

Makro i Rynek

Nadchodzi gospodarcza zima?

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Wrzesień 2022



Spis treści

<u>Wstęp</u>	3
<u>Gospodarka globalna</u>	4-6
<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>	18-19
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	20
<u>Dane i prognozy</u>	21

Wstęp

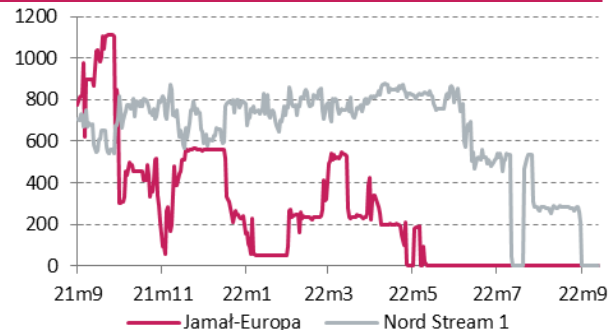
„The winter is coming” ten cytat z serialu „Gra o tron” automatycznie nasuwa się na myśl przy ocenie perspektywy polskiej i europejskiej gospodarki w warunkach kryzysu energetycznego, potęgowanego realną wizją ograniczeń dostaw surowców energetycznych z Rosji w okresie wysokiego zapotrzebowania na energię. O ile w miesiącach wiosenno-letnich, kiedy popyt na energię obniża się, nie powodowało to napięć w aktywności ekonomicznej, to w okresie jesienno-zimowym stanowi poważne wyzwanie i główne ryzyko dla europejskiej gospodarki. Pandemia COVID-19 schodzi na dalszy plan, choć liczba zachorowań w okresie jesienno-zimowym w części krajów UE wzrasta. W krajach Europy nie zakładamy powrotu obostrzeń wpływających istotnie na aktywność ekonomiczną. Jedynie polityka zero-COVID w Chinach stanowi czynnik ryzyka dla perspektyw gospodarki globalnej. Pomimo restrykcyjnego podejścia Chin w kwestii COVID-19 napięcia w globalnych łańcuchach dostaw stopniowo ustępują, częściowo także ze względu na zniżający popyt globalny, co widoczne jest m.in. w spadku kosztów frachtu. Pesymistyczne perspektywy związane z kryzysem energetycznym nie dotkną jednak, przynajmniej bezpośrednio, całego globu. W relatywnie lepszej sytuacji są Stany Zjednoczone, które nie są uzależnione od importu surowców energetycznych z Rosji. Niemniej także gospodarkę USA czeka okres wyraźnego schłodzenia koniunktury, ze względu na wysoką inflację i podwyżki stóp procentowych oraz słabnącej aktywności na świecie.

To pokazuje jak poważnym wyzwaniem dla gospodarki globalnej jest uporczywie wysoka inflacja. Jej źródłem są niewątpliwie wysokie ceny nośników energii, szczególnie gazu, ale także mocnej koniunktury w minionych kwartałach, wspieranej ekspansywną polityką fiskalną i monetarną, a w konsekwencji niskiego bezrobocia, które w USA, strefie euro, a także w Polsce powróciło lub zbliżyło się do historycznie niskich poziomów. W takich uwarunkowaniach do opanowania inflacji konieczne musi być istotne zaostreżenie warunków monetarnych. Wysoka inflacja najbardziej negatywnie wpływa na najuboższe grupy społeczeństwa, dlatego wskazane są działania osłonowe. Ważne jest jednak, aby programom osłonowym towarzyszyły działania wspierające strukturalne rozwiązanie problemu, jakim są wysokie ceny energii i niższa podaż surowców energetycznych jako efekt odchodzenia w Europie od importu z Rosji. To wymaga trwałej zmiany nawyków konsumentów i przedsiębiorców w obszarze poprawy efektywności energetycznej. Polityka gospodarcza powinna być ukierunkowana na zwalczanie inflacji, a nie tylko łagodzenie jej negatywnych skutków społecznych. Walka z inflacją tylko stopami procentowymi spowoduje najwyższy koszt społeczny dezinflacji, dlatego też niezbędna jest koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej.

Polską, ale i globalną gospodarkę czeka okres słabszej koniunktury. Kryzysy i okresy dekonunktury pojawiają się cyklicznie. Z obecnego kryzysu energetycznego Unia Europejska może wyjść wzmocniona, jeśli na trwale zmniejszy zależność energetyczną od Rosji i poprawi efektywność energetyczną. Po kryzysie energetycznym z lat 70-tych świat wyciągnął wnioski i zmniejszył energochłonność gospodarki o blisko połowę. Podobne działania potrzebne są również obecnie, ponieważ problem wysokich cen energii i ograniczonej dostępności surowców energetycznych nie zniknie wraz z roztopami śniegów na wiosnę przyszłego roku. Aby to osiągnąć potrzebne są inwestycje w źródła energii odnawialnej, w energooszczędne technologie, zmiana nawyków w zakresie używania energii, transportu, ogrzewania. Większość krajów UE w tym celu wykorzystuje środki z KPO. Opóźnienie absorpcji tych środków w Polsce zwiększa ryzyko pogorszeniem konkurencyjności polskiej gospodarki względem krajów, które obecny czas wykorzystają na przyspieszenie modernizacji energetycznej.

Gospodarka globalna - Wybuch wojny na Ukrainie diametralnie zmienił perspektywy dla rynku surowców energetycznych w Europie, zwłaszcza cen gazu ziemnego

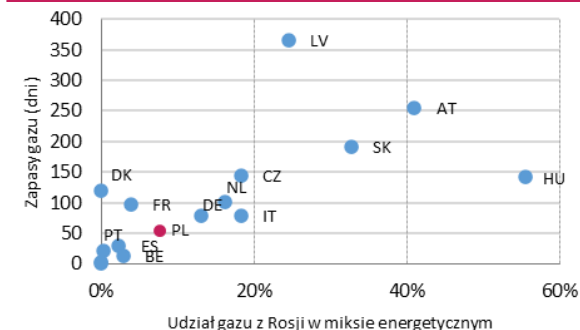
Przesył gazu przez rurociąg jamalski i Nord Stream 1 (GWh/d)



Ceny gazu ziemnego (EUR/MWh)



Uzależnienie od rosyjskiego gazu i zapasy surowca

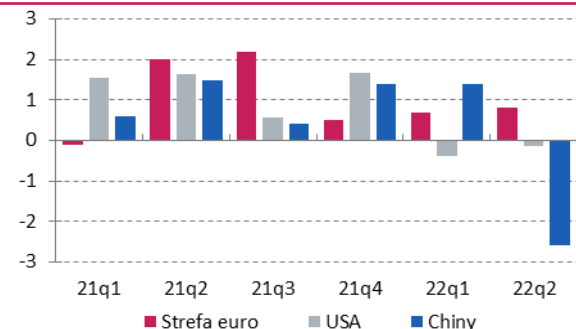


- Wybuch wojny na Ukrainie, a także sankcje nałożone na Rosję, największego dostawcę surowców energetycznych do Unii Europejskiej, diametralnie zmieniły perspektywy rynku tych surowców i energii elektrycznej. Wspólnota obłożyła embargiem import z Rosji węgla oraz ropy naftowej drogą morską, nie poparła jednak ograniczeń w imporcie gazu ziemnego, gdyż jego dostawy odgrywają dla części z gospodarek zbyt istotną rolę. W 2021 r. gaz z Rosji stanowił 40% całkowitego zużycia w Unii, choć niektóre państwa takie jak Bułgaria, Czechy czy kraje bałtyckie były niemal w całości uzależnione od importu z tego kierunku. Jeszcze przed inwazją Rosja rozpoczęła stopniowo ograniczanie dostaw błękitnego paliwa do Europy, a w konsekwencji sankcji całkowicie wstrzymała jego sprzedaż do Polski, Holandii, Finlandii i Bułgarii. W maju zaprzestano tranzytu gazu przez gazociąg jamalski. We wrześniu natomiast bezterminowo zawieszono transport do Niemiec poprzez Nord Stream 1 oraz znacząco zmniejszono dostawy przez gazociąg na terytorium Ukrainy. Unieruchomienie Nord Stream 1 oraz zbliżający się okres grzewczy w Europie radykalnie wpłynęły na obawy o dostępność gazu, które wywindowały w 3Q br. ceny tego surowca do tak wysokich poziomów (w szczycie ok. 350 EUR za 1 MWh), że niektóre zakłady chemiczne, np. w Polsce i na Litwie chwilowo zatrzymały produkcję. Napiętą sytuację na rynku tego paliwa dobrze odzwierciedla różnica w cenie w Europie, która pod koniec września wynosiła ok. 200 EUR za 1 MWh gazu, podczas gdy w USA cena ta kształtowała się na poziomie ok. 32 EUR/MWh. W przypadku dostaw ropy naftowej obecna sytuacja dostaw z Rosji wygląda lepiej niż gazu, a UE planuje do końca tego roku zrezygnować z 90% importowanej ropy (z wyjątkami).
- Manipulowanie przez Rosję podażą gazu oraz zbliżający się okres grzewczy zwiększają prawdopodobieństwo całkowitego wstrzymania dostaw. Część krajów już ograniczyło import z tego kraju na rzecz zakupów m.in. z Norwegii i Holandii, niemniej w ocenie MFW całkowite zastąpienie surowca z Rosji w krótkim okresie będzie bardzo trudne, m.in. z powodu niedostatecznej infrastruktury przesyłowej. W ostatnich miesiącach kraje UE stopniowo zwiększają zapasy gazu na wypadek wstrzymania dostaw z Rosji. Ponadto od 2017 r. członkowie UE są zobowiązani pomagać sobie wzajemnie w przypadku niedoboru gazu. Nie neguje to jednak niestety możliwości scenariusza obejmującego reglamentację surowca. Wydaje się, że w przypadku materializowania się negatywnych czynników ryzyka w pierwszej kolejności zapewniane będą dostawy dla gospodarstw domowych, a ewentualne ograniczenia koncentrowałyby się w przemyśle, co znacząco wpłynęłoby negatywnie na aktywność gospodarczą w Unii Europejskiej, w tym w Polsce. Skala tego oddziaływania ze względu na brak precedensu pozostaje bardzo niepewna.

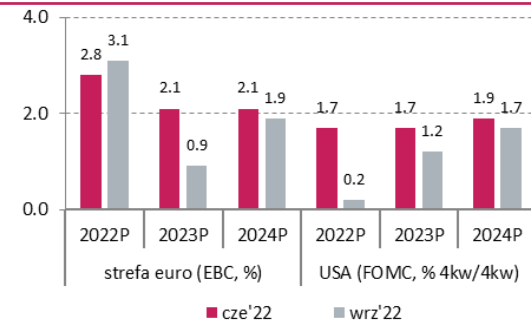
Źródło: Eurostat, Macrobond, Refinitiv

Gospodarka globalna – Materializuje się scenariusz spowolnienia w gospodarce światowej

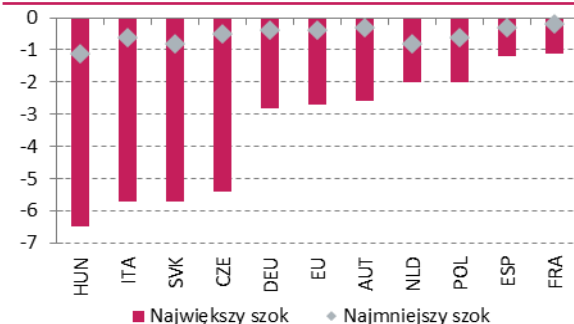
PKB w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i w Chinach (% kw/kw, sa)



Prognozy PKB dla strefy euro i Stanów Zjednoczonych



Szacunki wpływu w okresie 12 miesięcy braku dostaw gazu z Rosji wg. MFW (% PKB)*

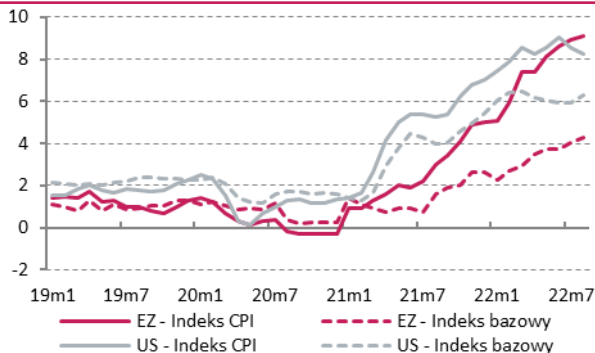


- Najwyższa w historii inflacja nie przełożyła się w 2Q br. jeszcze znacząco na wyniki gospodarki strefy euro, której PKB wzrósł o 0,7% kw/kw, a więc szybciej niż oczekiwano. Z kolei w Stanach Zjednoczonych PKB w 2Q br. obniżył się o 0,9% kw/kw (SAAR). Był to drugi z rzędu kwartał spadku, co często określa się jako tzw. techniczna recesja. Biorąc pod uwagę jednak rosnącą konsumpcję i bezrobocie zbliżone do wieloletnich minimów słowo „recesja” nie opisuje adekwatnie niezłego stanu tej gospodarki. W 2Q br. spadek PKB w Chinach był głębszy niż w USA, co wynikało z kontynuacji zero-Covid policy i pogłębienia problemów zadłużeniowych sektora nieruchomości.
- W 3Q materializowały się wskazywane przez nas czynniki ryzyka związane z rosnącą inflacją, zacieśnianiem polityki pieniężnej, niepewnością geopolityczną i wolniejszym wzrostem wymiany handlowej. Europejski Bank Centralny po lepszych od oczekiwań danych za 2Q, co prawda podwyższył prognozę PKB na 2022 r., znacząco obniżył jednak oczekiwania na 2023 r. - do 0,9% z 2,1% spodziewanego w czerwcu. W naszej ocenie prognozy te są jednak nadal nieco zbyt optymistyczne. O ile wzrost PKB w całym 2022 i w 2023 r. w strefie euro zapewne okaże się dodatni, to naszym zdaniem w świetle napływających danych (m.in. PMI, IFO) trudno będzie uniknąć spadków PKB kw/kw w Eurolandzie w niektórych kwartałach zwłaszcza na przełomie 2022 i 2023 r., pomimo luźniejszej polityki fiskalnej w wielu krajach mającej na celu zmniejszać dokuczliwość wzrostu cen energii. Również w przypadku gospodarki amerykańskiej i chińskiej prognozy wzrostu PKB na nadchodzące kwartały zostały obniżone. Przyjmujemy w naszym bazowym scenariuszu, że sytuacja za granicą będzie mniej sprzyjająca niż założono w czerwcu dla koniunktury w Polsce, zwłaszcza w 2023 r.
- Należy jednak podkreślić, że ze względu na eskalację „wojny energetycznej” nasileniu uległy negatywne czynniki ryzyka dla najważniejszych partnerów handlowych Polski dotyczące m.in. cen paliw, gazu, energii, ale także ich dostępności oraz aktywności gospodarczej. Według szacunków Międzynarodowego Funduszu Walutowego całkowite wstrzymanie dostaw gazu naturalnego z Rosji może w okresie 12 miesięcy obniżyć PKB Unii Europejskiej o 0,4% w najmniej pesymistycznym scenariuszu lub nawet o 2,7% w najgorszym scenariuszu, przy czym dla niektórych krajów (Węgry, Czechy, Słowacja, Niemcy) efekt ten byłby jeszcze silniejszy. Na potrzeby prognoz dla polskiej gospodarki zakładamy obserwowane już wcześniej tylko czasowe przerwy w transporcie surowca, które nie powodują całkowitego zaprzestania działalności części gospodarek i negatywnego efektu domina dla całej Wspólnoty.

*Natural Gas in Europe. The Potential Impact of Disruptions to Supply. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Lipiec 2022.

Gospodarka globalna - Najważniejsze banki centralne na świecie są zdeterminowane do złagodzenia inflacji, nawet kosztem recesji

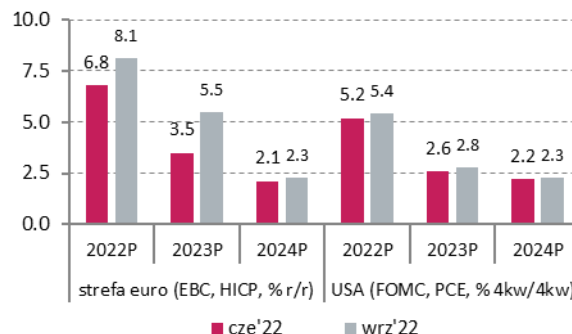
Inflacja w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych [% r/r]



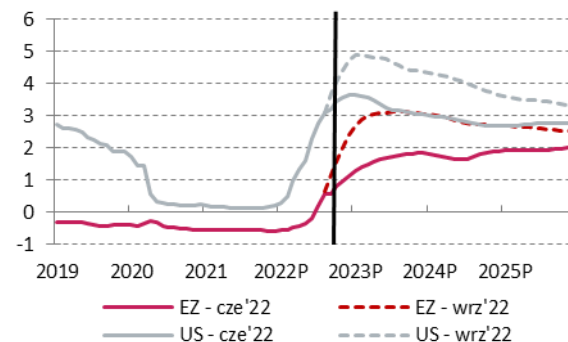
- Kryzys energetyczny w Europie silnie napędzał wzrost inflacji, pomimo wdrożenia przez część państw działań mających ją ograniczyć. Wskaźnik HICP dla strefy euro wzrósł w sierpniu do 9,1% r/r z 8,6% r/r w czerwcu, tj. do najwyższej wartości w historii wspólnej waluty. Rekord osiągnęła także inflacja bazowa (HICP bez m.in. cen żywności i energii) osiągając 4,3% r/r. W USA, gdzie proinflacyjny wpływ cen energii jest mniejszy, indeks CPI co prawda obniżył się w sierpniu do 8,3% r/r z 9,1% r/r w czerwcu, aczkolwiek komponent bazowy wyniósł 6,5% r/r wobec 6,0% r/r w czerwcu. Uporczywość inflacji w warunkach dobrej sytuacji na rynku pracy w wielu krajach utwierdził przedstawicieli władz monetarnych w przekonaniu o dłuższej perspektywie braku realizacji celów inflacyjnych. W sierpniu na sympozjum w Jackson Hole bankierzy centralni zgodnie opowiedzieli się za szybkim zacieśnianiem polityki pieniężnej pomimo piętrzących się czynników ryzyka dla recesji. Europejski Bank Centralny podwyższył w lipcu główną stopę procentową o 0,50 pkt proc., a we wrześniu o 0,75 pkt proc. prezentując jednocześnie wyższe w całym horyzoncie prognozy inflacji. Fed także kontynuował podwyżki stóp procentowych. We wrześniu po raz trzeci z rzędu wzrosły one o 0,75 pkt proc.
- Niespodzianki inflacyjne w górę oraz determinacja banków centralnych do realizacji celów inflacyjnych wpłynęła na podwyższenie oczekiwanych przez rynek stóp procentowych. Obecnie rynki finansowe wyceniają, że EBC na pozostałych w tym roku dwóch posiedzeniach podniesie główną stopę procentową jeszcze o łącznie 1,25 pkt proc. do poziomu 2,50% oraz o kolejne 0,50 pkt proc. w 2023 r. Biorąc pod uwagę komunikowane zastrzeżenia nastawienie Banku oraz spodziewane ceny energii sądzimy, że realizacja oczekiwań dla 2022 r. jest prawdopodobna. W naszej ocenie jednak o pełną realizację oczekiwań rynkowych na 2023 r. może być trudno, ze względu na skalę spowolnienia gospodarczego. W przypadku Fed rynki finansowe zakładają wzrost stóp procentowych o 100-125 pkt baz. jeszcze w tym roku oraz niewielką dalszą korektę w górę na początku 2023 r. do szczytu w tym cyklu na poziomie 4,50-4,75%. 4Q 2023 ma z kolei przynieść początek obniżek kosztu pieniądza, co różni się od mediany oczekiwań członków Fed, która wskazuje na pierwsze cięcia dopiero w 2024 r. Na potrzeby naszego scenariusza bazowego przychylamy się do oczekiwań rynkowych dla działań Fed. Należy podkreślić, że perspektywy inflacji i polityki pieniężnej obciążone są znaczącą niepewnością, zwłaszcza w Europie, gdzie ceny energii i dostępność gazu ziemnego będą decydować o kierunku rozwoju sytuacji gospodarczej.

Źródło: EBC, Fed, Macrobond, Refinitiv

Prognozy inflacji Europejskiego Banku Centralnego i Fed

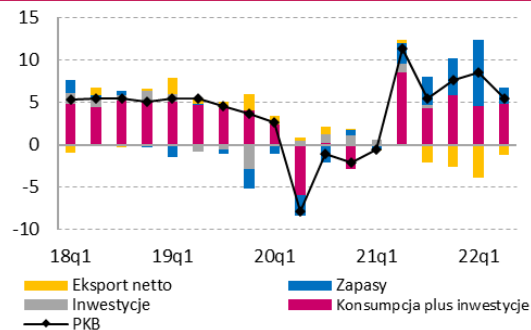


Oczekiwania rynkowe co do stóp procentowych (% EURIBOR3M, LIBOR3M USD)



PKB w Polsce – Polska gospodarka zakończyła 2Q br. w dobrej kondycji, jednak perspektywy na kolejne kwartały systematycznie pogarszają się

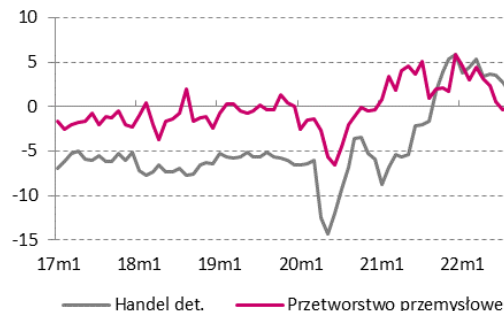
PKB oraz jego struktura (pkt proc.)



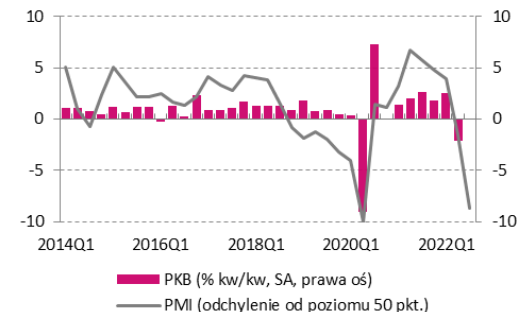
- 2Q 2022 przyniósł wyraźne wyhamowanie wzrostu gospodarczego (5,5% r/r wobec 8,5% r/r w 1Q 2022), choć w dużej mierze był to efekt niższego niż w poprzednich kwartałach wkładu zapasów. W samym 2Q gospodarka skurczyła się o 2,1% kw/kw (dane odsezonowane), także w dużej mierze w wyniku absorpcji zakumulowanych zapasów. Na solidnym poziomie utrzymała się roczna dynamika konsumpcji prywatnej, a wzrost inwestycji w środki trwałe przyspieszył. W rezultacie sprzedaż finalna, rozumiana jako suma konsumpcji, inwestycji w środki trwałe oraz eksportu przyspieszyła do 5,3% r/r w 2Q z 3,8% r/r w 1Q. Popyt w gospodarce pozostaje więc relatywnie mocny pomimo wysokiej inflacji i niepewności co do perspektyw otoczenia globalnego. Dane wysokiej częstotliwości, w tym wskaźniki wyprzedzające koniunktury wskazują jednak na silne hamowanie aktywności ekonomicznej w 3Q. Indeks PMI sugeruje wręcz wejście gospodarki w recesję. Dane o sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej za lipiec i sierpień zmniejszają prawdopodobieństwo technicznej recesji w Polsce w tym roku, jednak nie zmienia to ogólnej oceny pogorszających się perspektyw polskiej gospodarki.
- Pogorszenie koniunktury w gospodarce strefy euro, w tym w Niemczech, rosnące ryzyko zaburzeń dostaw surowców energetycznych z Rosji, w połączeniu z wysoką inflacją oraz rosnącymi stopami procentowymi nie będą sprzyjały aktywności ekonomicznej w Polsce. Stabszy popyt będzie nie tylko efektem wolniejszego wzrostu konsumpcji prywatnej, ale także mniejszego zapotrzebowania na dobra pośrednie i użycia końcowego. W najbliższych kwartałach zapasy będą miały w naszej ocenie ujemną kontrybucję do PKB, efektem czego będzie też mniejszy ujemny wkład eksportu netto. Głównym czynnikiem ryzyka dla perspektyw polskiej, ale i europejskiej gospodarki jest ciągłość dostaw surowców energetycznych z Rosji, szczególnie gazu. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, iż zaburzenia dostaw nie spowodują radykalnego ograniczenia aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce, szczególnie po uruchomieniu rurociągu Baltic Pipe. Dlatego też prognozujemy utrzymanie dodatniej dynamiki PKB średnio w całym 2022 oraz 2023 r., choć ścieżka PKB będzie nieco niższa niż nasze oczekiwania wyrażone w poprzednim raporcie, a na początku 2023 możliwa jest ujemna dynamika PKB. Szansą dla polskiej gospodarki może być postępujące stopniowo udrożnienie łańcuchów dostaw wspierające wyniki części branż, które ze względu na wąskie gardła działały dotychczas na obniżonych obrotach.

Źródło: Macrobond, GUS, Bank Millennium

Ocena bieżącego stanu zapasów w badaniach koniunktury GUS (pkt)

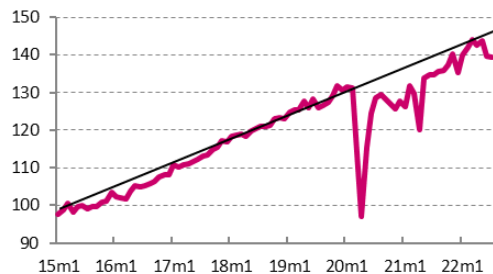


Wskaźnik PMI w polskim przemyśle przetwórczym oraz dynamika PKB

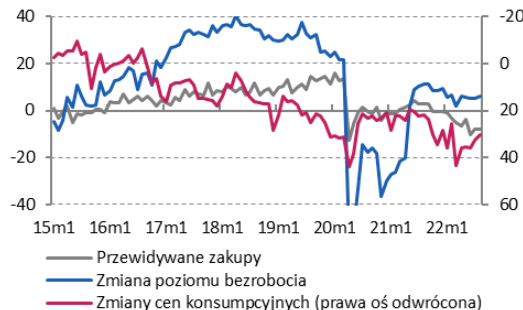


Konsumpcja - Wzrost konsumpcji utrzymuje się na solidnych poziomach jednak wyczerpuje się paliwo, które dotychczas napędzało wydatki

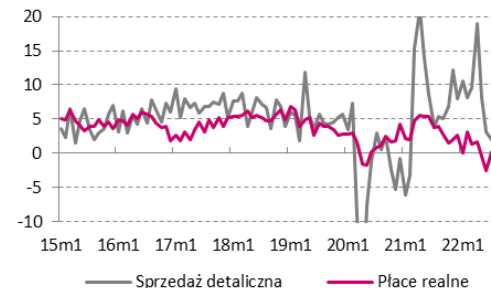
Indeks sprzedaży detalicznej (sa)



Nastroje gospodarstw domowych (pkt., odchylenie od długoterminowej średniej)



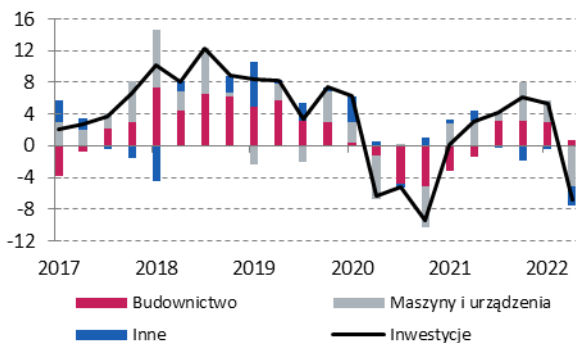
Sprzedaż detaliczna oraz dynamika płac w sektorze przeds. (% r/r, zmiana realna)



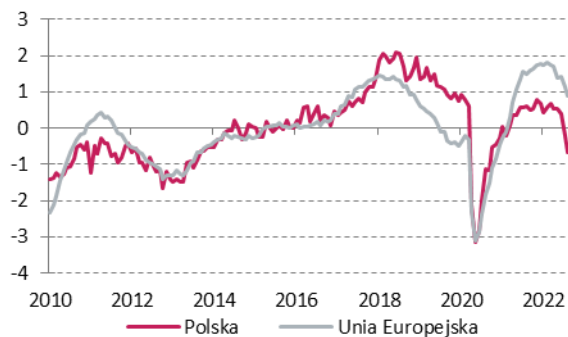
- Dynamika konsumpcji prywatnej w 2Q br. pozostała solidna (6,4% r/r oraz +2,1% kw/kw), pomimo wysokiej inflacji oraz rosnących stóp procentowych. Wsparciem krajowej konsumpcji był niewątpliwie napływ uchodźców z Ukrainy, który wsparł wydatki na żywność, wyroby farmaceutyczne oraz odzież i obuwie. Dane wysokiej częstotliwości wskazują jednak coraz wyraźniejsze wyhamowywanie konsumpcji i wygasanie motorów, które dotychczas napędzały wydatki konsumpcyjne. Z tego też powodu w kolejnych kwartałach oczekujemy wyraźnego wyhamowania popytu konsumpcyjnego. Na konsumpcji najsilniej ciężać będzie wysoka inflacja, która zmniejsza siłę nabywczą dochodów rozporządzalnych. W sierpniu realna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw była ujemna i wyniosła -3,4% r/r. Obecnie obawy przed wysoką inflacją mają silniejszy wpływ na nastroje konsumentów niż obawy przed wzrostem bezrobocia. Historycznie to ryzyko utraty pracy silniej oddziaływało na nastroje konsumentów, natomiast obecnie to wysoka inflacja wywiera mocniejszy wpływ na zachowania konsumentów. Indeks BWUK odzwierciedlający bieżące nastroje konsumentów spadł w sierpniu br. do poziomu najniższego w historii badania. Natomiast wyprzedzający wskaźnik nastrojów konsumenckich spadł do poziomu najniższego od maja 2020. Nie będzie to sprzyjało zwwyżce wydatków konsumpcyjnych. Wzrost wynagrodzeń nie nadąża na wzrostem inflacji i w najbliższych kwartałach ten obraz nie ulegnie zasadniczej zmianie. W takich uwarunkowaniach oczekujemy wyraźnego ograniczenia popytu na usługi oraz dobra trwałe, co już teraz sygnalizują dane o koniunkturze GUS, gdzie komponent bieżącej oraz spodziewanej produkcji najsilniej spada w przedsiębiorstwach produkujących dobra konsumpcyjne trwałego użytku.
- Jak już wskazywaliśmy w poprzednich raportach wykorzystane zostały nadwyżkowe oszczędności, które zakumulowane były w okresie pandemii i czynnik ten nie stymuluje już konsumpcji. Dodatkowo, wzrost stóp procentowych ograniczył dostępność kredytów na cele konsumpcyjne, choć należy zauważyć, że wartość nowoudzielonych kredytów na cele konsumpcyjne utrzymuje się na tylko nieznacznie niższych poziomach niż przed rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp procentowych. Wygasać również będzie prokonsumpcyjny efekt napływu uchodźców z Ukrainy, ponieważ ich część wróciła już do kraju. Z drugiej strony wsparciem konsumpcji będzie ekspansywna polityka fiskalna, która częściowo łagodzi społeczne koszty inflacji (m.in. dodatek węglowy, tarcza antyinflacyjna). Ich efektem będzie wsparcie dochodów rozporządzalnych, a w rezultacie także konsumpcji. Wyhamowanie konsumpcji było naszym scenariuszem bazowym i dane za lipiec-sierpień oczekiwania te utrwalają.

Inwestycje – Perspektywy inwestycji pozostają pesymistyczne

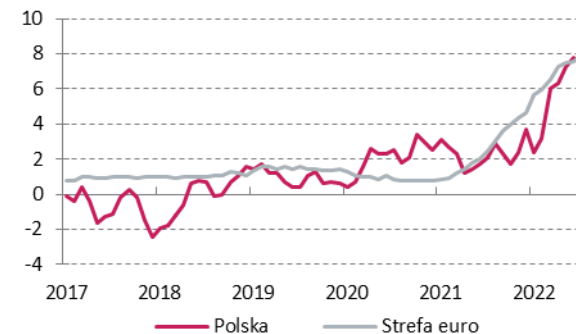
Inwestycje w gospodarce (c.s., sa, % kw/kw)



Ocena stanu zamówień przez firmy przemysłowe (pkt, dane wystandaryzowane, sa)



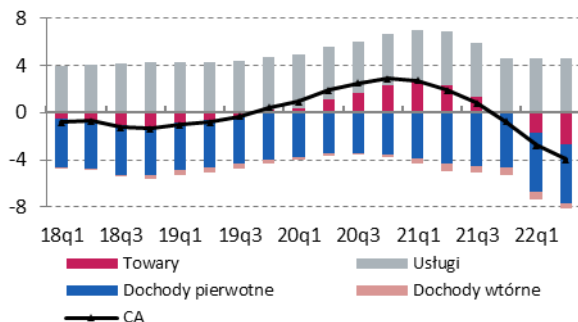
Inflacja cen dóbr kapitałowych (% r/r)



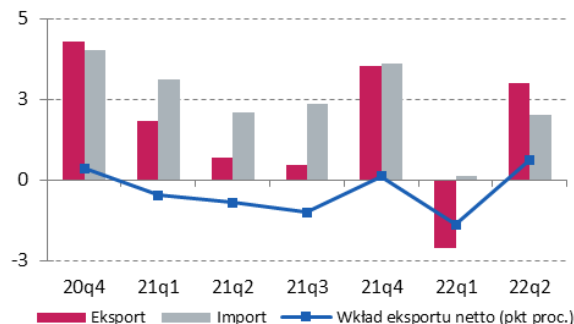
- Nakłady inwestycyjne w cenach stałych wzrosły w 2Q br. o 7,1% r/r po wzroście o 4,3% r/r w 1Q 2022. Był to najszybszy wzrost r/r od wybuchu pandemii COVID-19 i okazał się nieznacznie lepszy od naszych oczekiwań sformułowanych pod koniec czerwca. Należy jednak zauważyć, że w odniesieniu do 1Q 2022 popyt inwestycyjny obniżył się o 6,8% kw/kw, w największym stopniu za sprawą mniejszych wydatków na maszyny i urządzenia. Dane te w naszej ocenie odzwierciedlają wzrost niepewności i inflacji wynikający z wybuchu wojny na Ukrainie (wzrost cen dóbr kapitałowych zarówno w Polsce jak i w strefie euro znacząco przyspieszył w ostatnich miesiącach).
- Obecnie w naszym podstawowym scenariuszu makroekonomicznym zakładamy wzrost nakładów inwestycyjnych w 2022 r. o 4,5% oraz nieznaczny spadek w 2023 r. Pesymistyczne oczekiwania dla nadchodzących kwartałów wynikają z szeregu czynników. Obejmują one wzrost niepewności dotyczący perspektyw popytu z kraju i zagranicy, inflacji, w tym cen dóbr kapitałowych i energii elektrycznej, dostępności nośników energii oraz wysokich nominalnych stóp procentowych. Do niskich prognoz przyczynia się także brak środków europejskich z Krajowego Planu Odbudowy, a wpływ ten tylko w niewielkim stopniu załagodzi planowane przez rząd prefinansowanie części wydatków inwestycyjnych założonych w ramach programu. Ponadto oczekiwania dla budownictwa mieszkaniowego, a także odnowy parku maszynowego nie przedstawiają się korzystnie. Wykorzystanie zdolności wytwórczych w przemyśle (choć nadal wysokie) zaczęło obniżać się, a ceny dóbr kapitałowych systematycznie rosną, pomimo sygnałów poprawiającej się stopniowo sytuacji w globalnych łańcuchach dostaw. Prognoza na 2023 r. została przez nas obniżona względem czerwca, z powodu odwołującej się perspektywy napływu środków z KPO, większej niepewności dotyczącej inflacji i dostępności nośników energii oraz słabszych oczekiwań dla popytu. Pod względem inwestycji polska gospodarka wyróżnia się negatywnie w Unii Europejskiej. Stąbość ta jest jednym z czynników odpowiedzialnych za nierównowagę w gospodarce i nie widać w najbliższych latach perspektyw na odwrócenie tej tendencji. Kryzys energetyczny w Europie stwarza szanse na zwiększenie wydatków na poprawę efektywności energetycznej, aczkolwiek nie spodziewamy się, aby czynnik ten odmienił zasadniczo perspektywy inwestycji w Polsce.

Wymiana handlowa z zagranicą - Wysokie ceny importowanych surowców mocno ciążą na wynikach salda obrotów bieżących

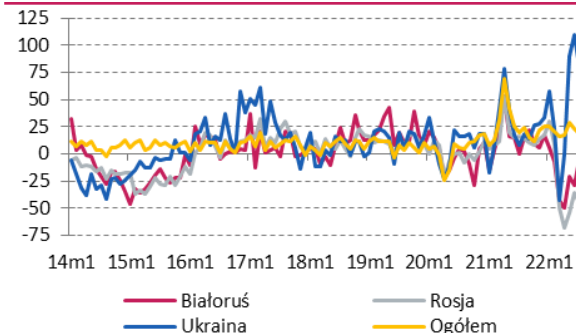
Struktura salda obrotów bieżących (% PKB)



Ekspert i import oraz wkład eksportu netto do dynamiki PKB (% kw/kw, sa)



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

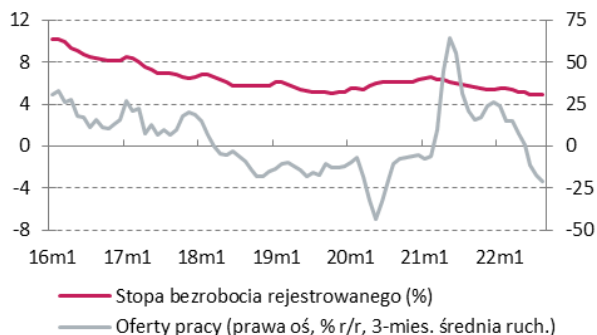


- W 2Q br. deficyt salda obrotów towarowych z zagranicą nadal był wysoki i sięgnął 21,5 mld PLN. Okazał się on jednak mniejszy niż w 1Q br., czemu sprzyjało przyspieszenie wzrostu eksportu (licząc w złotych i w cenach bieżących) do 22,8% r/r z 18,5% r/r kwartał wcześniej. O ile sankcje nałożone na Rosję i Białoruś silnie odbiły się na sprzedaży towarów do tych krajów w 2Q br., to zaskakująco mocno wzrósł eksport do Ukrainy (o 65,5% r/r), na co złożyły się głównie dostawy paliw, artykułów spożywczych i sprzętu wojskowego. Eksport wspierała także stopniowo poprawiająca się sytuacja w łańcuchach dostaw. Import natomiast nadal rósł mocno, gdyż o 33,9% r/r. Należy jednak zaznaczyć, że za szybki wzrost importu w dużym stopniu odpowiadają złotowe ceny surowców energetycznych, co znajduje odzwierciedlenie w niekorzystnym *terms of trade*. W cenach stałych deficyt w saldzie towarami przedstawia się lepiej. Niemniej wartość sprowadzanych surowców mocno ciąży wynikiem salda obrotów bieżących, które jako suma z ostatnich 4 kwartałów osiągnęło na koniec 2Q br. deficyt 3,9% PKB.
- W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy deficyt na rachunku obrotów bieżących wynoszący na koniec 2022 r. 4,1% PKB, a na koniec 2023 r. 2,6% PKB. Oznacza to, że nierównowaga zewnętrzna krajowej gospodarki będzie się utrzymywać w środowisku słabnącego popytu zagranicznego oraz spodziewanych nadal wysokich cen importowanych surowców. Saldo obrotów bieżących powinno jednak stopniowo się poprawiać w reakcji na hamujący wzrost importu, co wynika ze spodziewanego osłabienia popytu krajowego. W kierunku nieco mniejszego deficytu na rachunku CA powinien też oddziaływać komponent dochodów pierwotnych wraz ze słabszymi niż w ostatnich kwartałach wynikami przedsiębiorstw transferującymi zyski za granicę. Nasze oczekiwania dotyczące salda obrotów bieżących na 2022 i 2023 r. w dużym stopniu nie uległy zmianom względem prognoz przedstawionych w lipcu. Z jednej strony bowiem wyniki eksportu w 2Q okazały się lepsze od wcześniejszych założeń, pojawiają się sygnały rozładowywania napięć w łańcuchach dostaw oraz obniżyliśmy prognozy popytu krajowego. Z drugiej zaś materializują się negatywne ryzyka dla aktywności za granicą. Potencjalnie saldo CA może być obniżane przez program zakupów sprzętu wojskowego, aczkolwiek wpływ ten będzie rozłożony w czasie. Bilans czynników ryzyka dla tych prognoz wydaje się być skierowany w dół, w kontekście cen importowanych surowców, popytu z zagranicy i rzeczywistej skali luzowania fiskalnego w nadchodzących kwartałach.

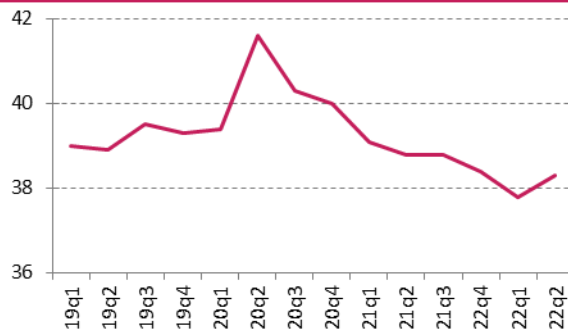
Źródło: GUS, Macrobond, NBP.

Rynek pracy - Rynek pracy w Polsce stabilizuje się, a na 2023 r. oczekujemy niewielkiego wzrostu bezrobocia i obniżenia dynamiki płac

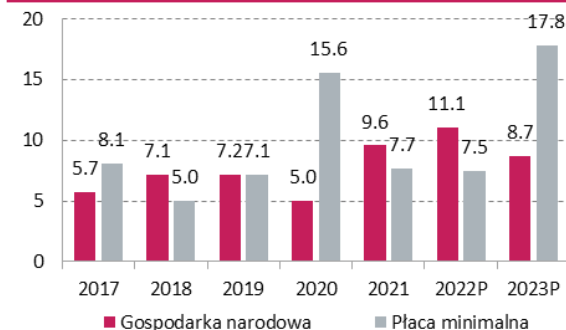
Stopa bezrobocia rejestrowanego i dynamika liczby ofert w urzędach pracy



Koszty zatrudnienia (% PKB)



Dynamika wynagrodzeń (% r/r)

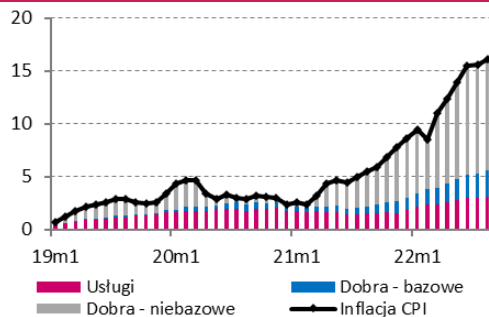


- W 2Q br. popyt na pracę nadal pozostawał mocny. Liczba osób klasyfikowanych w Badaniu Aktywności Ekonomicznej Ludności jako pracujące wzrosła o 1,0% r/r po wzroście o 1,7% r/r kwartał wcześniej, a stopa bezrobocia obniżyła się do 2,6% z 3,1% na koniec 1Q 2022 r., tj. do najniższej wartości w historii szeregu czasowego. Dostępne dane wskazują, że w 3Q br. sytuacja na rynku pracy już tak silnie się nie poprawia – stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec sierpnia br. wyniosła 4,8% i była tylko nieznacznie niższa niż w czerwcu (4,9%). Naszym zdaniem wynika to z jednej strony z braku pracowników o odpowiednich kwalifikacjach w niektórych branżach, z drugiej zaś mniej intensywnego popytu na pracę, co obrazuje obniżająca się liczba ofert zgłaszanych do urzędów pracy oraz wskaźnikach koniunktury PMI i GUS przewidywanego zatrudnienia. Pomimo tych sygnałów wynagrodzenia nadal dynamicznie rosły, średnio w lipcu i sierpniu br. w sektorze przedsiębiorstw o 14,2% r/r wobec 13,5% r/r w 2Q br., choć udział kosztów pracy w całości kosztów firm najprawdopodobniej nie rósł znacząco.
- Nieco lepsze niż zakładaliśmy dane o bezrobociu w 2Q i 3Q br. skłaniają nas do rewizji w dół prognozy bezrobocia rejestrowanego na koniec 2022 r. do 5,1% z 5,4%. Oznacza to, że w najbliższych miesiącach rynek pracy powinien być stabilny. Utrzymujemy natomiast prognozę na 2023 r. wynoszącą 5,7%, za czym przemawiają oczekiwania słabszego niż wydawało się przed trzema miesiącami wzrostu gospodarczego w przyszłym roku. Niemniej oznacza to niezbyt silny wzrost bezrobocia. Naszym zdaniem bowiem przedsiębiorstwa będą dostosowywać koszty pracy do słabszej koniunktury bardziej poprzez wyhamowanie wzrostu płac niż redukcję zatrudnienia, szczególnie liczby pracowników wyspecjalizowanych. W tych warunkach dynamika wynagrodzeń powinna nieco hamować, aczkolwiek nadal pozostanie wysoka z powodu inflacji utrzymującej żądania płacowe pracowników, a także silnej podwyżki płacy minimalnej w 2023 r. o 17,8% r/r. Wyższa od zakładanej inflacja uzasadnia niewielką korektę w górę prognozy wzrostu płac w gospodarce narodowej w 2022 r. do 13,8%. Słabsze perspektywy gospodarcze przemawiają natomiast za niewielkim obniżeniem prognozy wynagrodzeń w 2023 r., pomimo zmian w płacy minimalnej. Niskie spodziewane bezrobocie jest dobrą informacją ze społecznego punktu widzenia, aczkolwiek powoduje ono napięcia w gospodarce skutkujące m.in. wysoką inflacją, a napływ pracowników z zagranicy (liczba ubezpieczonych obcokrajowców w ZUS przekroczyła już 1 mln) nie jest w stanie ich łagodzić. Stabilizującej roli nie odgrywają także inwestycje, które w odniesieniu do całości PKB są nadal najniższe w historii.

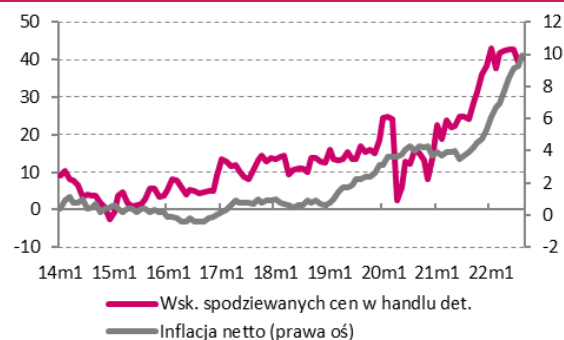
Źródło: GUS, KPRM, Macrobond, ZUS

Inflacja – Inflacja w Polsce coraz bliżej szczytu, a powrót do celu NBP będzie powolny

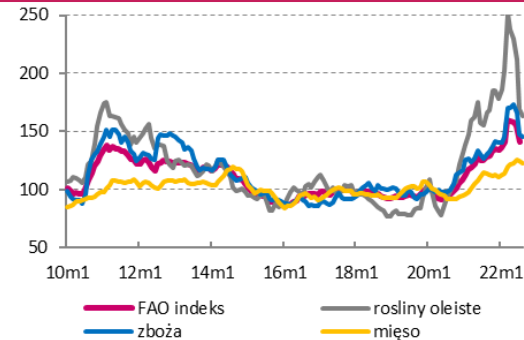
Inflacja CPI oraz jej struktura (% r/r)



Badania koniunktury i inflacja bazowa (% r/r)



Indeks cen żywności FAO (pkt)

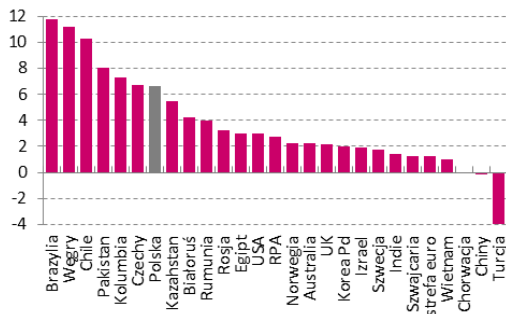


- Inflacja utrzymuje się w trendzie wzrostowym i w sierpniu wskaźnik CPI zwiększył się do 16,1% r/r, poziomu najwyższego od marca 1997 r., choć w naszej ocenie zbliża się do tegorocznego szczytu, co jest zgodne z naszą oceną z poprzedniego raportu. Inflacja w dużej mierze napędzana jest niezmiennie przez silnie rosnące ceny surowców energetycznych, niemniej presja cenowa ma bardzo szeroki zakres. Źródłem presji inflacyjnej jest wciąż solidny popyt dający przestrzeń do przerzucania rosnących kosztów produkcji dóbr i usług na ceny detaliczne. Znajduje to odzwierciedlenie w inflacji bazowej, która w sierpniu, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 9,9%, historycznie wysokiego poziomu. Co istotne, inflacja bazowa nie wykazuje trwałych sygnałów stabilizacji. W sierpniu miesięczny wzrost inflacji bazowej netto przyspieszył do 0,8% m/m, choć we wcześniejszych dwóch miesiącach wynosił 0,6%, dając nadzieję na stabilizację presji popytowej. Spadki cen ropy naftowej na rynkach globalnych złagodziły presję ze strony paliw. Pod koniec września br. cena baryłki ropy Brent spadła do poziomu najniższego od wybuchu wojny na Ukrainie. Dezinflacyjny wpływ spadających cen surowców na rynkach międzynarodowych ogranicza koszt złotego, który jest o niemal 5% słabszy w stosunku do końca 2021 r., mierząc nominalnym efektywnym kursem walutowym. Słaba waluta nie sprzyja opanowaniu inflacji, ponieważ potęguje import inflacji z zagranicy.
- Czynnikami niepewności dla ścieżki inflacji w przyszłym roku jest kształtowanie się cen energii elektrycznej, gazu i opał. Ograniczony zakres ingerencji rządu w mechanizmy rynkowe spowodowałby znaczny wzrost inflacji w 1Q 2023 r., niemniej rząd zapowiedział zamrożenie cen dla konsumentów energii i gazu na poziomie z tego roku, a także rabaty dla gospodarstw domowych w przypadku ograniczenia zużycia prądu. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że zaproponowane przez rząd działania uchronią przed wzrostem indeksu CPI na początku 2023 r. W perspektywie roku 2023 spodziewamy się stopniowego wyhamowania inflacji, niemniej w warunkach ekspansywnej polityki fiskalnej oraz słabego złotego proces dezinflacji będzie następował powoli i inflacja utrzymać się będzie wyraźnie powyżej celu banku centralnego. Wyniki badań koniunktury sugerują wygasające możliwości firm do przerzucania wyższych kosztów produkcji na ceny detaliczne, co daje przestrzeń do ustabilizowania presji cenowej ze strony popytu. Niemniej dodatkowe pakiety społeczne wspierające dochody konsumentów będą spowalniały spadki inflacji. Bardziej niekorzystne tendencje na rynku surowców energetycznych oraz bardziej ekspansywna polityka fiskalna skłoniły nas do rewizji w górę prognozy inflacji na 2023 r. do 11%.

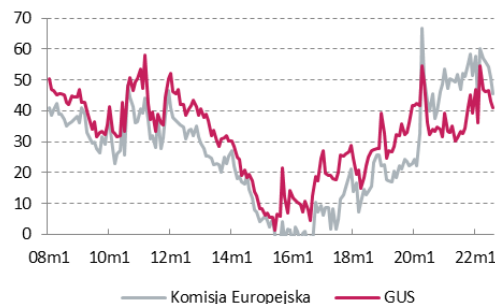
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Polityka pieniężna - Cykl podwyżek stóp procentowych zbliża się do końca, choć ekspansywna polityka fiskalna może opóźnić moment pierwszej obniżki kosztu pieniądza

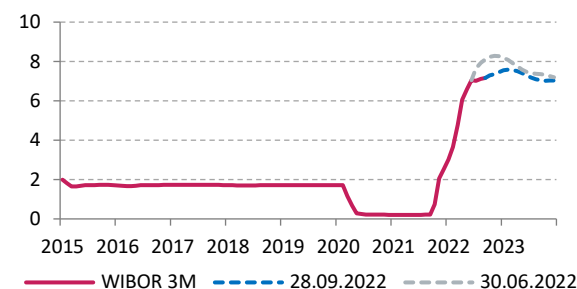
Zmiany stóp procentowych w wybranych krajach (względem grudnia 2020)



Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych [pkt]



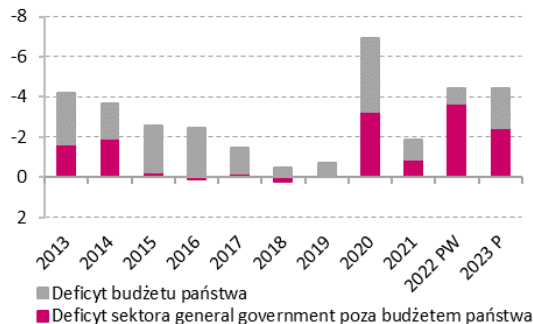
Oczekiwana przez rynki finansowe ścieżka WIBOR 3M



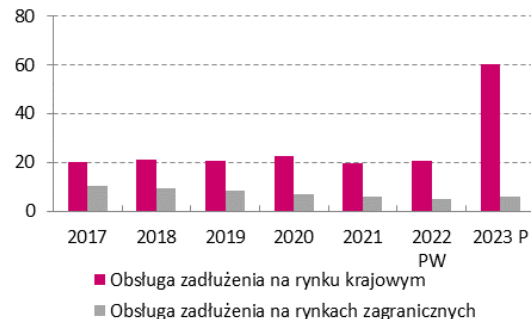
- Rada Polityki Pieniężnej pozostaje w trybie zacieśniania monetarnego, jednak coraz większa część tego gremium wysyła sygnały sugerujące zbliżający się koniec cyklu podwyżek stóp procentowych. Znajduje to także odzwierciedlenie w zmniejszeniu skali podwyżek oprocentowania. We wrześniu RPP podniosła stopy procentowe o 25 pkt. baz. wobec podwyżki o 50 pkt. baz. w lipcu i 75 pkt. baz. w czerwcu. Po wrześniowej podwyżce stopa referencyjna sięgnęła poziomu 6,75%, co oznacza jej wzrost o 665 pkt. baz. w obecnym cyklu. Skala zacieśnienia monetarnego jest więc znaczna, stąd chęć pauzy oraz oceny skutków ekonomicznych dotychczasowych działań wydaje się zrozumiałą. W naszej ocenie możliwa jest jeszcze jedna podwyżka stóp procentowych w październiku. Listopadowa projekcja inflacji i PKB, która uwzględniać będzie skutki dotychczasowych działań banku centralnego może dać argument do wstrzymaniem się z dalszym zacieśnianiem. W rezultacie, stopa referencyjna może wzrosnąć w tym cyklu do 7%. O ile zgadzamy się z oceną, iż przestrzeń do dalszych podwyżek stóp proc. wyczerpuje się, to retoryka naszej RPP rysująca perspektywę obniżek stóp proc. kontrastuje z retoryką innych banków centralnych (w tym FED, EBC, BoE), które wyrażają determinację do walki z inflacją, nawet kosztem rosnącego ryzyka recesji. Odmienne narracja banku może w naszej ocenie utrudnić zakotwiczenie podwyższonych oczekiwań inflacyjnych oraz negatywnie oddziaływać na złotego.
- Uzasadnione są jednak obawy, czy wspomniane powyżej poziomom stopy procentowej zapewni opanowanie inflacji i jej powrót do celu NBP w horyzoncie działania polityki pieniężnej. Obawy te wynikają z perspektywy utrzymania ekspansywnej polityki fiskalnej. Programy socjalne, mające na celu złagodzenie dla gosp. domowych kosztów inflacji będą wspierały popyt, utrudniając sprowadzenie inflacji do celu NBP. Kształt polityki fiskalnej jest głównym czynnikiem ryzyka dla ścieżki stóp procentowych. Stabilizacji inflacji nie sprzyja też słaby złoty, który pozostaje pod negatywną presją ze względu na niekorzystne otoczenie geopolityczne, ale też pogarszające się fundamenty polskiej gospodarki i narrację banku centralnego, który przywiązuje, w naszej ocenie, większą wagę do wspieraniu wzrostu gospodarczego niż do determinacji do zbijania inflacji. Ceną takiego scenariusza będzie utrzymanie się wysokiej inflacji przez dłuższy okres, a w rezultacie wydłużenie się okresu wysokich stóp procentowych i przesunięcie terminu pierwszej obniżki oprocentowania poza 2023 rok. Scenariusza dalszych podwyżek w roku 2023 nie należy całkowicie wykluczać.

Polityka fiskalna - Polityka fiskalna pozostaje ekspansywna, a przesuwanie coraz większej części wydatków publicznych poza budżet państwa zniekształca ocenę sytuacji w finansach publicznych

Deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Koszty obsługi długu Skarbu Państwa (mld PLN)



Wynik sektora general government dostosowany cyklicznie (% PKB)



- Po siedmiu miesiącach tego toku budżet państwa zamknął się nadwyżką w kwocie 27,5 mld PLN. To wynik znacznie lepszy niż planowane wykonanie w całym roku, zakładające deficyt 29,9 mld PLN, choć ostatnie lata pokazują, że o wyniku budżetu w całym roku decyduje grudzień. Warto odnotować jednak, że w samym sierpniu budżet odnotował deficyt sięgający 7,2 mld PLN. Budżet państwa jest niewątpliwie beneficjentem wysokiej inflacji, która sprzyja lepszej realizacji dochodów podatkowych. Z drugiej jednak strony programy wsparcia służące łagodzeniu społecznych skutków wysokiej inflacji stanowią dodatkowe obciążenie strony wydatkowej, ale też zmniejszają wpływy z części podatków pośrednich. Zwracamy uwagę na utrwalającą się coraz mniejszą przejrzystość sektora finansów publicznych. Coraz większa część wydatków państwa realizowana jest poza budżetem. O ile deficyt budżetu państwa wyniesie w 2021 r. ok. 0,8% PKB to deficyt całego sektora finansów publicznych przekroczy 4% PKB.
- W roku 2023 polityka fiskalna pozostanie ekspansywna. Według założeń do budżetu deficyt w przyszłym roku wyniesie 68 mld PLN, natomiast deficyt całego sektora general government sięgnie 150 mld PLN. W naszej ocenie są to założenia zbyt optymistyczne, a skala deficytu sektora gg będzie wyższa niż zakłada projekt. Rząd w projekcie do przyszłorocznego budżetu przyjął w zbyt optymistyczne w naszej ocenie założenia co do realizacji wpływów podatkowych, w szczególności z podatku VAT. Dodatkowo rząd nie uwzględnił w projekcie pakietów wsparcia konsumentów, które łagodzić będą skutki wysokiej inflacji (tarcza antyinflacyjna, dodatek węglowy, itp.). Kolejnym zagrożeniem dla budżetu jest ryzyko silniejszego wyhamowania wzrostu gospodarczego. Założenia makroekonomiczne do budżetu państwa na rok 2023 są zbliżone do aktualnych konsensusów rynkowych, jednak nasilający się kryzys energetyczny w Europie zwiększa ryzyko słabszych wyników gospodarki.
- Ekspansja fiskalna w Polsce znajduje odzwierciedlenie w prognozach Komisji Europejskiej, w ocenie której deficyt dostosowany cyklicznie sięgnie w Polsce 4% PKB w 2022 oraz 2023 roku. Oznacza to, że w perspektywie roku 2023 deficyt strukturalny w Polsce wzrośnie względem 2021 roku najsilniej spośród krajów UE. Sytuację tę uzasadnia częściowo wybuch wojny w Ukrainie i konieczność poniesienia dodatkowych wydatków na obronność, niemniej perspektywa wyborów parlamentarnych w 2023 r. sprzyja wzrostowi wydatków o charakterze społecznym. Ekspansywna polityka fiskalna stanowi jedno z głównych ryzyk dla scenariusza inflacji i stóp procentowych w przyszłym roku.

Rynki finansowe PLN - Perspektywy złotego pozostają mało optymistyczne i w największym stopniu uzależnione są od sytuacji globalnej

Sytuacja złotego oraz perspektywy krajowej waluty

Złoty pozostaje pod dominującym wpływem sentymentu zewnętrznego. Ten natomiast z uwagi na materializujący się scenariusz coraz słabszej globalnej koniunktury oraz spektakularne wzrosty cen energii w Europie pozostaje niekorzystny dla aktywów wrażliwych na awersję do ryzyka. Kurs EUR/PLN pozostaje na historycznie wysokich poziomach (okolice 4,80), choć z mniejszym prawdopodobieństwem trwałego przebicia bariery 5,00 PLN za EUR z uwagi na zdyskontowanie wielu potencjalnych zagrożeń. W 4Q 2022 nie widzimy przestrzeni do znaczącej umocnienia złotego, gdyż spodziewamy się utrzymania czynników podtrzymujących zainteresowanie tzw. bezpiecznymi przystaniami (negatywne dla złotego). Tym bardziej, iż wysoką zmienność generować będzie możliwa eskalacja kryzysu energetycznego. Co więcej, w krótkim terminie czynniki lokalne nie będą argumentami pozytywnie wyróżniającymi złotego na tle regionu. Opóźniający się napływ środków z KPO, czy pogłębianie się poziomu ujemnych stóp procentowych (RPP skłonna jest wkrótce zakończyć cykl zacieśniania a inflacja CPI na początku 2023 może przybrać na sile) będą budować mało atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych wizerunek rodzimej waluty. O tym jak ważna jest natomiast przejrzysta retoryka banku centralnego, czy brak istotnych sporów kraju członkowskiego z UE świadczy przykłady czeskiej korony (zdecydowanie najlepiej radzącej sobie wśród walut CEE) i regionalnego outsider'a, czyli węgierskiego forinta.

Nieco korzystniej wyglądają perspektywy złotego w roku 2023. Niewielkie umocnienie polskiej waluty, którego się spodziewamy będzie jednak zasługą sentymentu globalnego wspierającego wszystkie waluty *emerging markets*, a nie aspektów lokalnych. Pozytywnie co prawda oceniamy sytuację, iż polska gospodarka w przeciwieństwie do Eurolandu uniknie recesji natomiast kwestia utrzymujących się nierównowag makroekonomicznych (inflacja, wysoki deficyt general government, deficyt na rachunku obrotów bieżących), napięcie fiskalnych w roku wyborczym i konfliktu w Ukrainie budzić może niepokój (dalszy wzrost stawek CDS).

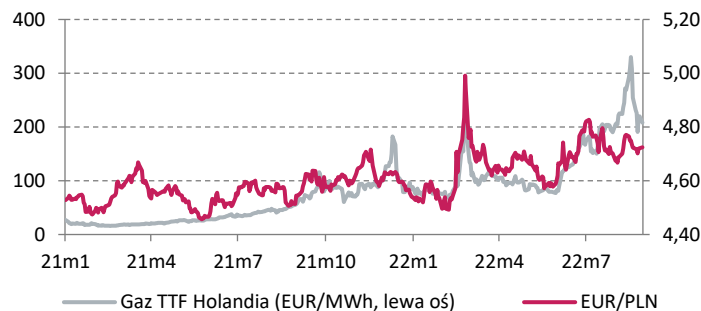
Krótkookresowe perspektywy złotego uległy dalszemu pogorszeniu, co wyrażamy poprzez podwyższenie prognozowanego kursu EUR/PLN na koniec roku do 4,75 (wobec 4,60 poprzednio). Prognoza punktowa w obecnych uwarunkowaniach obarczona jest jednak dużym ryzykiem, a w obliczu piętrzących się zagrożeń scenariusz kontynuacji osłabienia złotego wciąż oceniamy jako dość wysoki. Przyszły rok natomiast to okres oczekiwanego łagodnego wzrostu kursu EUR/USD ujemnie skorelowanego ze zmianami pary EUR/PLN, co będzie źródłem stopniowego umocnienia złotego.

Bilans szans i zagrożeń dla kursu EUR/PLN

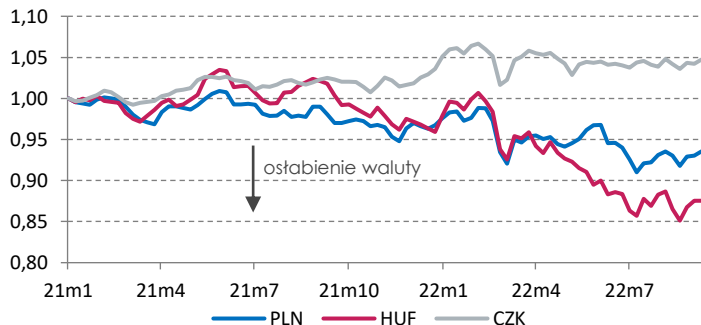
Bilans ryzyk	Czynniki działające na umocnienie złotego	EUR/PLN ↓	Czynniki działające na osłabienie złotego	EUR/PLN ↑
krótki termin (do 3M)	- Zwyżka eurodolara motywowana m.in. zmniejszeniem dysparytetu stóp procentowych pomiędzy strefą euro a Stanami Zjednoczonymi - Czasowe minięcie szczytu krajowej inflacji CPI i przejściowy wzrost realnych stóp procentowych - Lepsza od prognoz sytuacja gospodarcza w Polsce - Porozumienie polityczne dotyczące uruchomienia funduszy z Krajowego Planu Odbudowy - Interwencje walutowe NBP oraz sprzedaż walut przez MF bezpośrednio na rynku walutowym		- Bardziej agresywna postawa największych banków centralnych w kwestii zacieśniania polityki pieniężnej (pogorszenie warunków carry trade pomiędzy Polską a strefą euro i USA) - Rosnące obawy związane z wystąpieniem recesji w globalnej gospodarce - Zaprzestanie dostaw surowców energetycznych z Rosji - Eskalacja kryzysu militarnego na Ukrainie i dalsza ucieczka kapitału do tzw. bezpiecznych przystani - Narastające nierównowagi krajowej gospodarki (zewnętrzna, fiskalna), w tym wysoce ujemne stopy procentowe - Zakończenie cyklu zacieśniania polityki monetarnej motywowana obawami co do słabnącego wzrostu gospodarczego	
długi termin (powyżej 3M)	- Wzrost apetytu na ryzyko wynikający z intensyfikacji działań dyplomatycznych pomiędzy Rosją a Ukrainą - Relatywnie solidne – mimo ryzyk - na tle państw EMU perspektywy wzrostu gospodarczego a przede wszystkim uniknięcie recesji przez Polskę - Materializacja scenariusza soft-landing w amerykańskiej gospodarce - Zmniejszenie oczekiwań na zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed - Zmniejszenie napięć politycznych na linii Polska-UE		- Kryzys energetyczny i głęboka recesja w Europie - Dalsza blokada funduszy z KPO eskalująca spór Polska - UE - Spadek realnych stóp procentowych w Polsce (począwszy od Q1 2023) - Ryzyko zmiany perspektywy ratingu w obliczu postępującej stymulacji fiskalnej (w roku wyborczym) niekorzystnie oddziałującej na finanse publiczne - Pogłębienie deficytu CA i pogorszenie równowagi makroekonomicznej (m.in. inflacja, deficyt budżetowy) w Polsce - Silniejsze niż w przypadku innych banków regionu CEE obniżki stóp procentowych w 2023 roku - Długotrwała aktywna interwencja militarna na terytorium Ukrainy oraz wzrost napięcia geopolitycznego na świecie - Dalszy wzrost stawek CDS	

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

Kurs EUR/PLN i notowania cen gazu ziemnego



Zmiana kursu NEER krajów CEE-3 (01.01.2021=1)

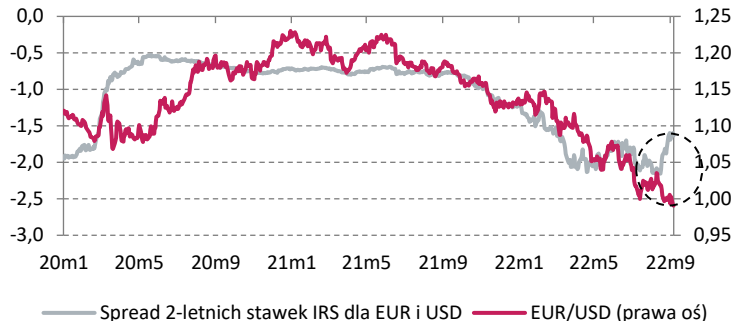


Mapa nierównowag polskiej gospodarki (kolor zielony spadek nierównowag pozytywny dla PLN, kolor czerwony ich wzrost)

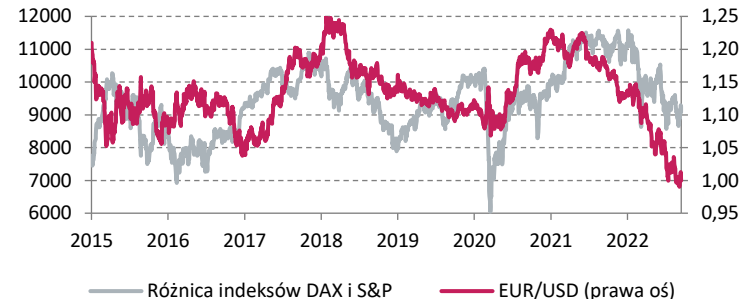
	Ostatnie dane	3M	1Y	3Y
REER (%)	2022-08	-0,41	1,20	1,68
Stopa referencyjna (pkt. proc.)	2022-08	1,25	6,4	5
CPI (pkt. proc.)	2022-08	2,3	11,0	13,5
Realne stopy procentowe (pkt. proc.)	2022-08	-1,1	-4,6	-8,5
Stopa bezrobocia (pkt. proc.)	2022-08	-0,3	-1	-0,4
C/A (% PKB)	2022-06	-0,1	-4,8	-2,1
Rachunek finansowy (% PKB)	2022-06	-0,9	-5,8	-3,7
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2022-06	-0,2	-0,9	-1,1
Stan rezerw NBP (% PKB)	2022-06	0,2	-0,1	4,6
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (PLN, % PKB)	2022-03	0,7	3,9	7,4
Bilans handlowy (PLN, % PKB)	2022-05	-1,2	-2,2	-1,6
Bilans handlowy (PLN, % PKB)	2022-03	-1,5	-4,3	2,5
CDS (pkt.)	2022-08	31,8	83,9	71,0
Deficyt general government (% PKB)	Q1 2022	0,3	4,9	-1,6
Terms of trade	2022-06	1,6	-3,4	-4,0
Podaż M3 (% PKB)	2022-06	-2,97	-5,39	3,98

Rynki finansowe EUR/USD - Zbliża się moment odwrócenia trendu na rynku eurodolara

Kurs EUR/USD i różnica 2-letnich IRS w EUR i USD (%)



Kurs EUR/USD i różnica pomiędzy indeksem DAX a S&P (pkt)

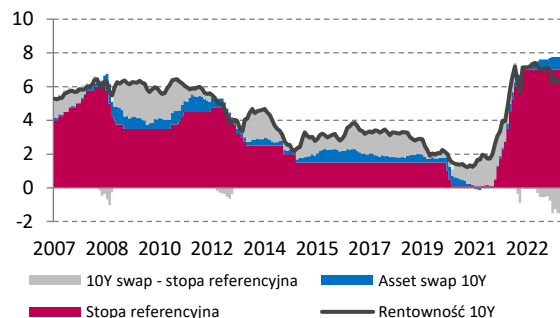


- Ostatnie miesiące przyniosły kontynuację spadku eurodolara. Jego skala okazała się nieco większa niż nasze przewidywania z czerwca z uwagi na ograniczenia dostaw rosyjskiego gazu do Europy potęgujące awersję do ryzyka oraz bardziej agresywne od oczekiwań podwyżki stóp procentowych w USA. W efekcie, kurs EUR/USD po raz pierwszy od 20 lat obniżył się poniżej parytetu. Obecnie w scenariuszu bazowym zakładamy, iż eurodolar zdyskontował już wiele potencjalnych czynników mogących skutecznie obniżyć kurs EUR/USD. Należą do nich przede wszystkim wzrost awersji do ryzyka (kryzys energetyczny i ucieczka kapitału do tzw. bezpiecznych przystani), szybkie rozszerzanie się spreadu pomiędzy stopą procentową w Fed i EBC (dotychczas na korzyść dolara), czy dysproporcje w perspektywach gospodarczych pomiędzy USA a strefą euro (również na korzyść dolara). Nie oznacza to jednak automatyzmu w przejściu kursu EUR/USD do wzrostów. Zakładamy, iż przez większość czwartego kwartału presja na umocnienie dolara związana z utrzymywaniem się ryzyka geopolitycznego (wojna, kryzys energetyczny) i gospodarczego (globalna recesja) będzie znacząca, choć prawdopodobnie nie tak silna, by skutkować długotrwałym spadkiem notowań poniżej poziomu 0,9370.
- O ile niezwykle trudno jest wskazać moment odwrócenia trendu na rynkach finansowych, to naszym zdaniem na rynku eurodolara powoli się do niego zbliżamy. Uważamy, iż wzrost determinacji EBC do walki z inflacją (największa w historii strefy euro podwyżka stóp procentowych we wrześniu), pakiety fiskalne w czołowych krajach EMU, czy perspektywa przyszłorocznych obniżek stóp procentowych w USA zmieniających warunki carry trade - z czasem stanowiąc będą o sile euro. Podobnie jak - wzorem lat ubiegłych - moment pierwszych sygnałów stabilizacji koniunktury (choć na niskim poziomie) inicjujący rynkowy optymizm (strategia risk-on). W rezultacie o ile w Q4 kurs EUR/USD nadal poruszać się będzie poniżej parytetu, to wraz z początkiem nowego roku obserwować powinniśmy stopniowy wzrost notowań do poziomu 1,05 na koniec 2023 roku.
- Z uwagi na wysoce zmienne środowisko i niepewność nie można jednak wykluczyć alternatywnego scenariusza. W sytuacji szybszego i bardziej trwałego wpadnięcia gospodarki EMU w recesję hamującego proces podwyżek stóp procentowych EBC mimo nasilenia kryzysu energetycznego w Europie (scenariusz stagflacji) i jednocześnie względnie stabilnej koniunktury w USA możliwy jest dalszy spadek kursu EUR/USD poniżej wspomnianej wcześniej istotnej technicznie bariery 0,9370 (a więc poziomu z 2001 roku tj. okresu wysokiej awersji do ryzyka po pęknięciu tzw. bańki internetowej na światowych giełdach).

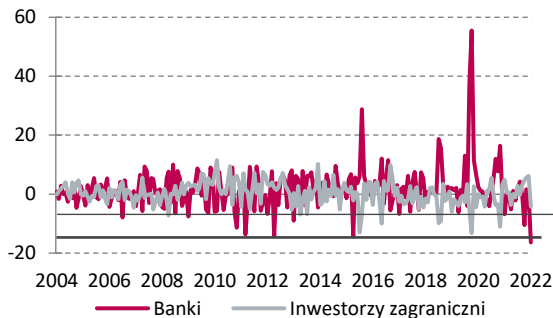
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

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

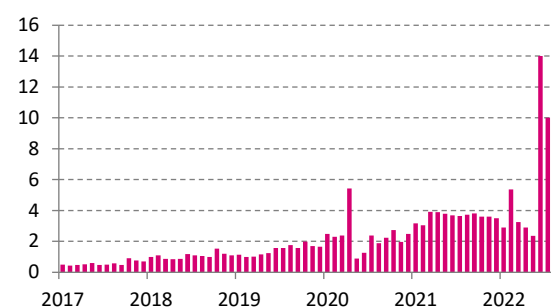
Rentowność obligacji 10-latniej i jej komponenty (%)



Miesięczna zmiana portfela SPW w posiadaniu banków i inwestorów zagranicznych (mld PLN)



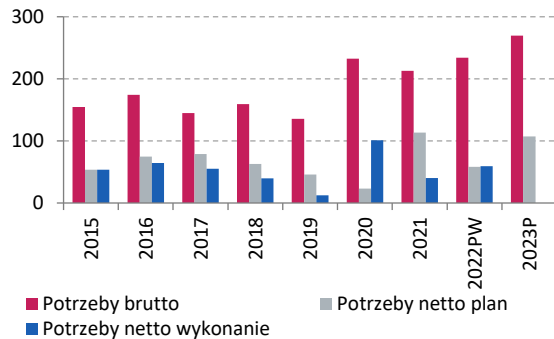
Miesięczna sprzedaż obligacji detalicznych (mld PLN)



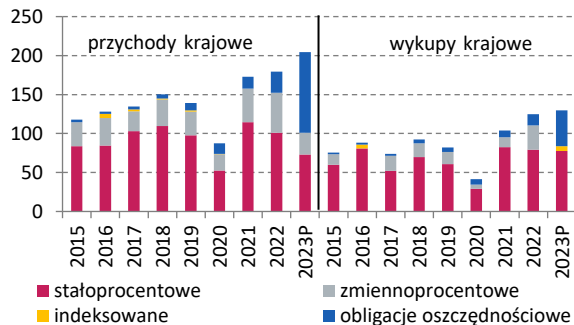
- Przełom drugiego i trzeciego kwartału br. był okresem spektakularnych zmian wyceny polskiego długu. Wówczas na przestrzeni około sześciu tygodni rentowność 10-latk obniżyła się z 20-letniego maksimum na poziomie 8,20% do 5,40%. Tak silne zmiany wyceny długiego końca polskiej krzywej częściowo tłumaczyć można sytuacją rynków bazowych (w przypadku Bunda rentowność obniżyła się o około 100 pkt. baz. z poziomu 1,70%), czy gwałtownym ostudzeniem oczekiwań co do docelowego poziomu stopy referencyjnej w Polsce (z 8,25% do ok. 7,00%). W naszej ocenie jednak wysoką zmienność poza czynnikami ekonomicznymi potęgował - opisywany w poprzednich raportach - problem niskiej płynności rynku skarbowych papierów wartościowych. Niechęć banków komercyjnych - a więc posiadacza największego portfela SPW - do nabywania długu Skarbu Państwa dobrze oddają lipcowe zmiany portfela. Redukcja stanu posiadania obligacji rządowych była największa w historii dostępnych danych sięgających 2004 roku. Co prawda spadek o 16,4 mld PLN wynikał w zdecydowanym stopniu z zapadalności serii PS0722 (ponad 14 mld PLN), to jednak zwyczajowo banki decydowały o rolowaniu długu. Obecnie jednak zainteresowanie ofertą Ministerstwa Finansów przez krajowe banki komercyjne jest zmniejszone z uwagi na erozję kapitałów po uruchomieniu tzw. „wakacji kredytowych”. Co więcej argumentem zakupowym przestaje być chęć optymalizacji podatkowej. W obecnych uwarunkowaniach „waga” podatku bankowego (ok. 50 pkt. baz.) nie jest tak istotna jak jeszcze kilka lat temu, gdy dochodowość 10-latk oscylowała wokół 3%.
- W ostatnich miesiącach pierwszoplanową rolę w nabywaniu długu Skarbu Państwa odgrywali inwestorzy zagraniczni. Nie uważamy jednak, by ta grupa inwestorów była wystarczająca do zapewnienia stabilnej realizacji przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Tym bardziej, iż znacząco przewyższają one historyczną średnią. Jest to ponadto kategoria inwestorów wysoce zmiennych i zależnych od globalnego sentymentu. Ten natomiast w obecnych uwarunkowaniach geopolitycznych jest szczególnie trudny do przewidzenia. Za niewystarczające do sprawnego zastąpienia bankowego popytu na SPW uznajemy ponadto zainteresowanie obligacjami detalicznymi, których sprzedaż po znakomitych wynikach czerwca i lipca w sierpniu uległa wyraźnemu obniżeniu. Uważamy zatem, iż problem braku „odbiorcy” polskiego długu będzie decydował o utrzymaniu wysokiej zmienności obligacji także w kolejnych kwartałach.

Rynki finansowe obligacje krajowe - Ryzyko wysokiej podaży długu i ograniczonego zainteresowania kupujących unosi się nad wyceną 10-latk

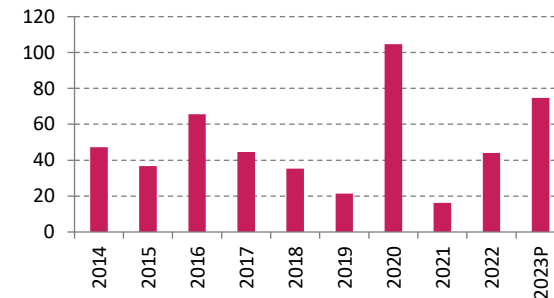
Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa (mld PLN)



Przychody i rozchody krajowe (mld PLN)



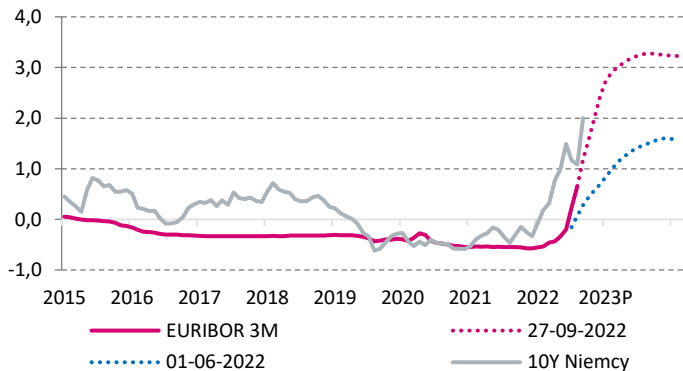
Finansowanie krajowe potrzeb pożyczkowych poprzez SPW (mld PLN)



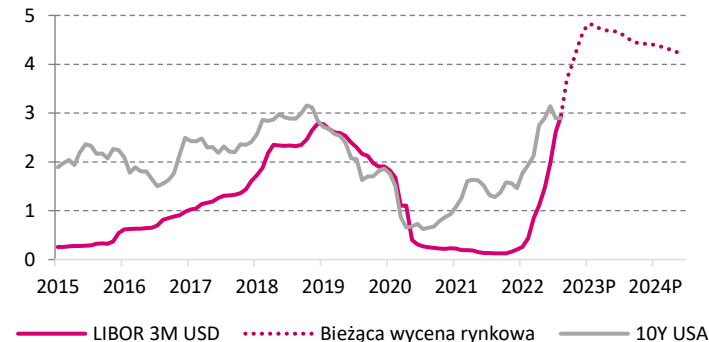
- Przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe są historycznie wysokie i w ujęciu potrzeb brutto wynoszą rekordowe 270 mld PLN, podczas gdy potrzeby netto kształtują się na ok. 107,5 mld PLN finansowanych w 70% poprzez krajowe emisje obligacji. Zestawiając zatem wysoką podaż skarbowych papierów wartościowych z malejącym zainteresowaniem wśród inwestorów rysujemy niekorzystne perspektywy krajowego długu. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej na 2023 rok rząd planuje agresywnie i na niespotykaną dotąd skalę zwiększyć przychody ze sprzedaży obligacji detalicznych (około 100 mld PLN), co – jak wspomnieliśmy wcześniej – uważamy za trudne do zrealizowania. Rozwiązaniem może być emisja długu na zagranicznych rynkach (przedstawiciele Ministerstwa Finansów we wrześniu odbyli roadshow w USA), jednak naszym zdaniem premia za ryzyko przy inwestowaniu w polskie obligacje nie jest atrakcyjna. Przykładowo spread pomiędzy polską a amerykańską 10-latką w połowie września wynosił ok. 240 pkt. baz. i mimo 10-letniego maksimum dość daleko mu było (ok. 100 pkt. baz.) do kryzysowych lat 2009 czy 2012. Resort finansów ma ponadto ograniczone możliwości poprawy premii z uwagi na silnie rosnące koszty obsługi zadłużenia widoczne już w przyszłorocznym budżecie (2,5-krotny wzrost wobec 2022 roku do 66 mld PLN). Co więcej, obecnie stawki fx swap są na historycznie wysokich poziomach (od lipca wzrosły kilkukrotnie) utrudniając ekonomiczne uzasadnienie dla emisji w obcej walucie (przejście MinFin z waluty obcej na złotego byłoby kosztowne). Jest to także przeszkoda w przypadku zainteresowania polskim długiem denominowanym w złotym przez inwestorów zagranicznych (analogicznie dla inwestora zagranicznego przejście na złotego jest rekordowo drogie).
- Podsumowując uważamy, iż przed krajowym długiem skarbowym niezwykle dynamiczny i trudny czas, w którym zderzą się zawirowania rynków globalnych, spodziewane przez nas zwiększenie premii za ryzyko w przypadku inwestowania w polskie SPW (przez inwestorów zagranicznych), czy oddalająca się perspektywa obniżek stóp procentowych w 2023 roku przez Radę Polityki Pieniężnej. W kierunku wzrostu dochodowości oddziaływać będzie między innymi rozszerzenie się stawki asset swap, stanowiącej obok stopy referencyjnej i oczekiwań co do polityki pieniężnej (stawka IRS) komponent „budujący” rentowność obligacji. Wzrost asset swapów będzie zaś odzwierciedleniem rosnących napięć fiskalnych roku wyborczego oraz premii za ryzyko towarzyszącej pogarszającej się sytuacji ekonomicznej. W rezultacie zmianie ulec powinno nachylenie krzywej SPW. Wyzwaniem pozostanie ponadto wysoka zmienność.

Rynki finansowe obligacje bazowe – Coraz bardziej agresywne tempo zacieśniania polityki pieniężnej w USA i strefie euro decydujące dla utrzymania trendu wzrostu dochodowości obligacji

EURIBOR 3M oraz rentowność 10-letnich obligacji niemieckich (%)



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



- Trzeci kwartał przyniósł spektakularne jak na tak rozwinięte rynki zmiany w wycenie obligacji amerykańskich i niemieckich. W krótkim tempie – licząc od początku sierpnia – rentowności wspomnianych papierów poszybowały o 135 pkt. baz. w przypadku Bundu i 120 pkt. baz. dla Treasuries. O ile kierunek zmian nie stanowił dla nas zaskoczenia i był zgodny z przewidywaniami to skala ruchu okazała się zdecydowanie silniejsza. W rezultacie dochodowość 10-latk Niemiec przebiła psychologiczną barierę 2,0% i ustanowiła najwyższy od niemal dekady poziom. Z kolei amerykański dług o 10-letnim terminie zapadalności poziomem 4,0% sięgnął szczytów z 2010 roku.
- Mimo, iż jak wspomnieliśmy skala ruchu wzrostowego rentowności rynków bazowych okazała się silniejsza od naszych oczekiwań, to spodziewamy się kontynuacji dotychczasowych trendów. W ślad za narracją Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej porzuciliśmy nasze oczekiwania, iż nasilające się ryzyko recesji w światowej gospodarce oznaczać będzie szybkie i zakończone na niższym poziomie niż obecne przewidywania wygaśnięcie cyklu zacieśniania monetarnego. Co więcej, z uwagi zaś na nasilenie kryzysu energetycznego w Europie zaskoczenia inflacyjne przybrały na sile. Dodatkowo od czasu poprzedniego raportu poznaliśmy szczegóły nowego narzędzia EBC mającego ograniczać presję na wzrost dochodowości obligacji niektórych państw członkowskich. Zgodnie z przypuszczeniami dedykowane jest ono długowi państw południa Europy i co do zasady nie powinno ograniczać wzrostu rentowności Bundu. Jednocześnie zupełnie nowym elementem nasilającym trend wzrostu dochodowości jest coraz szersze wsparcie fiskalne państw Unii Europejskiej mogące generować zwiększone emisje długu w kolejnych kwartałach. Przykładowo Francja zamierza w 2023 roku pożyczyć rekordowe 270 mld EUR. W przypadku Bundu uważamy, iż wzrost rentowności powyżej poziomu 2,70% – przy braku nowych czynników – może być momentem stopniowego wyhamowywania wzrostów. Zwyżka dochodowości powinna ponadto towarzyszyć amerykańskim obligacjom, choć tu – z uwagi na bardziej zaawansowany etap cyklu zacieśniania monetarnego – przestrzeń do zwyżki jest nieco mniejsza i istotnie wygaszać powinna powyżej poziomu 4,25%.

Dane i prognozy

		2020	2021	2022	2023	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	% t/t	-2,2	5,9	4,1	1,0	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5	5,5	2,6	0,6	-1,7	1,1	1,4	2,3
Popyt krajowy	% t/t	-2,9	7,6	5,1	0,5	-0,5	11,8	8,2	10,9	13,2	7,2	2,5	-0,3	-3,9	0,7	1,7	2,9
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% t/t	-2,8	6,0	4,2	2,0	-0,2	13,0	4,7	8,0	6,6	6,4	1,7	2,4	2,1	1,1	1,9	3,1
Inwestycje w środki trwałe	% t/t	-4,9	3,8	4,5	-0,1	-1,3	3,0	6,6	5,2	4,3	7,1	5,0	3,0	-2,0	-1,0	0,2	1,7
Wkład eksportu netto	pkt proc.	0,6	-1,2	-1,0	0,5	-0,1	0,4	-2,1	-2,5	-3,8	-1,2	0,1	0,9	2,1	0,4	-0,3	-0,6
Inflacja CPI *	% t/t	3,4	5,1	13,8	11,0	2,7	4,5	5,4	7,7	9,7	13,9	16,0	15,7	15,3	11,1	9,1	8,5
Inflacja bazowa *	% t/t	3,9	4,1	8,7	6,0	3,8	3,8	3,9	4,9	6,6	8,5	9,7	9,8	8,3	6,1	5,0	4,4
Ropa naftowa Brent *	USD	43,3	70,7	96,9	77,8	61,1	68,9	73,1	79,6	97,6	111,5	97,4	81,0	80,2	78,6	76,8	75,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	6,3	5,4	5,1	5,7	6,4	6,0	5,6	5,4	5,4	4,9	4,8	5,1	5,2	5,3	5,4	5,7
Place w gospodarce narodowej	% t/t	5	9,6	11,1	8,7	6,6	9,6	9,4	9,8	9,7	11,8	11,6	11,2	10,8	9,0	8,0	7,0
Saldo C/A	% PKB	2,9	-0,7	-4,1	-2,6	2,8	1,9	0,9	-0,7	-2,8	-3,9	-4,1	-4,1	-3,7	-3,1	-2,9	-2,6
Saldo sektora general government	% PKB	-6,9	-1,9	-4,7	-4,9	-	-	-	-1,9	-	-	-	-4,7	-	-	-	-4,9
Stopa referencyjna	%, k.o.	0,10	1,75	7,00	7,00	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	6,00	6,75	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Stopa depozytowa	%, k.o.	0,00	1,25	6,50	6,50	0,00	0,00	0,00	1,25	3,00	5,50	6,25	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
WIBOR 1M	%, k.o.	0,20	2,23	7,13	7,13	0,18	0,18	0,18	2,23	4,12	6,59	7,07	7,13	7,13	7,13	7,13	7,13
WIBOR 3M	%, k.o.	0,21	2,54	7,23	7,22	0,21	0,21	0,23	2,54	4,77	7,05	7,17	7,23	7,23	7,23	7,23	7,22
WIBOR 6M	%, k.o.	0,25	2,84	7,35	7,30	0,25	0,25	0,31	2,84	5,05	7,35	7,32	7,35	7,35	7,35	7,33	7,30
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	0,02	3,39	7,25	5,75	0,06	0,43	0,77	3,39	5,57	7,60	7,10	7,25	7,20	7,05	6,25	5,75
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	1,30	3,64	7,20	6,20	1,57	1,65	2,08	3,64	5,23	6,92	7,00	7,20	7,20	7,10	6,60	6,20
EUR/PLN	k.o.	4,58	4,58	4,75	4,60	4,64	4,52	4,60	4,58	4,64	4,70	4,78	4,75	4,75	4,70	4,65	4,60
USD/PLN	k.o.	4,03	4,03	4,87	4,40	3,95	3,81	3,97	4,03	4,17	4,49	5,00	4,87	4,80	4,70	4,56	4,40
EUR/USD	k.o.	1,14	1,14	0,98	1,05	1,18	1,19	1,16	1,14	1,11	1,05	0,96	0,98	0,99	1,00	1,02	1,05
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,53	-0,57	2,55	3,15	-0,54	-0,54	-0,55	-0,57	-0,46	-0,20	1,18	2,55	3,10	3,15	3,15	3,15
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0,25	0,21	4,65	4,45	0,19	0,15	0,13	0,21	0,96	2,29	3,67	4,65	4,85	4,75	4,70	4,45

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 dołożył 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.