolnych z Ukrainy, wysokie ceny nawozów (podwyższające koszty produkcji), których Rosja i Białoruś są liczącymi się producentami na świecie.

PKB w Polsce – Po bardzo dobrym początku 2022 roku polską gospodarkę czeka okres wyraźnego hamowania

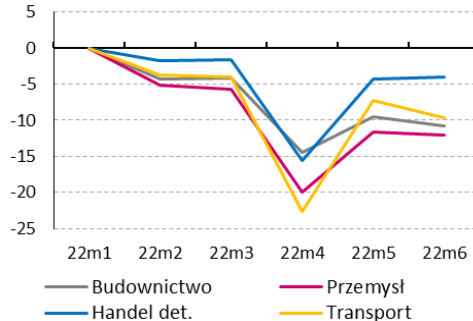
PKB oraz jego struktura (pkt proc.)



Udział zmiany zapasów w PKB (suma krocząca 4 kwartały, pkt proc.)



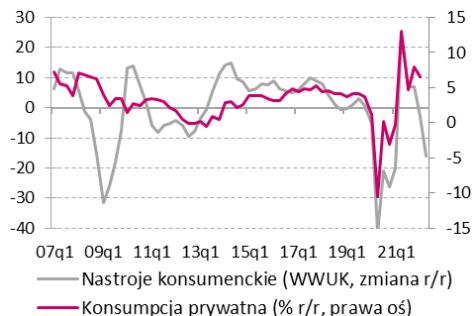
Spodziewany popyt/sprzedaż w koniunkturze GUS (pkt, sa, zmiana względem 22m12)



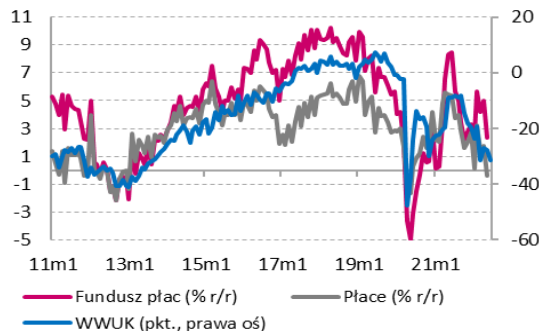
- Początek 2022 roku był okresem bardzo wysokiej aktywności ekonomicznej, choć struktura wzrostu PKB wskazuje, iż oparty był on na kruchych podstawach, a gospodarka jest coraz bardziej niezrównoważona. Dynamika PKB w 1Q br. wyniosła 8,5% r/r, a wkład zapasów sięgnął aż 7,7 pkt. proc., podczas gdy stopa inwestycji spadła do historycznego minimum. W kwietniu i maju wyniki produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej, czy sprzedaży detalicznej były wyraźnie lepsze niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, w dużym stopniu poprzez efekty bazowe i kalendarzowe, niemniej badania koniunktury sygnalizują wyraźne pogorszenie perspektyw gospodarki. Wysoka inflacja i towarzyszące jej podwyżki stóp procentowych, w połączeniu z utrzymującymi się zaburzeniami w łańcuchach dostaw (ich nasilenie nastąpiło po wybuchu wojny w Ukrainie), a także szokiem energetycznym pogarszają perspektywy globalnej, ale i polskiej gospodarki. Sygnałem tego jest znaczne pogorszenie wskaźników koniunktury. Indeks PMI dla polskiego przemysłu w 2Q br. spadł pod raz pierwszy od dwóch lat poniżej bariery 50 pkt., oddzielającej ekspansję od rozwoju. Na wyraźne pogorszenie nastrojów wskazują także wyniki badań koniunktury GUS. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej osiągnął w czerwcu br. najniższą wartość w historii badania.
- Ze względu na efekty statystyczne i bardzo dobry początek tego roku, dynamika PKB średnio w całym 2022 roku pozostanie solidna i powinna zbliżyć się do 5%. Natomiast w poszczególnych kwartałach wzrost PKB będzie wyraźnie hamował i w ostatnim kwartale tego roku dynamika PKB zapewne nie przekroczy 2% r/r wobec 8,5% r/r w 1Q 2022. Ponieważ dynamiki roczne obciążone są efektami statystycznymi i kalendarzowymi, bardziej miarodajnymi wskaźnikami odwzorowującymi aktywność ekonomiczną są zmiany kw/kw po odsezonowaniu. Te, w przypadku PKB wskazując będą na tendencje stagnacyjne, a w niektórych kwartałach oczekujemy spadku PKB. Techniczna recesja, czyli dwa kwartały z rzędu spadku PKB w porównaniu z poprzednim kwartałem, jest scenariuszem, którego nie wykluczamy. Zmieniać się będzie także struktura wzrostu gospodarczego. Konsumpcja pozostanie głównym motorem gospodarki, jednak jej wkład będzie zmniejszał się. Wraz ze spadkiem popytu spodziewamy się także zmniejszenia wkładu zapasów, który powinien II poł. tego roku obniżyć roczną dynamikę PKB.

Konsumpcja - Wysoka inflacja, rosnące stopy procentowe oraz pogorszenie nastrojów negatywnie wpływają na perspektywy konsumpcji gospodarstw domowych

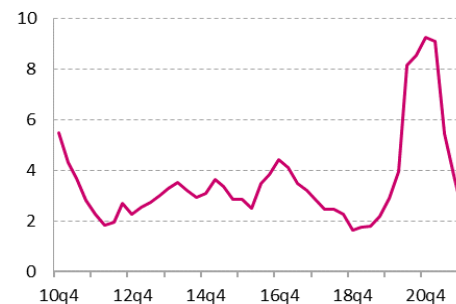
Dynamika konsumpcji prywatnej oraz nastroje konsumenckie



Realna dynamika płac i funduszu płac w sektorze przeds. oraz nastroje konsumentów



Stopa oszczędności w sektorze gospodarstw domowych (% dochodu rozporządzalnego)

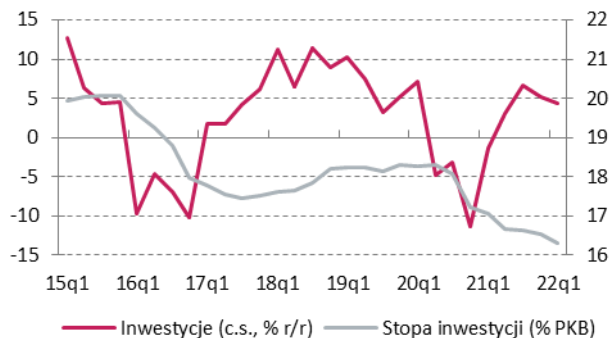


- Konsumpcja jest jednym z głównych motorów gospodarki, wspierana dobrą sytuacją na rynku pracy, a także napływem uchodźców z Ukrainy, który wzmacnia popyt na dobra konsumpcyjne. W 1Q 2022 wkład konsumpcji indywidualnej do rocznej dynamiki PKB wyniósł 3,9 pkt. proc. i był zbliżony do wyniku z 4Q 2021. Dynamiki roczne utrzymują się na wysokich poziomach, jednak odsezonowane dane wskazują na wytracanie wzrostowego impetu konsumpcji. Także dane wysokiej częstotliwości potwierdzają pogarszające się jej perspektywy i nadchodzące wyraźne spowolnienie wzrostu spożycia indywidualnego.
- Wysoka inflacja, szczególnie cen żywności i energii oraz towarzyszące jej podwyżki stóp procentowych negatywnie wpływają na nastroje konsumentów oraz ich skłonność do zakupów. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej obniżył się w czerwcu br. do poziomu najniższego w historii badania GUS. Do poziomu najniższego od maja 2020 r. obniżył się zaś wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej. To wyraźny sygnał nadchodzącego wyraźnego spowolnienia gospodarczego. Większy pesymizm konsumentów wynika z erozji siły nabywczej ich dochodów rozporządzalnych. Wysoka inflacja powoduje, że realne dochody nie rosną, a znaczna część zgromadzonych oszczędności realnie kurczy się. W maju realna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw spadła poniżej zera, po raz pierwszy od maja 2020 roku. Natomiast realny fundusz płac w sektorze przeds. obniżył się do zaledwie 2,4% r/r. Dodatkowo stopa oszczędności gosp. domowych powróciła do poziomów sprzed pandemii, ograniczając możliwości finansowania konsumpcji z oszczędności. To czynniki przemawiające za pogorszeniem perspektyw konsumpcji. W krótkim terminie konsumpcję wspiera napływ uchodźców z Ukrainy, szczególnie w obszarze sprzedaży żywności, odzieży, obuwia i farmaceutyków. Efekt ten będzie jednak stopniowo ustępował, ponieważ część uchodźców już wróciła na Ukrainę, a w przyszłym roku efekty statystyczne będą negatywnie wpływały na odczyty konsumpcji. Wyraźne wyhamowanie konsumpcji było naszym scenariuszem bazowym i dane za kwiecień-maj te oczekiwania utrwalają.
- Negatywny wpływ inflacji na konsumpcję będą ograniczały programy wsparcia (tarcza antyinflacyjna, wakacje kredytowe) oraz ekspansywna polityka fiskalna (m.in. Polski Ład), jednak ich efektem będzie utrzymanie inflacji na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas. Wyraźne wyhamowanie konsumpcji prywatnej jest pożądane w celu opanowania inflacji. Programy wspierające popyt konsumpcyjny walkę z inflacją będą utrudniały.

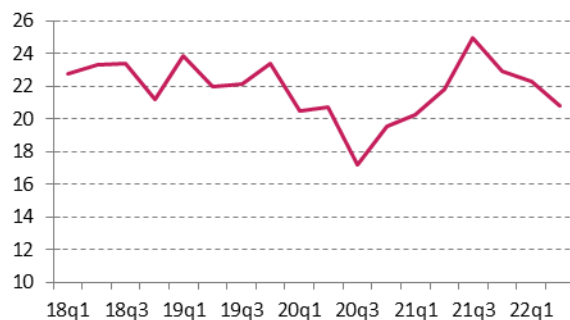
Źródło: Macrobond, GUS, Bank Millennium

Inwestycje – Nasza mało optymistyczna prognoza inwestycji na 2022 r. ulega tylko niewielkiej korekcie w dół

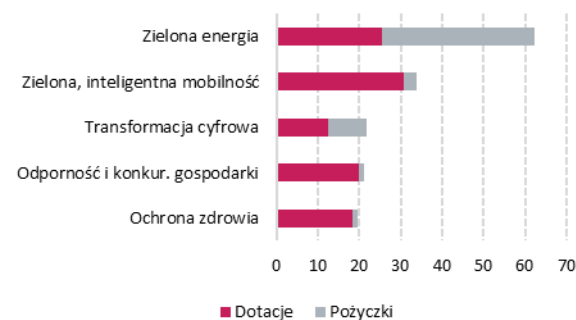
Inwestycje w gospodarce



Udział firm planujących nowe projekty inwestycyjne wg. Szybkiego Monitoringu NBP (%)



Podział środków w ramach Krajowego Planu Odbudowy (mld PLN)

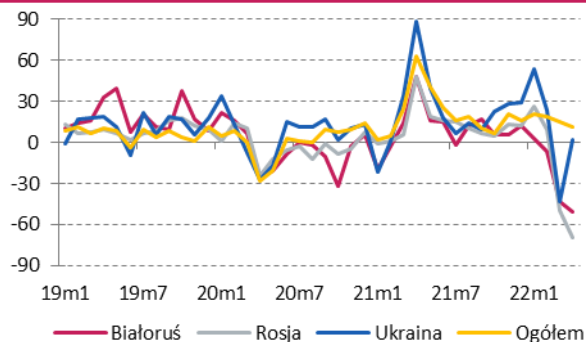


- Nakłady na środki trwałe wzrosły w 1Q 2022 r. o 4,3% r/r po wzroście o 5,2% r/r w 4Q 2021, co okazało się odczytem niższym od naszej prognozy sformułowanej 3 miesiące temu. Natomiast stopa inwestycji, tj. udział nominalnych nakładów inwestycyjnych w PKB obniżył się w 1Q br. do 16,3%, co jest najniższą wartością w historii danych. Wartość ta negatywnie wyróżnia Polskę na tle innych krajów UE i przyczynia się do narastania nierównowag w gospodarce.
- Wybuch wojny na Ukrainie pogorszył perspektywy inwestycji. Napływ nowych informacji, w tym akceptacja przez kraje Unii Europejskiej polskiego Krajowego Planu Odbudowy nie zmieniają w istotnej skali naszej prognozy na lata 2022-2023 sprzed trzech miesięcy. Dane za 1Q br. i szacunki za 2Q br. opracowane na podstawie dostępnych danych skłaniają nas do obniżenia oczekiwań dla wzrostu nakładów inwestycyjnych w 2022 r. do 4,0% z 5,4%. Kierunek korekty prognozy dla 2022 r. jest zgodny z wynikami Szybkiego Monitoringu Narodowego Banku Polskiego, według którego firmy przewidują tylko umiarkowaną redukcję aktywności inwestycyjnej w horyzoncie 12 miesięcy. Podnieśliśmy natomiast nieznacznie prognozę na 2023 r. do 3,8% z 3,5%, z powodu m.in. rządowej informacji o prefinansowaniu inwestycji w ramach KPO z środków Polskiego Funduszu Rozwoju. Zwiększa to szanse na przyspieszenie rozpoczęcia inwestycji w ramach KPO, gdyż z powodu wielu wymagań i obostrzeń uzyskanie finansowania wydaje się trudne i czasochłonne, co mogłoby skutkować znaczącymi opóźnieniami. Pomimo potencjalnie korzystnego dla gospodarki oddziaływania programu, którego wielkość sięga 160 mld zł (łącznie dotacje i część pożyczkowa), tj. ok 6% PKB, nasze oczekiwania wskazują na słaby popyt inwestycyjny w całej gospodarce w latach 2022-2023, do czego przyczyniają się wysokie i nadal rosnące koszty nowych projektów, niepewność dotycząca skutków wojny na Ukrainie, polityka sankcji, dynamika zmian cen oraz ograniczona dostępność do surowców i dóbr kapitałowych, których produkcja hamowana jest przez zatory w łańcuchach dostaw. W naszej ocenie czynniki te w najbliższych latach tylko w ograniczonym stopniu stracą na sile. Oczekiwania te mają pesymistyczną wymowę, gdyż w obecnych uwarunkowaniach poprawa aktywności inwestycyjnej nabiera jeszcze większego znaczenia, ze względu na ich stabilizujący w dłuższym okresie wpływ na gospodarkę, która obecnie znajduje się w okresie znaczących nierównowag przyczyniających się m.in. do najwyższej inflacji od dekad.

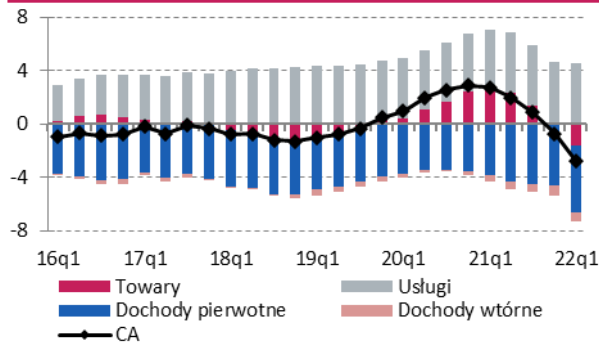
Źródło: Macrobond, NBP, <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl>, c.s. – ceny stałe

Wymiana handlowa z zagranicą - Nierównowaga w obrotach bieżących z zagranicą pogłębia się

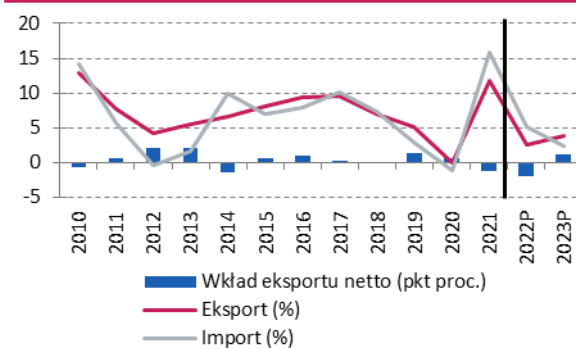
Dynamika polskiego eksportu towarów w cenach bieżących (EUR, % r/r)



Saldo obrotów bieżących (% PKB)



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



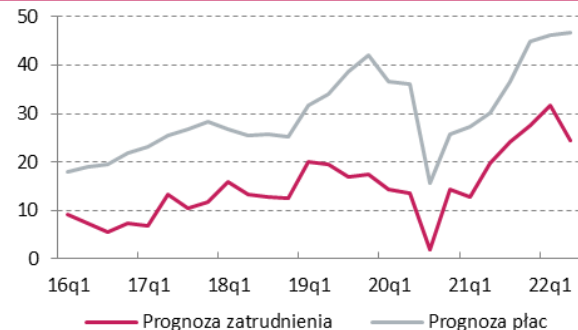
- 1Q 2022 był okresem narastania nierównowag Polski w obrotach bieżących z zagranicą. Według metodologii rachunków narodowych eksport towarów i usług obniżył się o 2,1% kw/kw (licząc w cenach stałych i po odsezonowaniu). Przyczyniały się to tego zatory w łańcuchach dostaw w przemyśle ograniczające produkcję na eksport, a także agresja na Ukrainę oraz sankcje nakładane na Rosję i Białoruś. Według danych GUS w okresie marzec-kwiecień br. eksport towarów do Rosji spadł licząc w cenach bieżących o 60% r/r, a do Białorusi o 47% r/r. Co ciekawe, po załamaniu się eksportu do Ukrainy w marcu, kwiecień przyniósł odrobienie strat (+1,9% r/r). Import towarów i usług w 1Q br. w cenach stałych natomiast nie uległ istotnym zmianom względem 4Q br. (+0,1% kw/kw), choć należy podkreślić, że licząc w cenach bieżących wzrost ten był bardzo silny, ze względu na szok surowcowy i wysokie ceny importowanych surowców energetycznych. Saldo obrotów bieżących, tj. zestawienie wszystkich transakcji z zagranicą obniżyło się na koniec 1Q 2022 do -2,7% PKB z -0,7% PKB po 4Q 2021. Dane za kwiecień wskazują dalsze pogłębienie deficytu (-3,6% PKB). To wynik mieszczący się w bezpiecznych granicach, jednak warto odnotować, że w zaledwie 1,5 roku saldo C/A w stosunku do PKB pogorszyło się o ponad 6,5 pkt. proc.
- Podtrzymujemy naszą ocenę z poprzedniego raportu kwartalnego, iż nierównowaga w obrotach bieżących będzie się utrzymywać w 2022 r., choć na nieco głębszym poziomie. Spodziewamy się, że saldo obrotów bieżących na koniec 2022 r. wyniesie -4,2% PKB, co oznacza rewizję w dół z -2,4% PKB w marcu br. Przemawiają za tym przede wszystkim psujące się nieco szybciej od oczekiwań perspektywy gospodarcze na świecie w wyniku wyższej inflacji i przyspieszenia zacieśniania polityki pieniężnej. Ponadto utrzymują się zatory w łańcuchach dostaw (m.in. z powodu pandemii Covid-19 w Chinach), które utrudniają zwiększenie sprzedaży. Wysoka wartość importu pozostanie według nas na dłużej, tym bardziej, że nieuniknioną wydaje się być polityka odchodzenia przez Unię Europejską od rosyjskich węglowodorów, co utrwała wysokie ceny surowców energetycznych. Nasza prognoza salda obrotów bieżących na 2023 r. jest mniej pesymistyczna (-2,8% PKB) niż dla 2022 r., gdyż spodziewamy się, że napięcia w dostawach będą ulegać stopniowemu złagodzeniu, a import będzie rósł wolniej w wyniku słabnącego popytu krajowego. Niemniej o znaczącą poprawę będzie trudno, co nie pomoże umocnieniu złotego pożądanemu z punktu widzenia prognoz inflacji, jak i ograniczenia kosztu obsługi zadłużenia.

Rynek pracy - Pojawiają się symptomy schładzania popytu na pracę, który jednak nadal pozostanie solidny i będzie sprzyjał utrzymaniu wysokiej dynamiki płac, pomimo hamowania wzrostu gospodarczego

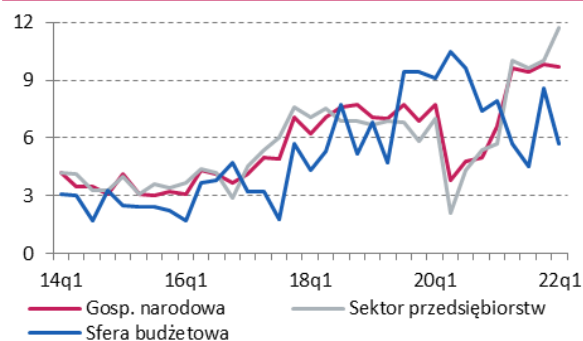
Stopa bezrobocia rejestrowanego i dynamika liczby ofert w urzędach pracy



Udział firm prognozujących wzrost zatrudnienia i płac (%) wg. Szybkiego Monitoringu NBP



Dynamika płac w gospodarce narodowej (% r/r)

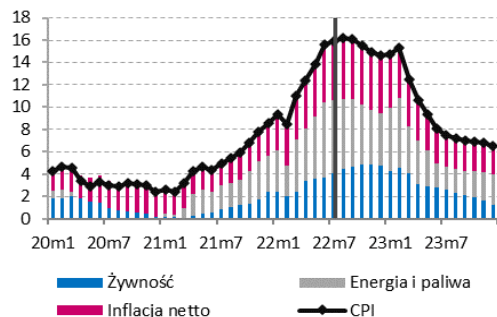


- Bezpośrednio po wybuchu wojny na Ukrainie popyt na pracę nadal pozostawał mocny. Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 5,1% w maju z 5,5% w lutym. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal przyrastało i (po korekcji sezonowej) było w maju o 17 tys. wyższe niż w lutym. Według informacji resortu rodziny i polityki społecznej do 27 czerwca br. na podstawie uproszczonych procedur pracę podjęło 260 tys. osób, łagodząc nieznacznie niedopasowanie popytu i podaży na rynku pracy. W warunkach niskiego bezrobocia presja płacowa pozostawała silna, wzmacniana wysoką inflacją. Średnio wzrost płacy w sektorze przedsiębiorstw w 2Q br. wyniósł 13,8% r/r wobec 11,2% r/r w 1Q, a więc nieco więcej niż się spodziewaliśmy. Należy zauważyć, że dynamika w perspektywie całości gospodarki pozostaje niższa niż w sektorze przedsiębiorstw (według nas jej wzrost w 2Q br. wyniósł 9,6% r/r), z powodu wolniejszego wzrostu płac w sferze budżetowej oraz mikropodsiębiorstwach.
- W maju przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (+2,4% r/r) i średnia płaca (+13,5% r/r), o ile nadal wskazujące na rozgrzany rynek pracy i silną presję płacową, okazały się nieco słabsze niż w kwietniu. Ponadto w 2Q br. liczba nowych ofert pracy była niższa niż przed rokiem. Według nas odczyty te wskazywać mogą na początek normalizacji sytuacji na rynku pracy. Jest to zgodne z naszym scenariuszem bazowym, według którego wraz ze spowolnieniem aktywności gospodarczej popyt na pracę będzie wytracał siłę. Już teraz widoczne jest to w spadkach przewidywanego zatrudnienia w badaniach koniunktury GUS, szczególnie w budownictwie i przemyśle. Stąd nasza prognoza sprzed kwartału wskazująca na stopę bezrobocia wynoszącą 5,4% na koniec 2022 r. i 5,7% na koniec 2023 r. pozostaje aktualna. Oznacza to, że wzrost bezrobocia nie powinien być silny, gdyż dostosowanie przez firmy kosztów pracy do słabszego popytu dokonałoby się bardziej poprzez mniejszą skłonność do podwyżek płac niż redukcję etatów. Pomimo tego dynamika wynagrodzeń pozostanie w najbliższych kwartałach wysoka, z powodu zależności wysoka inflacja - płace w warunkach spodziewanego utrzymywania się niedoboru pracowników w niektórych branżach, np. w usługach. Wyższe od oczekiwań dane z sektora przedsiębiorstw przemawiają za rewizją prognozy wzrostu płac w gospodarce narodowej w 2022 r. do 9,9% r/r z 9,2% prognozowanego w marcu. Podwyższamy też prognozę dynamiki płac w 2023 r. do 8,0% r/r (pomimo rewizji w dół tempa wzrostu gospodarczego) z 7,6% r/r, ze względu na wyższą prognozę inflacji i planowane dwie podwyżki płacy minimalnej w 2023 r., która ma wzrosnąć średnio aż o 13,5%. Jest to kolejny element polityki gospodarczej przyczyniający się do utrwalania wysokiej inflacji.

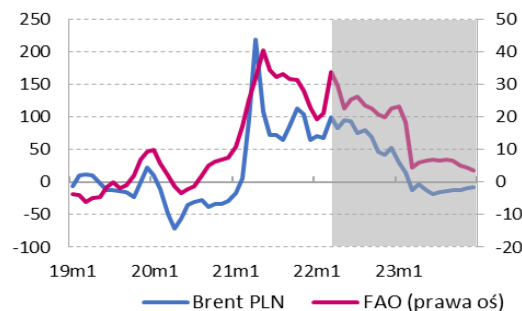
Źródło: Macrobond, GUS, NBP

Inflacja – Inflacja pozostaje w trendzie wzrostowym. Jej szczytu spodziewamy się w sierpniu/wrześniu br.

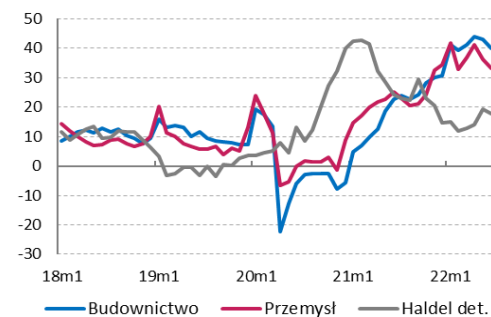
Inflacja CPI oraz jej struktura (% r/r)



Cena ropy Brent w przeliczeniu na PLN oraz indeks cen żywności FAO (% r/r)



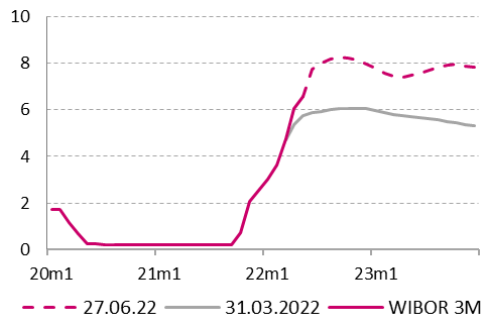
Komponent spodziewanych cen w badaniach koniunktury GUS (pkt.)



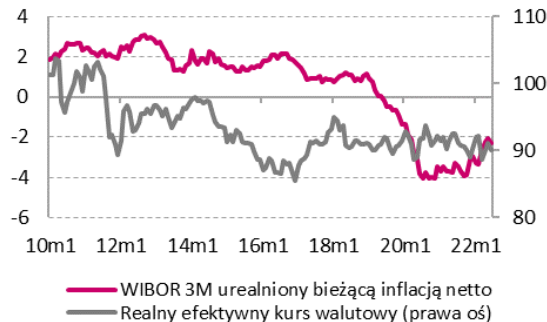
- Od niemal roku inflacja CPI zaskakuje systematycznie w górę, rosnąc wyraźnie szybciej od oczekiwań. Źródłem niespodzianek są nie tylko rosnące ceny żywności, nośników energii i paliw, których dynamika wyraźnie przyspieszyła po wybuchu wojny w Ukrainie, ale także dynamicznie rosnąca inflacja bazowa. W czerwcu wskaźnik CPI wyniósł 15,6% r/r i był najwyższy od czwartego kwartału 2021 roku. Wskaźniki inflacji bazowej natomiast znajdują się na poziomach najwyższych w historii dostępnych danych, tj. od 2001 r. W kierunku wysokiej inflacji działają nie tylko szoki na rynkach surowców, ale także silny popyt krajowy, który umożliwił firmom przerzucanie rosnących kosztów produkcji na ceny detaliczne. O popytowym charakterze inflacji świadczą nie tylko wysoki wkład inflacji bazowej do wskaźnika CPI (w czerwcu tego roku wyniósł ok. 5,1 pkt. proc. ale także wysoka dynamika przychodów firm, które rosną szybciej niż koszty, czy rosnący udział podatku CIT w PKB. Ograniczeniu inflacji nie pomaga także słaby złoty, który pomimo agresywnych podwyżek stóp procentowych jest o ok. 2,5% słabszy w stosunku do końca 2021 r., mierząc nominalnym efektywnym kursem walutowym.
- Według naszych szacunków szczyt inflacji nastąpi w sierpniu/wrześniu br. na poziomie nieco ponad 16% r/r. Precyzyjna prognoza szczytu inflacji obarczona jest dużą niepewnością ze względu na trudne do oszacowania skutki wojny w Ukrainie na rynek żywności, a także politykę UE w zakresie uniezależniania się od importowanych z Rosji węglowodorów. Średnio w 2022 roku spodziewamy się inflacji na poziomie 13,4% r/r, a bilans ryzyk wciąż skierowany jest w górę. Komponenty cen w badaniach koniunktury dla przemysłu, budownictwa i handlu detalicznego nieznacznie obniżyły się w maju i czerwcu, sugerując zbliżający się szczyt inflacji, choć w dalszym ciągu utrzymują się one na wysokich poziomach. W warunkach słabnącego popytu możliwości przerzucania rosnących kosztów produkcji na ceny konsumpcyjne powinny stopniowo słabnąć. Dlatego też oczekujemy stopniowej obniżki inflacji w roku 2023, szczególnie inflacji bazowej. Do połowy przyszłego roku odczyty inflacji będą jednak dwucyfrowe. Czynnikiem niepewności dla inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej. Dalsze - w stosunku do już zapowiedzianego - zwiększanie ekspansji fiskalnej (obniżka podatków, wzrost wydatków) lub inne formy wsparcia konsumpcji (wakacje kredytowe) będą utrzymywały inflację na wysokim poziomie i oddalały sprowadzenia jej do celu NBP. Źródłem niepewności dla inflacji w roku 2023 są też czynniki regulacyjne, szczególnie zakres oraz termin obowiązywania tarcz antyinflacyjnych.

Polityka pieniężna – RPP goni dynamicznie rosnącą inflację i silniej podnosi stopy procentowe

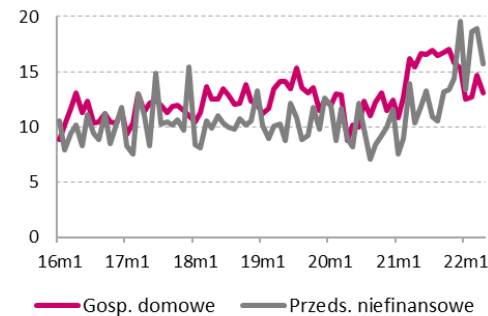
Oczekiwania rynkowe co do ścieżki stóp procentowych (%)



Realna stopa procentowa WIBOR 3M (%) i realny efektywny kurs PLN



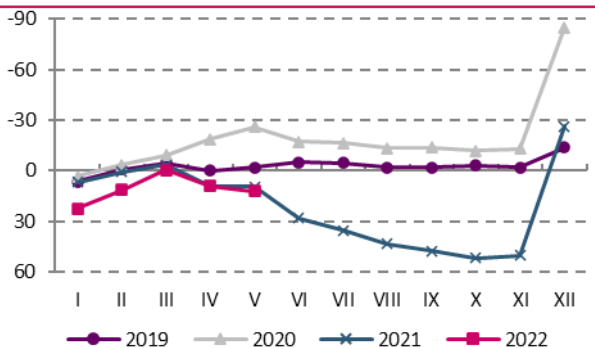
Wartość nowoudzielonych kredytów (mld PLN)



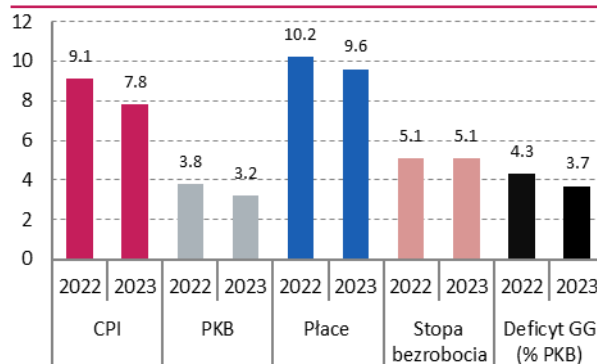
- Wyraźnie wyższa od oczekiwań ścieżka inflacji, w połączeniu z utrzymaniem się bardzo dobrej koniunktury zwiększa przestrzeń do wzrostu stóp procentowych w obecnym cyklu podwyżek stóp procentowych. Pomimo wzrostu nominalnych stóp procentowych banku centralnego o 590 pkt. baz., do poziomu najwyższego od czerwca 2008 r., stopa referencyjna urealniona bieżącym wskaźnikiem inflacji CPI jest znacznie silniej ujemna niż na początku cyklu zacieśniania, a urealniona bieżącym wskaźnikiem inflacji bazowej (netto) wciąż ujemna. To sytuacja odmienna od obserwowanej w poprzednich cyklach zacieśniania monetarnego, kiedy realne stopy procentowe były dodatnie. Oznacza to, że cykl podwyżek stóp procentowych będzie kontynuowany, tym bardziej, że inflacja nie osiągnęła jeszcze szczytu. Dalszy wzrost stóp proc. motywowany jest także relatywnie słabym złotym, ekspansją fiskalną oraz działaniami zmniejszającymi efektywność transmisji polityki pieniężnej (wakacje kredytowe).
- 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 nasz scenariusz przedstawiony w poprzednim raporcie kwartalnym. Wysokie oczekiwania inflacyjne, choć stopniowo stabilizujące się, a także presja na osłabienie złotego, płynąca m.in. z nasilenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w gospodarkach rozwiniętych, oznacza, że RPP będzie kontynuowała podwyżki stóp pomimo sygnałów hamowania wzrostu gospodarczego. Według naszych szacunków reguły Taylora stopa procentowa może potencjalnie wzrosnąć do 8%. Niemniej jednak zakładamy, że coraz wyraźniejsze sygnały hamowania gospodarki mogą wpłynąć na spowolnienie tempa i skali podwyżek stóp proc. po wakacjach. W naszym scenariuszu zakładamy, że na lipcowym posiedzeniu RPP podniesie stopy procentowe o kolejne 75 pkt. baz. W sierpniu nie jest planowane decyzyjne posiedzenie RPP, a po wakacjach cykl podwyżek będzie kontynuowany jednak w wolniejszej niż dotychczas skali. W naszym scenariuszu makroekonomicznym zakładamy, iż cykl podwyżek stóp zakończy się na poziomie 7,50%. Realizacja tego scenariusza spowoduje wyraźne schłodzenie koniunktury w najbliższych miesiącach, co już teraz sygnalizuje wyraźne wyhamowanie dynamiki nowoudzielonych kredytów. Na przełomie 2023 i 2024 r. może pojawić się w naszej ocenie przestrzeń do obniżek stóp, jednak póki co bank centralny musi zacieśniać warunki monetarne wspierając zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych i wycenę złotego.

Polityka fiskalna - Polityka fiskalna pozostanie ekspansywna, co kontrastuje z antyinflacyjną polityką banku centralnego

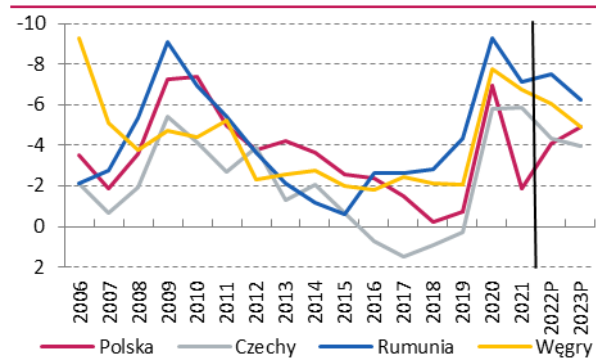
Wynik budżetu centralnego w ujęciu narastającym (mld PLN)



Założenia makroekonomiczne do projektu ustawy budżetowej na 2023 r.



Wynik sektora general government (% PKB)*



- W okresie styczeń-maj br. dochody budżetu centralnego były wyższe w stosunku do analogicznego okresu ub. roku o 15,7%. Dochodom z podatków pośrednich sprzyja wysoka inflacja (choć byłyby one jeszcze większe gdyby nie wejście w życie tarczy antyinflacyjnej), a wpływom z podatków dochodowych (PIT, CIT) bardzo dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Warto zwrócić uwagę, że dochody z podatku CIT były w pierwszych pięciu miesiącach tego roku wyższe niż w analogicznym okresie 2021 r. o blisko 40% r/r! Wydatki natomiast w okresie styczeń-maj były wyższe o 15,0% r/r, a najsilniej rosną dotacje dla ZUS i innych funduszy (w tym Funduszu Pomocy, z którego finansowane jest część wsparcia dla Ukraińców) oraz koszty obsługi zadłużenia Skarbu Państwa. Pomimo wybuchu wojny na Ukrainie i kosztów związanych z napływem uchodźców budżet centralny w tym okresie zanotował nadwyżkę w wysokości 12,1 mld PLN.
- Wyniki budżetu centralnego nie odzwierciedlają w pełni sytuacji sektora finansów publicznych, gdyż znaczna część wydatków została przesunięta do funduszy zewnętrznych, np. Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 (BGK) czy Fundusz PFR na potrzeby tarczy antykrzysowej. W 2021 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 26,4 mld PLN, a więc tylko nieco ponad połowę całości deficytu sektora *general government* (1,9% PKB). Pomimo dobrej sytuacji budżetu centralnego w I poł. roku, w całym 2022 r. spodziewamy się wzrostu deficytu sektora finansów publicznych do 4,1% PKB, a więc w skali zbliżonej do oczekiwań rządowych przedstawionych w Aktualizacji Programu Konwergencji. Jest to wynikiem przedłużenia tarczy inflacyjnej, która przejściowo obniża stawki części podatków pośrednich, a także wejścia w życie od lipca br. obniżki pierwszej stawki podatku PIT. Po drugiej stronie bilansu spodziewamy się natomiast znacznego wzrostu wydatków w związku z pomocą uchodźcom, wsparciem militarnym Ukrainy (choć znaczącą część kosztów będzie pokryta przez Unię Europejską), zwiększonymi środkami na obronę narodową oraz wyższymi kosztami obsługi długu. Nasza prognoza na 2022 r. nie uległa jednak istotnej rewizji względem poprzedniego raportu. Podwyższamy natomiast prognozę deficytu w 2023 r. do 4,9% z 4,2%, co wynika z perspektywy silniejszej ekspansji fiskalnej w roku wyborczym, po informacjach o rządowych planach zmian w regule wydatkowej dających możliwość silnego zwiększenia wydatków. Polityka fiskalna pozostanie luźna, co w warunkach najwyższej od niemal 25 lat inflacji wymaga kontynuacji zacieśniania monetarnego.

Rynki finansowe PLN – w naszej ocenie perspektywy złotego są mało optymistyczne

Scenariusz bazowy

Mimo, iż złoty dość sprawnie otrzęsł się z rynkowego szoku wywołanego początkiem rosyjsko-ukraińskiej wojny i zawrócił z historycznego maksimum na poziomie 5,00 za EUR, to w drugim kwartale umocnienie przychodziło polskiej walucie z trudem. Zrealizował się bowiem szereg negatywnych czynników, które sprawiły, iż kurs EUR/PLN zakotwiczył się na poziomie 4,65 odchylając się o +/- 8 groszy. Poza wciąż wysokim poziomem awersji do ryzyka wynikającym z działań wojennych i sankcji gospodarczych negatywnie na wartość polskiej waluty oddziaływały także czynniki lokalne. Akceptacja przez Komisję Europejską Krajowego Planu Obudowy (choć finalnie zakończona) przeciągała się opóźniając umocnienie złotego, a wynegocjowana umowa nie daje gwarancji wypłaty środków (kwestia kamieni milowych). Rozczarowująco wypadła również formułowana na początku konfliktu zbrojnego przez NBP determinacja do umocnienia złotego i wykorzystania kanału kursowego do ograniczania inflacji (częściowo przez ograniczone w relacji do PKB rezerwy walutowe banku centralnego, ale i słabą komunikację NBP z rynkiem w kwestii skali i tempa zacieśniania polityki monetarnej). Efektem jest utrzymywanie się kursu EUR/PLN na historycznie podwyższonych poziomach i to w sytuacji, gdy perspektywy złotego są naszym zdaniem mało optymistyczne.

W naszej ocenie perspektywy złotego uległy pogorszeniu w stosunku do oczekiwań z poprzedniego raportu. W rezultacie, podnieśliśmy prognozę kursu EUR/PLN na koniec 2022 roku do 4,60, gdyż widzimy ograniczoną przestrzeń do umocnienia polskiej waluty. W naszej ocenie należy się liczyć ponadto z wysoką zmiennością notowań. Globalnie odpowiada za to coraz mocniej akcentowany w danych makroekonomicznych scenariusz silnego wyhamowania światowej koniunktury (*hard-landing*) skutkujący – negatywnym dla walut *emerging markets* – umocnieniem dolara. Regionalnie natomiast brak wyraźnej przewagi w warunkach *carry trade* (w stosunku chociażby do Czech, gdzie oczekiwany docelowy poziom stopy procentowej w cyklu jest niższy o zaledwie 50 pkt. baz. niż w Polsce). Kurczenie się potencjału do umocnienia złotego utożsamiamy szczególnie silnie z czynnikami krajowymi, w tym narastającymi nierównowagami w gospodarce oraz przedłużającą się wojną.

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)	- Zwyżka eurodolara motywowana zmniejszeniem dysparytetu stóp procentowych pomiędzy strefą euro a Stanami Zjednoczonymi - Szybsze od wycenianych przez rynki finansowe podwyżki stóp procentowych w Polsce i poprawa tzw. <i>carry trade</i> - Rozszerzenie spreadu stopy depozytowej i referencyjnej do poziomów sprzed pandemii - Wzrost apetytu na ryzyko wynikający z intensyfikacji działań dyplomatycznych pomiędzy Rosją a Ukrainą - Interwencje walutowe NBP oraz sprzedaż walut przez MF bezpośrednio na rynku walutowym		- Bardziej agresywna postawa największych banków centralnych w kwestii zacieśniania polityki pieniężnej (pogorszenie <i>carry trade</i> pomiędzy Polską a strefą euro i USA) - Rosnące obawy związane z wystąpieniem stagflacji w globalnej gospodarce - Escalacja kryzysu militarnego na Ukrainie i dalsza ucieczka kapitału do tzw. bezpiecznych przystani - Narastające nierównowagi krajowej gospodarki, w tym wysoce ujemne stopy procentowe - Ostrożniejsza niż rynkowe oczekiwania ścieżka stóp procentowych w Polsce motywowana obawami co do słabnącego wzrostu gospodarczego	
długi termin (powyżej 3M)	- Deeskalacja działań wojennych na Ukrainie i poprawa apetytu na ryzyko - Relatywnie wysokie – mimo ryzyk – na tle państw EMU perspektywy wzrostu gospodarczego - Miniecie szczytu krajowej inflacji CPI i wzrost realnych stóp procentowych - Scenariusz <i>soft-landing</i> amerykańskiej gospodarki - Zmniejszenie oczekiwań na zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed		- Opóźnienia w napływie lub blokada funduszy z KPO - Ryzyko zmiany perspektywy ratingu w obliczu postępującej stymulacji fiskalnej niekorzystnie oddziałującej na finanse publiczne (poluzowanie reguły wydatkowej) - Dalszy wzrost stawek CDS - Pogłębienie deficytu CA i pogorszenie równowagi makroekonomicznej (m.in. inflacja, deficyt budżetowy) w Polsce - Kryzys energetyczny i możliwa recesja 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 na terytorium Ukrainy	

Rynki finansowe PLN – Potencjał do umocnienia złotego w obecnych uwarunkowaniach uznajemy za ograniczony

Ryzyka złotego

Niepokojąco prezentuje się między innymi kwestia pogarszającego się salda obrotów bieżących. W kwietniu deficyt na rachunku bieżącym był największy w historii danych, zaczynających się w 2004 roku ukazując szybko narastające nierównowagi w transakcjach z zagranicą. Co więcej, mimo postępującego zacieśniania polityki monetarnej realne stopy procentowe w Polsce wciąż pozostają silnie ujemne (choć są nieco wyższe niż np. w Czechach). W szybkim tempie rosną kontrakty CDS (w rok niemal potrojiły się) wskazując na coraz większe obawy inwestorów dotyczące między innymi polityki fiskalnej, ale i otoczenia wojennego. Optymizmem nie napawają także prognozy wyraźnego schłodzenia krajowej, ale i europejskiej koniunktury (kwestia uniezależnienia się od rosyjskich węglowodorów europejskiej gospodarki i związane z tym ryzyko stagflacji). W efekcie bilans ryzyk dla złotego pozostaje asymetryczny z przewagą negatywnych czynników.

W ostatnich kilku latach przed pandemią kurs EUR/PLN pozostawał relatywnie stabilny oscylując wokół poziomu 4,30 a tarczą chroniącą przed zawirowaniami rynków zewnętrznych były solidne fundamenty makroekonomiczne i brak większych nierównowag makroekonomicznych. Obecnie natomiast spodziewamy się podwyższonej zmienności złotego i nie wykluczamy, iż osłabienie złotego ma charakter średniookresowy a nowy „poziom równowagi” wypada wyżej. Wyniki estymacji z modelu ekonometrycznego określającego tzw. wartość godziwą (*fair value*) złotego względem euro wskazują, że polska waluta pozostaje niedowartościowana (w czerwcu o ok. 4%). Premia za ryzyko w przypadku złotego (różnica między kursem spot a wynikami modelu) jest więc znacząca, ale biorąc powyższe argumenty pod rozważę jest także uzasadniona.

Ryzykiem dla naszej prognozy słabości złotego pozostaje możliwość ukraińsko-rosyjskiego porozumienia, w tym unormowanie sytuacji na rynku surowców, o co jednak będzie trudno. Lokalnie zaś argumentem prozłotowym byłoby sprawne wydatkowanie środków z KPO. Z jednej strony wspierałoby wzrost gospodarczy z drugiej zapewniło środki będące przedmiotem wymiany przez Ministerstwo Finansów bezpośrednio na rynku.

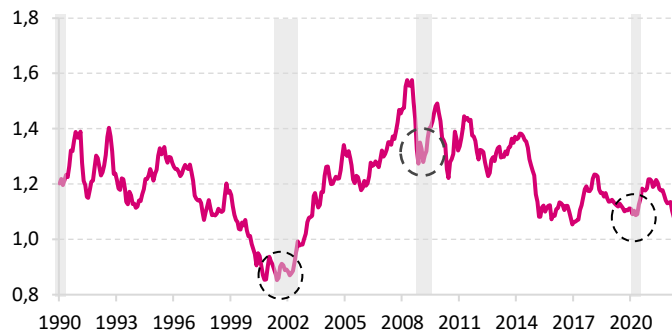
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Mapa nierównowag polskiej gospodarki (kolor zielony spadek nierównowag pozytywny dla PLN, kolor czerwony ich wzrost)

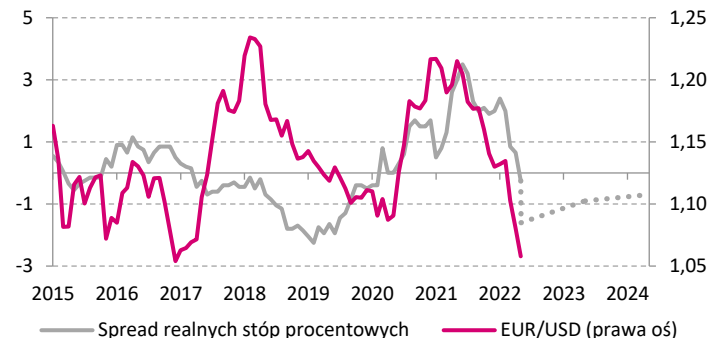
		3M	1Y	3Y
Stopa referencyjna (pkt. proc.)	2022-05	2,5	5,9	4,5
CPI (pkt. proc.)	2022-05	5,4	9,2	11,7
Realne stopy procentowe (pkt. proc.)	2022-05	-2,9	-4,1	-7,9
Stopa bezrobocia (pkt. proc.)	2022-05	-0,4	-1	-0,3
C/A (% PKB)	2022-01	-2,0	-5,5	-1,8
Rachunek finansowy (% PKB)	2022-03	-2,7	-6,0	-2,7
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2022-03	-0,4	-0,9	-0,8
Stan rezerw NBP (% PKB)	2022-03	-1,4	-2,2	4,3
IIP net (PLN, % PKB)	2021-12	1,5	4,4	10,0
Bilans handlowy (PLN, % PKB)	2022-03	-1,5	-4,3	2,5
CDS (pkt.)	2022-05	53,7	58,5	36,3
Deficyt GG (% PKB)	Q4 2021	0,0	5,0	-1,6
Terms of trade	2022-03	1,6	-7,9	-5,8
Podaż M3 (% PKB)	2022-03	-1,78	-4,73	6,49

Rynki finansowe EUR/USD - Euro odzyska siłę, jednak materializacja ryzyka stagflacyjnego na świecie przejściowo umocni dolara

Kurs EUR/USD i okresy recesji w amerykańskiej gospodarce



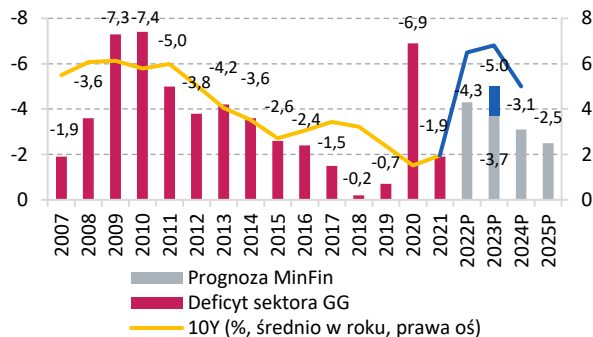
Kurs EUR/USD i różnica realnych stóp procentowych pomiędzy USA a strefą euro (%)



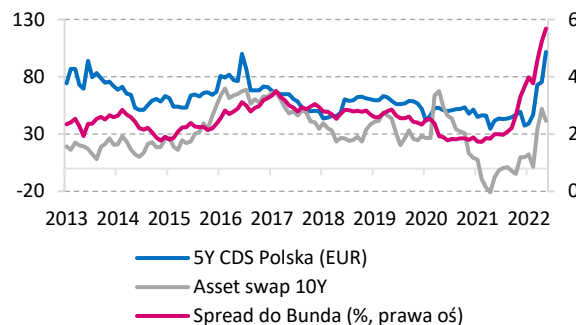
- W ostatnich kwartałach wyznacznikiem trendów na rynku eurodolara były odmienne perspektywy polityki pieniężnej w USA i strefie euro. Ich zróżnicowanie na jastrzębi Fed i długo łagodny Europejski Bank Centralny stanowiło główne źródło siły amerykańskiej waluty. W naszej ocenie niezmiennie wysoka niepewność co do docelowego poziomu stóp procentowych – nawet w obliczu dość agresywnych oczekiwań rynkowych – będzie decydująca dla kierunku notowań EUR/USD. Tym bardziej, iż EBC dopiero rozpocznie cykl podwyżek stóp procentowych. Prawdopodobna kontynuacja miksu zaskoczeń inflacyjnych w połączeniu z obawami dotyczącymi spodziewanego spowolnienia koniunktury i przejściem Fed w uzależnienie swoich decyzji od napływających danych zadecyduje zaś o wysokiej zmienności eurodolara.
- W krótkim terminie uważamy, iż intensyfikacja ryzyk recesyjnych w światowej gospodarce (wskazują na to między innymi najnowsze dane PMI zarówno w sektorze usług, jak i przemysłu) będzie głównym determinantem zmian rynku eurodolara. Rosnące ryzyko globalnej recesji premiować będzie amerykańską walutę (strategia *risk-off*). Historycznie okresy recesji były bowiem tożsame z epizodami silnego dolara. Słabość euro wynikać będzie ponadto ze spodziewanego silnego pogorszenia aktywności gospodarczej w efekcie transformacji energetycznej gospodarki (odejście od rosyjskich surowców), które ze względu na nadmierne zadłużenie części państw EMU nie będzie neutralizowane ekspansywną polityką fiskalną. Z tego powodu oczekujemy kontynuacji spadków EUR/USD do 1,0285 w Q3.
- W średnim terminie natomiast perspektywy wspólnej waluty uważamy za umiarkowanie korzystne. W naszej ocenie kurs EUR/USD na koniec tego roku wyniesie 1,07 a zwyżkę kontynuować powinien także w 2023 roku (1,10 jako poziom docelowy), gdy inwestorzy – wzorem historycznych analogii – z pierwszych sygnałów stabilizacji koniunktury (choć na niskim poziomie) czerpać będą optymizm co do perspektyw gospodarczych (strategia *risk-on* pozytywny dla wspólnej waluty). Szansą pozostanie ponadto możliwość uspokojenia sytuacji wokół Ukrainy, co wsparłoby euro, gdyż obok poprawy sentymentu oznaczać by mogło poluzowanie dotkliwych dla Europy sankcji gospodarczych.

Rynki finansowe obligacje krajowe - Wysoka zmienność notowań 10-latk utrzyma się w kolejnych miesiącach

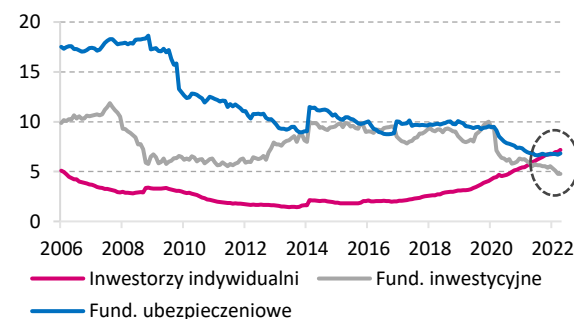
Deficyt sektora general government (% PKB) i rentowność 10-latk (%)



Spread polskiej 10-latk do Bunda oraz kontrakty CDS i notowania asset swap (%)



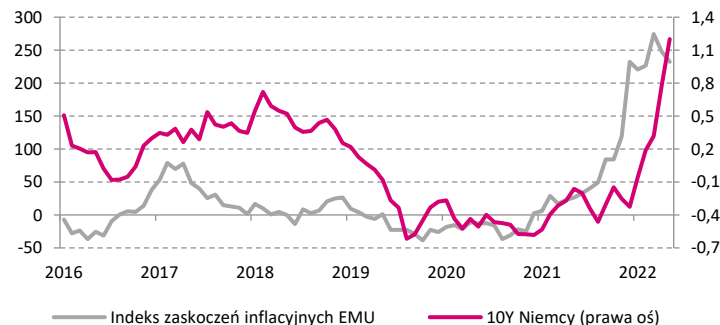
Udział wybranych grup inwestorów w polskie obligacje skarbowe (%)



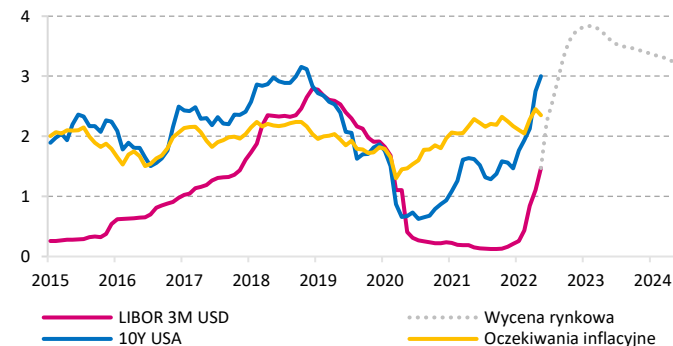
- Drugi kwartał 2022 roku przyniósł momentami spektakularne zmiany w wycenie krajowego długu. Mimo, iż czynników decydujących o kierunku notowań SPW było wiele (tworzył je globalno-krajowy miks), to można je odnieść do oczekiwanego przez inwestorów docelowego poziomu stopy referencyjnej w trwającym cyklu zacieśniania. Finalnie ukształtowany konsensus rynkowy na poziomie ok. 8,00% jest zbliżony do naszych oczekiwań co do skali cyklu w Polsce i sprawia, że przestrzeń do wzrostu dochodowości z tytułu zmian polityki pieniężnej jest już stosunkowo niewielka. Dopóki jednak inflacja CPI w Polsce pozostaje w trendzie wzrostowym (jej szczyt - naszym zdaniem - przypadnie na Q3 br.) dopóty gra na podwyżki stóp procentowych będzie podstawowym scenariuszem rynkowym stawiającym obligacje pod presją. Uważamy jednak, iż z czasem materializujące się sygnały spowolnienia gospodarczego w Polsce i na świecie dadzą argumenty za osłabieniem tej presji. W kolejnych miesiącach – lecz szczególnie w okresach zmiany rynkowego scenariusza – należy się liczyć z podwyższoną zmiennością rynku. Zmieniające się trendy rynkowe potęgować będzie bowiem niska płynność rynku sprzyjająca skokowym zmianom cen (czego próbka był koniec czerwca i ponad 100 pkt. baz. zmiany rentowności 10-latk w tydzień).
- Jednocześnie zwracamy uwagę na fakt, iż przed nami okres podwyższonej premii za ryzyko (np. w postaci spreadu do Bunda) w przypadku polskiego długu. Poza aspektami globalnymi (obawy recesyjne, niepewność otoczenia wojennego) budować ją będą niekorzystne z punktu widzenia wyceny obligacji zapowiedzi poluzowania reguły wydatkowej przez rząd. W obliczu specyfiki roku wyborczego (wybory parlamentarne w 2023 roku), wysokich kosztów obsługi długu SP oraz oczekiwanego przez nas dalszego wzrostu deficytu sektora general government w 2023 roku uważamy, iż przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe budżetu państwa mogą pozostać wysokie. Wyzwaniem w obliczu prawdopodobnego mniejszego zainteresowania obligacjami przez krajowe banki komercyjne (z powodu erozji kapitałów potęgowanej m.in. propozycją „wakacji kredytowych”) pozostanie także emisja długu skarbowego w krajowej walucie. Mimo rosnącego zainteresowania obligacjami detaliczni resort finansów prawdopodobnie w większym stopniu zwróci się w stronę inwestorów zagranicznych, których udział w ostatnich latach systematycznie malał.

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

Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich (%) oraz indeks zaskoczeń inflacyjnych strefy euro (pkt.)



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



- Mimo upływu kilku miesięcy, odkąd Fed w marcu zdecydował o rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp procentowych perspektywa polityki pieniężnej w USA i strefie euro pozostają dominujące w kreowaniu trendu wzrostu dochodowości obligacji rynków bazowych. Obecnie oczekiwania inwestorów co do skali całego cyklu zacieśniania przez Rezerwę Federalną i Europejski Bank Centralny są dość agresywne (docelowy poziom 3,75% w przypadku USA i 2% dla stopy procentowej strefy euro), jednak z uwagi na wysoce zmienne otoczenie makroekonomiczne (uporczywie podwyższona inflacja) nie można wykluczyć, iż w krótkim terminie ulegną one dalszej intensyfikacji. W naszej ocenie EBC może rozpocząć proces podwyżek kosztu pieniądza w lipcu o 50 pkt. baz. tj. silniej niż rynkowy konsensus. W rezultacie trend wzrostu rentowności niemieckiego Bunda oraz amerykańskich Treasuries będzie kontynuowany. Podtrzymujemy zatem oczekiwania z poprzednich raportów zakładające kontynuację przeceny długu USA i Niemiec.
- Na średnioterminowym horyzoncie jawią się już jednak pierwsze oznaki sugerujące możliwość wyhamowania wzrostów dochodowości. Za najpoważniejsze z nich uznajemy nasilające się ryzyko recesji w globalnej gospodarce, które oznaczać będzie mocniejsze akcentowanie możliwości cięć stóp procentowych w kolejnych latach. Co więcej, mimo piętrzących się ryzyk (ograniczenia w dostawach surowców energetycznych z Rosji) niewielkiemu wyhamowaniu uległy w ostatnim czasie inflacyjne zaskoczenia w strefie euro. W przypadku długu państw strefy euro ograniczającą na wzrost rentowności oddziaływać będzie nowe narzędzie, którego ogłoszenie EBC zapowiedział na lipiec. Służyć ma ono zmniejszeniu presji na wzrost dochodowości obligacji państw południa Europy w okresie planowanych podwyżek stóp procentowych. Swoją konstrukcją może nawiązywać do programu SMP (Securities and Market Programme) – znanego z lat 2010-2012, gdy w obliczu kryzysu zadłużenia EBC skupował obligacje m.in. Włoch, Hiszpanii i Grecji. W przypadku Stanów Zjednoczonych studząco na – istotne z perspektywy Fed – oczekiwania inflacyjne (dodatkowo skorelowane z rentownością 10-latk) podzielały proponowane w ostatnim czasie przez J.Bidena plany czasowego zawieszenia podatków zawartych w cenie paliw. Podsumowując uważamy, iż przed nami okres kontynuacji wzrostu dochodowości obligacji bazowych, a ich skala w dużej mierze zależna będzie od niestabilnej sytuacji na rynku surowców (wpływ wojny), przy czym za pewnik należy przyjąć fakt podwyższonej zmienności notowań w drugiej połowie roku nawet na tak „dojrzałych” rynkach.

Źródło: 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	-2.2	5.9	4.8	1.5	2.6	-7.9	-1.1	-2.1	-0.6	11.3	5.5	7.6	8.5	6.9	3.5	1.2
Popyt krajowy	% r/r	3.6	-2.9	7.6	6.7	0.4	1.7	-8.8	-2.0	-2.3	-0.5	11.8	8.2	10.9	13.2	8.4	4.0	1.8
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	4.0	-3.0	6.1	4.9	2.3	1.2	-10.5	0.2	-3.1	-0.2	13.0	4.7	8.0	6.6	6.4	2.9	3.7
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	6.1	-4.9	3.8	4.0	3.8	7.1	-4.8	-3.2	-11.4	-1.3	3.0	6.6	5.2	4.3	6.2	3.9	2.9
Wkład eksportu netto	pkt proc.	1.3	0.6	-1.2	-1.9	1.1	1.0	0.4	0.9	0.1	-0.1	0.4	-2.1	-2.5	-3.8	-3.1	-1.1	-0.2
Inflacja CPI *	% r/r	2.3	3.4	5.1	13.4	9.6	4.5	3.2	3.0	2.8	2.7	4.5	5.4	7.7	9.6	14.0	15.6	14.4
Inflacja bazowa *	% r/r	2.0	3.9	4.1	8.4	4.9	3.4	3.8	4.2	4.1	3.8	3.8	3.9	4.9	6.6	8.5	9.6	9.2
Ropa naftowa Brent *	USD	64.6	43.3	70.7	106.3	95.0	51.2	33.6	43.3	45.3	61.1	68.9	73.1	79.6	97.7	111.5	111.0	105.0
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	5.0	5.4
Place w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	5.0	8.9	9.9	8.0	7.7	3.8	4.8	5.0	6.6	9.6	9.4	9.8	9.7	10.9	9.8	9.1
Saldo C/A	% PKB	0.5	2.9	-0.7	-4.2	-2.8	1.0	1.9	2.5	2.9	2.8	1.9	0.9	-0.7	-2.8	-4.4	-4.5	-4.2
Saldo sektora general government	% PKB	-0.7	-6.9	-1.9	-4.1	-4.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.50	0.10	1.75	7.50	6.50	1.00	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	1.75	3.50	6.00	7.50	7.50
Stopa depozytowa	%, k.o.	0.50	0.00	1.25	7.00	6.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.25	3.00	5.50	7.00	7.00
WIBOR 1M	%, k.o.	1.63	0.20	2.23	7.60	6.60	1.14	0.23	0.20	0.20	0.18	0.18	0.18	2.23	4.12	6.59	7.60	7.60
WIBOR 3M	%, k.o.	1.71	0.21	2.54	7.70	6.70	1.17	0.26	0.22	0.21	0.21	0.21	0.23	2.54	4.77	7.05	7.70	7.70
WIBOR 6M	%, k.o.	1.79	0.25	2.84	7.85	6.75	1.19	0.28	0.26	0.25	0.25	0.25	0.31	2.84	5.05	7.35	7.90	7.85
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	1.50	0.02	3.39	7.50	6.50	0.94	0.14	0.10	0.05	0.06	0.43	0.77	3.39	5.57	7.60	7.50	7.50
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	2.07	1.30	3.64	6.80	6.00	1.70	1.39	1.32	1.25	1.57	1.65	2.08	3.64	5.23	6.92	6.90	6.80
EUR/PLN	k.o.	4.26	4.56	4.58	4.60	4.50	4.56	4.44	4.53	4.56	4.64	4.52	4.60	4.58	4.64	4.70	4.64	4.60
USD/PLN	k.o.	3.80	3.73	4.03	4.30	4.10	4.16	3.96	3.86	3.73	3.95	3.81	3.97	4.03	4.17	4.49	4.40	4.30
EUR/USD	k.o.	1.12	1.22	1.14	1.07	1.10	1.10	1.12	1.17	1.22	1.18	1.19	1.16	1.14	1.11	1.05	1.05	1.07
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.41	-0.53	-0.57	1.25	1.60	-0.36	-0.42	-0.50	-0.55	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.46	-0.20	0.50	1.25
LIBOR 3M USD	%, k.o.	1.91	0.25	0.21	3.70	3.00	1.45	0.30	0.23	0.24	0.19	0.15	0.13	0.21	0.96	2.29	3.20	3.70

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

ul. Stanisława Żaryna 2A
02-593 Warszawa
+48 22 598 40 40

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sułowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

mateusz.sulowicz@bankmillennium.pl

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