

Makro i Rynek

2023 - Balansowanie na granicy recesji

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Grudzień 2022



Spis treści

<u>Wstęp</u>	3
<u>Gospodarka globalna</u>	4-7
<u>PKB w Polsce</u>	8-9
<u>Konsumpcja</u>	10
<u>Inwestycje</u>	11
<u>Eko-indeks Millennium</u>	12
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	13
<u>Rynek pracy</u>	14-15
<u>Inflacja</u>	16-17
<u>Polityka pieniężna</u>	18
<u>Polityka fiskalna</u>	19
<u>Rynki finansowe PLN</u>	20-21
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	22
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	23-24
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	25
<u>Rynki surowcowe</u>	26
<u>Dane i prognozy</u>	27

Wstęp

Mija rok 2022, który zostanie zapamiętamy przede wszystkim ze względu na inwazję Rosji na Ukrainę. Atak na niepodległy kraj w Europie wywołał na Ukrainie kryzys humanitarny i ekonomiczny. Bezprecedensowa była reakcja Polaków, którzy masowo przyjmowali uchodźców z Ukrainy, chroniących się w Polsce przed wojną. Taka postawa odbiła się szerokim echem, budząc zachwyt w wielu częściach świata. Wybuch wojny w Ukrainie nie pozostał bez wpływu na polską, europejską, ale i globalną gospodarkę. Zaburzenia dostaw surowców, w tym także żywności, manipulacje Rosji w dostawach surowców energetycznych, przede wszystkim gazu, spowodowały silny wzrost ich cen, nasilając inflację, która rosła już przed wybuchem wojny. Rosnące koszty produkcji trafiły na podatny grunt, ponieważ dynamiczny wzrost w gospodarkach rozwiniętych i rekordowo niskie bezrobocie pozwalały przerzucać rosnące koszty produkcji na ceny detaliczne. W efekcie inflacja w strefie euro wzrosła do najwyższego poziomu w historii, w USA osiągnęła 40-letnie maksimum, zaś w Polsce jest najwyższa od ćwierćwiecza. Za rosnącą inflacją poszło silne zacieśnienie monetarne, choć reakcje banków centralnych nie były jednolite.

Coraz więcej sygnałów wskazuje na zbliżanie się inflacji do szczytów. W USA i strefie euro prawdopodobnie inflacja konsumencka szczyt już osiągnęła. Spadkowi inflacji sprzyjać będzie silne wyhamowanie wzrostu gospodarczego. Rok 2023 będzie dla polskiej gospodarki drugim najgorszym w historii po 1995 r. W bazowym scenariuszu zakładamy dodatnią dynamikę PKB w całym roku, niemniej w pierwszej jego połowie spadków PKB nie uda się uniknąć. Gospodarki krajów rozwiniętych mogą znaleźć się w recesji lub balansować na jej granicy. Dla ekonomisty recesja jest naturalnym etapem cyklu koniunkturalnego, który następuje po okresie bardzo dobrej koniunktury. Tak też jest obecnie. Silne hamowanie następuje po dwóch latach silnego wzrostu gospodarczego. Schłodzenie popytu jest niezbędne do opanowania inflacji. W naszym scenariuszu zakładamy, że spowolnienie nie będzie długotrwałe i w drugiej połowie roku gospodarka powróci na ścieżkę wzrostu. Wiele wskazuje też, iż obecny okres dekonunktury nie doprowadzi do masowego wzrostu bezrobocia. Jeśli nasz scenariusz makroekonomiczny na 2023 r. będzie się materializował, a należy mieć świadomość wysokiej niepewności, to w perspektywie 2024 r. jest szansa na wyraźne ograniczenie inflacji, a w ślad za tym złagodzenie polityki pieniężnej. Za nim to jednak nastąpi banki centralne muszą podkreślać determinację do walki z inflacją i ukierunkować działania na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych.

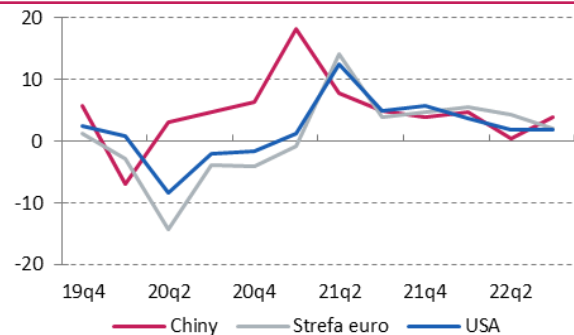
Wysoka inflacja, spadający wzrost gospodarczy, wyższe bezrobocie to pesymistyczna perspektywa. Sytuacja polskiej gospodarki aż tak ponura nie jest. W pierwszych dziesięciu miesiącach tego roku napływ kapitału zagranicznego w formie inwestycji bezpośrednich wyniósł 27,7 mld EUR. To nieco mniej niż w analogicznym okresie minionego roku, jednak znacznie więcej niż w latach poprzedzających pandemię. Polska nie traci na atrakcyjności jako miejsce dla ulokowania inwestycji, pomimo wojny toczącej się za wschodnią granicą. Dowodzi temu przykład Mercedesa, który ogłosił ulokowanie inwestycji o wartości 1 mld EUR. Polska ma więc szansę skorzystać na skracaniu łańcuchów dostaw oraz realokacji inwestycji z Rosji.

Kapitał zagraniczny może pobudzić inwestycje w środki trwałe, które w ostatnich latach w polskiej gospodarce były w defensywie. Stopa inwestycji, mierzona jako relacja nakładów na środki trwałe do PKB, spadła po 3Q 2022 r. do 16,6%, poziomu najniższego w historii dostępnych danych. Tymczasem potrzeby inwestycyjne są potężne, szczególnie w kontekście kryzysu energetycznego i zmian klimatycznych. Gospodarka bardziej musi być osadzona w środowisku naturalnym. Inwestycje powinny być ukierunkowane na aspekty środowiska naturalnego. Aby spopularyzować dyskusję o zielonej transformacji i eko-innowacjach zbudowaliśmy Ek-indeks Millennium tencjał eko-innowacyjności regionów. Inicjatywa, którą zrealizowaliśmy we współpracy z Urzędem Patentowym RP, SGH i AGH.

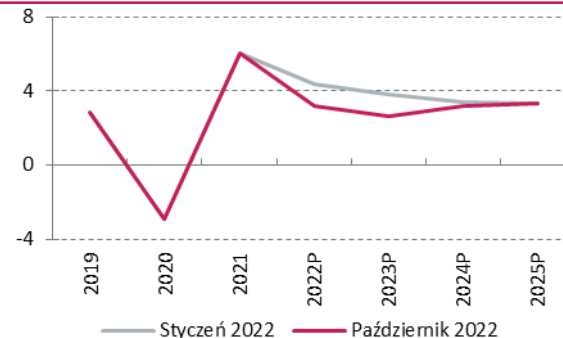
Wyzwaniem dla gospodarek w najbliższym roku jest opanowanie wysokiej inflacji. W długim terminie natomiast wyzwaniem jest silniejsze osadzenie gospodarki w środowisku naturalnym.

Gospodarka globalna - Aktywność gospodarcza za granicą nie będzie w 2023 r. sprzyjała krajowej gospodarce, choć powinna wesprzeć dezinflację.

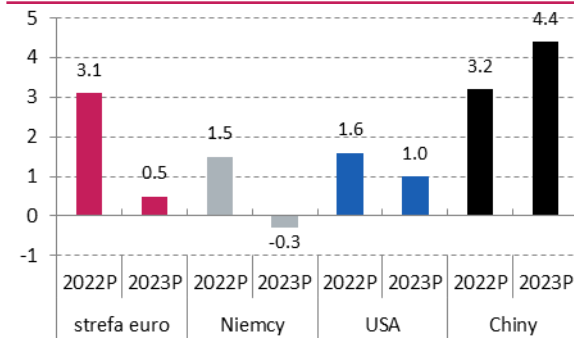
Wzrost PKB w Chinach, strefie euro i w USA (% r/r)



Rewizja prognoz światowego PKB według MFW (%)



Prognozy PKB według MFW dla strefy euro, Niemiec, USA i Chin (%)

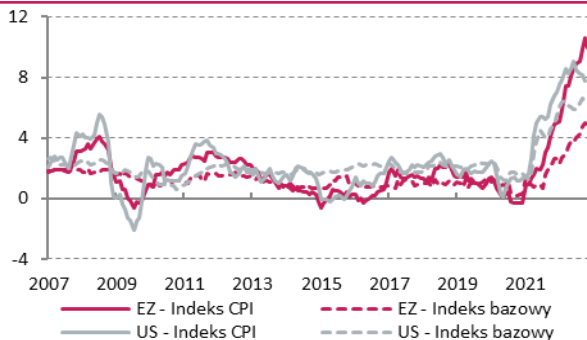


- W I poł. 2022 r. trwało ożywienie gospodarcze na świecie będące następstwem znoszenia obostrzeń przeciwepidemicznych, a silnemu popytowi sprzyjały zgromadzone wcześniej oszczędności oraz efekty luźnej polityki fiskalnej i monetarnej. II poł. roku natomiast przyniosła pogorszenie koniunktury, gdy coraz silniej oddziaływały negatywne konsekwencje rosyjskiej agresji na Ukrainę. Wysoka inflacja, będąca skutkiem wzrostu cen surowców w wyniku zmniejszenia podaży oraz niepewności dotyczącej ich dostaw w przyszłości, ograniczała wraz z wyższymi stopami procentowymi konsumpcję gospodarstw domowych. Jednocześnie w warunkach wysokiej inflacji cen dóbr kapitałowych, ciśnień polityki pieniężnej i wysokiej niepewności firmy ograniczały aktywność inwestycyjną, pomimo łagodzenia napięć w łańcuchach dostaw. W Chinach natomiast przez niemal cały 2022 r. kontynuowano radykalną politykę zero-Covid, a sytuacja rynku nieruchomości nadal pozostawała trudna. Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego PKB na świecie wzrósł w 2022 r. o 3,2%, a więc wyraźnie słabiej niż prognozowano przed wybuchem wojny (4,4%).
- Perspektywy dla gospodarki światowej na 2023 r. przedstawiają się pesymistycznie. Według prognozy MFW wzrost globalnego PKB spowolni do 2,7%, a więc ma być, pomijając 2020 r., najwolniejszy od 2009 r. Słabej koniunktury oczekuje się z powodu wysokiej inflacji mocno ograniczającej siłę nabywczą gospodarstw domowych oraz coraz silniejszego wpływu zacieśniania polityki pieniężnej, które jednak na początku 2023 r. w wielu krajach powinno w tym cyklu ulec zakończeniu. Pesymistyczne prognozy dotyczą zwłaszcza Europy. W szczególności gospodarka niemiecka, najważniejszy rynek eksportowy Polski, z powodu uzależnienia od rosyjskiego gazu, a także większego udziału przemysłu odczuwającego spadek globalnego popytu, ma znaleźć się w 2023 r. w recesji pomimo wsparcia fiskalnego (do tej pory ok. 90 mld EUR) i poprawiającej się sytuacji w globalnych łańcuchach dostaw. Przełom 2022 i 2023 r. może być najtrudniejszy dla Europy, a perspektyw nie poprawia znaczący spadek ryzyka niedostatecznej podaży surowców energetycznych w okresie grzewczym. Również w przypadku gospodarki amerykańskiej oczekuje się spowolnienia wzrostu w 2023 r., a kraj ten być może także znajdzie się w płytkiej recesji. Natomiast dla Chin MFW spodziewa się przyspieszenia wzrostu z 3,2% w 2022 r. do 4,4% w 2023 r., choć prognoza ta jest pesymistyczna na tle danych historycznych. W oczekiwaniu pewnej poprawy aktywności w Państwie Środka w 2023 r. wpisuje się łagodzenie od grudnia 2022 r. polityki przeciwepidemicznej, choć jego krótkookresowy wpływ na gospodarkę obciążony jest dużą niepewnością. Podsumowując, gospodarka globalna nie będzie wsparciem krajowej gospodarki w 2023 r., aczkolwiek słabnący wzrost na świecie powinien sprzyjać spodziewanej dla Polski na 2023 r. dezinflacji.

Źródło: Macrobond, Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Gospodarka globalna - Po inflacji w najwyższej od dekad koniec 2022 r. przynosi początek tendencji dezinflacyjnych na świecie, co powinno być kontynuowane w 2023 r., choć wzrost cen nadal będzie szybki.

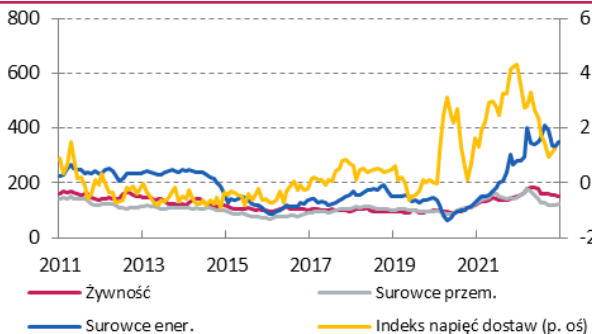
Inflacja w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych (% r/r)



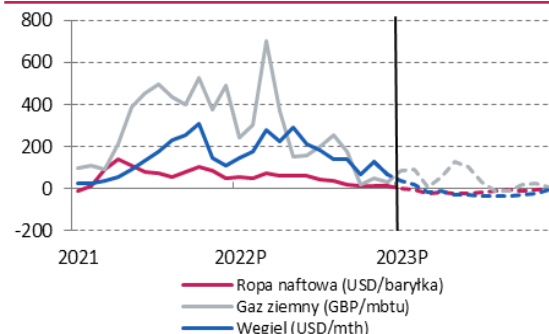
- Jeszcze przed wybuchem wojny na Ukrainie wiele gospodarek wchodziło w 2022 r. z wysoką inflacją, związaną z mocnym popytem, rosnącymi cenami surowców, napięciami w łańcuchach dostaw i wysokimi cenami transportu. Pod koniec lutego dołączył do tego jeszcze szok podażyowy wynikający z rosyjskiego ataku i sankcji gospodarczych, co skutkowało jeszcze szybszym wzrostem cen surowców na globalnych rynkach. Wzrost r/r cen gazu ziemnego przekraczał w szczycie 600% r/r, a indeks cen żywności zaraz po wybuchu wojny był o 40% wyższy niż rok wcześniej. Należy jednak podkreślić, że szok podażyowy trafił w wielu gospodarkach na grunt solidnego ożywienia gospodarczego i niskiego bezrobocia, co sprzyjało rozlewaniu się wzrostu cen surowców i energii na ceny konsumpcyjne. W konsekwencji w 2022 r. inflacja w wielu gospodarkach ustanawiała rekordy - w strefie euro w październiku 2022 r. indeks HICP wyniósł 10,6% r/r (najwyżej w historii), a w Stanach Zjednoczonych w czerwcu wskaźnik CPI osiągnął 9,1% r/r, najwyższy od 40 lat. W ostatnich miesiącach 2022 r. pojawiły się sygnały dezinflacyjne. W listopadzie w strefie euro wskaźnik HICP obniżył się do 10,0% r/r, a w Stanach Zjednoczonych indeks CPI kontynuował trend w dół.
- Rok 2023 powinien być okresem obniżania się inflacji na świecie, choć tempo spadku zapewne będzie różniło się pomiędzy gospodarkami. W kierunku wolniejszego wzrostu cen będzie oddziaływało stopniowe wygaszanie szoków podażyowych na rynkach surowców, co odzwierciedlają notowania kontraktów terminowych. Inflację obniżyć powinno także spodziewane hamowanie gospodarek i utrwalać się wpływu zacieśniania polityki pieniężnej. W takich warunkach należy spodziewać się też lepszej sytuacji w łańcuchach dostaw. Spadki rozpocznie zapewne także inflacja bazowa, choć z opóźnieniem, gdyż przekuwanie się szoku podażyowego z 2022 r. i cen energii elektrycznej na ceny towarów i usług jeszcze potrwa, zwłaszcza, że dopiero wygasać będą różne działania fiskalne mające łagodzić narastanie cen. Według MFW globalna średnioroczna inflacja CPI po wzroście do 8,8% r/r w 2022 r. obniży się tylko do 6,5% r/r w 2023 r., co oznacza dalsze znaczące przewyższanie celów inflacyjnych banków centralnych. Należy zaznaczyć, że pomimo pozytywnych informacji z końca 2022 r. o początkach spadku inflacji oczekiwania dla 2023 r. obciążone są dużą niepewnością dotyczącą nie tylko konsekwencji wojny na Ukrainie i podaży surowców na rynkach, ale także zaburzeń geopolitycznych w innych obszarach świata, działań karteli wydobywczych, czy ewentualnej eskalacji wojen handlowych.

Źródło: Macrobond

Indeks cen surowców (2020=100) i indeks napięć w łańcuchach dostaw (śr. wieloletnia=0)

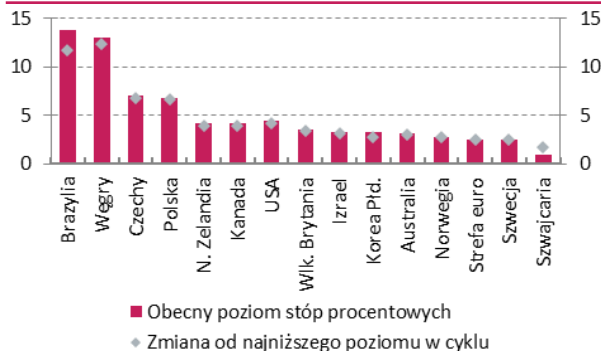


Prognozy dynamiki cen surowców energet. z kontraktów terminowych (% r/r)

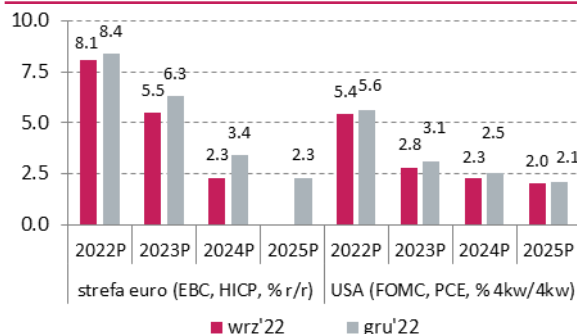


Gospodarka globalna - Po szybkim zacieśnianiu polityki pieniężnej na świecie w 2022 r., cykl podwyżek stóp procentowych w wielu gospodarkach powinien w pierwszych miesiącach 2023 r. ulec zakończeniu

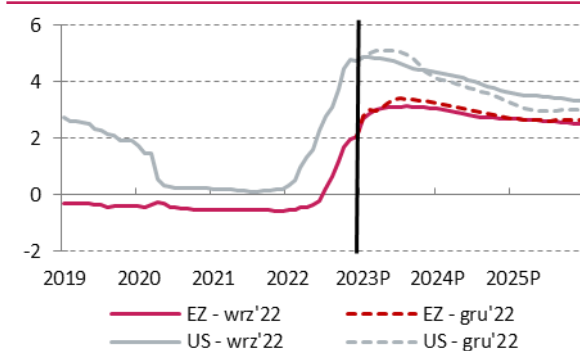
Skala zacieśniania polityki pieniężnej w wybranych gospodarkach (%)



Prognozy inflacji Europejskiego Banku Centralnego i Fed



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



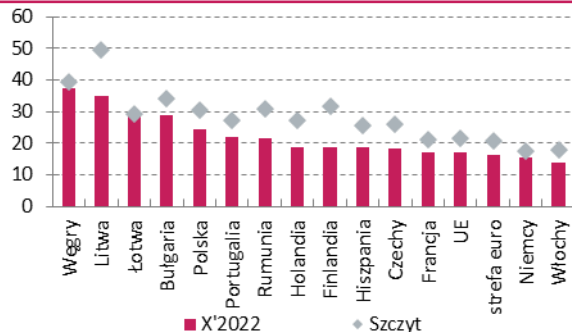
- Rok 2022 r. był czasem zacieśniania polityki pieniężnej na świecie. Niektóre kraje, w tym Europy Środkowo-Wschodniej, kontynuowały rozpoczęte jeszcze w 2021 r. podwyżki stóp procentowych. W 2022 r. dołączyły do tego grona gospodarki rozwinięte, porzucając retorykę o przejściowym charakterze inflacji. Po wybuchu wojny i wobec rekordów wskaźnika HICP Europejski Bank Centralny rozpoczął w lipcu 2022 r. cykl agresywnych podwyżek stóp procentowych. W grudniu 2022 r. decyzją o podwyżce o 0,50 pkt proc. tempo zacieśniania spowolniło, a stopa depozytowa wzrosła do 2,00%. Poinformowano także o rozpoczęciu redukcji od marca 2023 r. portfela programu APP (quantitative tightening). Pomimo spowolnienia podwyżek bank znacząco zaostrożył swoją retorykę wskazując, że „stopy procentowe będą musiały w równym tempie jeszcze znacznie wzrosnąć”. W 2022 r. amerykańska Rezerwa Federalna jeszcze szybciej niż EBC zacieśniła politykę pieniężną, w związku z inflacją najwyższą od dekad i ciasnym rynkiem pracy. Podobnie jak w przypadku strefy euro koniec 2022 r. przyniósł zmniejszenie skali podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Rezerwa Federalna kończy 2022 r. z poziomem głównej stopy procentowej 4,25-4,50%, najwyższym od 2007 r.
- Po szybkim zacieśnianiu polityki pieniężnej na świecie w 2022 r., cykl powinien ulec zakończeniu w pierwszych miesiącach 2023 r. Co więcej, rozpocząć się może w późniejszym okresie w niektórych gospodarkach łagodzenie warunków monetarnych. Obecnie według oczekiwań rynkowych stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych wzrosną w 2023 r. jeszcze o 0,50 pkt proc. do przedziału 4,75-5,00%, po czym na przełomie 3Q i 4Q 2023 ma rozpocząć się łagodzenie polityki pieniężnej. Na potrzeby naszego scenariusza makroekonomicznego przyjmujemy oczekiwania rynkowe, aczkolwiek widzimy ryzyka zarówno dla wyższej stopy docelowej, jak i braku obniżek stóp w 2023 r. Niepewność ta dotyczy przede wszystkim uporczywości inflacji bazowej w warunkach nadal bardzo ciasnego rynku pracy w USA. W przypadku strefy euro zakładamy natomiast nieco niższy szczyt stóp procentowych niż wycena rynkowa. Według niej stopa depozytowa w 2023 r. wzrośnie jeszcze o 1,25 pkt proc., do 3,25% (w naszym scenariuszu przyjmujemy 3,00%). Naszym zdaniem bowiem prognozy EBC dotyczące wzrostu PKB w latach 2023-2025 wydają się optymistyczne. Przy słabszej od oczekiwań władz monetarnych strefy euro koniunkturze pespektywy inflacji bazowej mogą się na tyle poprawić, że dla osiągnięcia celu inflacyjnego wystarczą dwie podwyżki po 50 pkt baz. w lutym i marcu 2023 r. Bilans czynników ryzyka dla naszych założeń co do polityki EBC jest jednak również skierowany w górę.

Gospodarka globalna - w wykresach

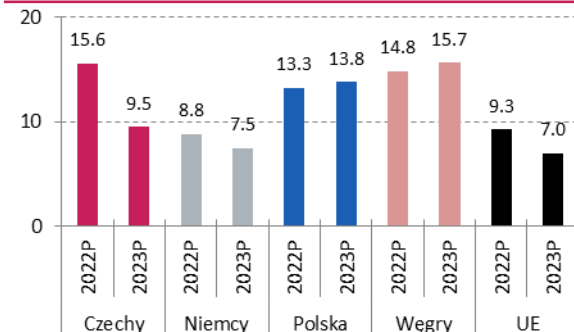
Indeks cen frachtu morskiego (USD)



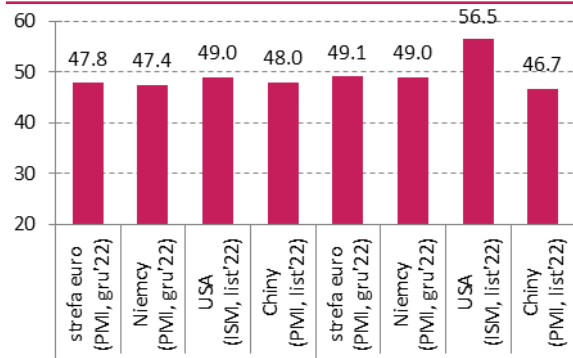
Inflacja cen producenta w przemśle w X'2022, a szczyty wskaźnika w 2022 r. (% r/r)



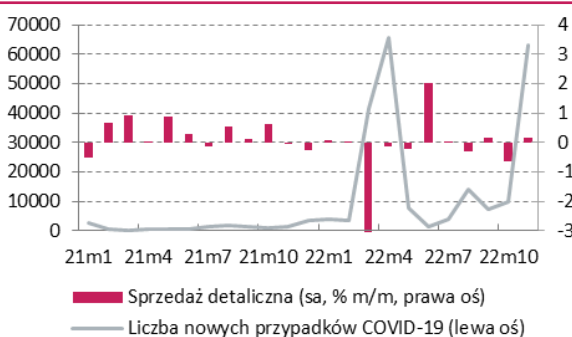
Prognozy inflacji HICP według Komisji Europejskiej dla wybranych gospodarek (%)



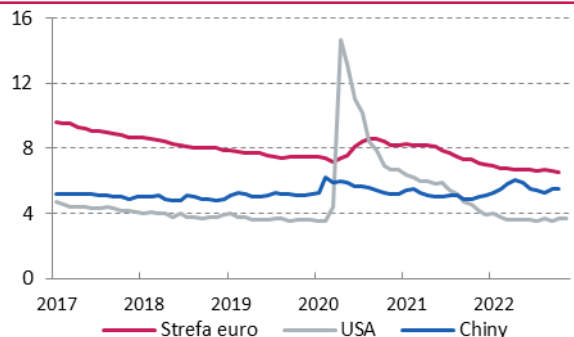
Ostatnie odczyty Indeksów PMI i ISM (pkt)



Liczba nowych przypadków COVID-19 i sprzedaż detaliczna w Chinach

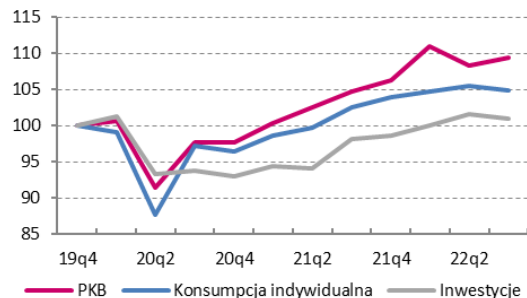


Stopa bezrobocia (%)

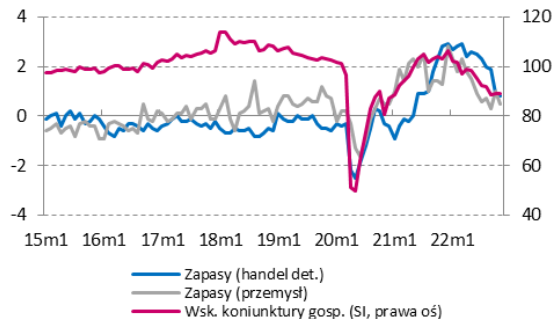


PKB w Polsce – Po mocnym początku 2022 r. polska gospodarka zaczęła wyhamowywać, ponieważ wysoka inflacja oraz stopy procentowe coraz silniej przekładają się na ograniczenie popytu

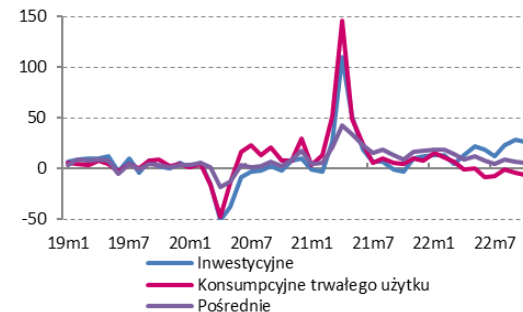
PKB w Polsce i jego główne składowe (4Q 2019=100, dane odsezonowane)



Ocena stanu zapasów a koniunktura gospodarcza (pkt.)



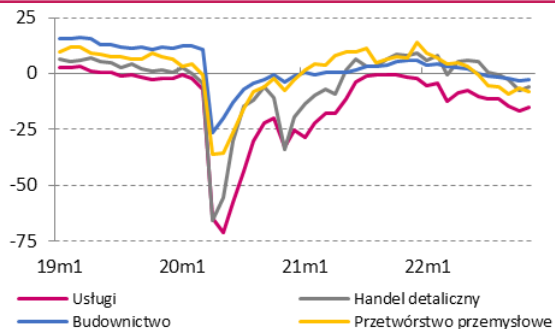
Produkcja przemysłowa według różnej kategorii dóbr (% r/r)



- Po bardzo dobrym początku 2022 roku (w 1Q 2022 PKB wzrósł 4,3% kw/kw oraz 8,6% r/r) aktywność w gospodarce zaczęła słabnąć, a dane wysokiej częstotliwości wskazują na kontynuację schładzania koniunktury w najbliższych miesiącach. Szczególnie dane o strukturze PKB w 3Q potwierdziły silne studzenie popytu. Pomiedzy lipcem a wrześniem tego roku konsumpcja prywatna skurczyła się o 0,7% kw/kw (dane odsezonowane), po raz pierwszy od 2020 r., kiedy gospodarka pozostawała pod wpływem lockdownów. Spadły także w porównaniu z poprzednim kwartałem inwestycje w środki trwałe. Coraz bardziej negatywny wpływ na gospodarkę ma wysoka inflacja, a także rosnące stopy procentowe. Na to nakłada się pogorszenie koniunktury w otoczeniu zewnętrznym, szczególnie w gospodarce niemieckiej, na wyniki której negatywny wpływ ma szok energetyczny, którego doświadcza Unia Europejska po wybuchu wojny w Ukrainie. Pomimo wyraźnego schłodzenia w drugiej połowie, w całym 2022 r. gospodarka wzrośnie o 4,7%, wyraźnie przekraczając średnią wieloletnią.
- W 2022 roku silnie dodatni wkład do PKB miały zapasy. W obliczu wysokiej inflacji oraz zaburzeń w łańcuchach dostaw firmy akumulowały aktywa obrotowe, aby zapewnić ciągłość produkcji oraz ograniczyć wpływ rosnących dynamicznie cen. W efekcie od połowy 2021 r. inwestycje w majątek obrotowy mają wysoką kontrybucję do PKB. W 1Q 2022 r. wyniosła ona aż 6,7 pkt. proc., zaś w 3Q 2,2 pkt. proc. Wkład zapasów do PKB ma charakter cykliczny, co oznacza, iż wraz z wyhamowaniem aktywności gospodarczej zapasy będą redukowane, a ich wkład do PKB będzie ujemny. W 2023 roku wykorzystanie zgromadzonych zapasów będzie wyraźnie ograniczało dynamikę PKB. Częściowo będzie ona neutralizowana przez zmniejszenie się importu zaopatrzeniowego, a w konsekwencji korzystniejszy wkład eksportu netto do PKB.
- Spadek popytu widać przede wszystkim w konsumpcji i produkcji trwałych dóbr konsumpcyjnych. Zmniejsza się także zapotrzebowanie na dobra pośrednie, jako efekt mniejszego zapotrzebowania nadbudowy zapasów. Ostatnie miesiące przyniosły natomiast poprawę w zakresie produkcji dóbr inwestycyjnych, co może wiązać się z udrożnieniem łańcuchów dostaw. Jest to szansa na poprawę wyników branż, których aktywność w ostatnich kwartałach była ograniczana przez zatory w łańcuchach dostaw. Relatywnie odporny na spowolnienie jest popyt na żywność, odzież oraz farmaceutyki, który wspierany jest przez napływ uchodźców z Ukrainy.

PKB w Polsce – Rok 2023 będzie okresem silnego schłodzenia koniunktury w polskiej gospodarce

Wskaźnik syntetyczny koniunktury GUS
(odchylenie od średniej długoterminowej, pkt.)

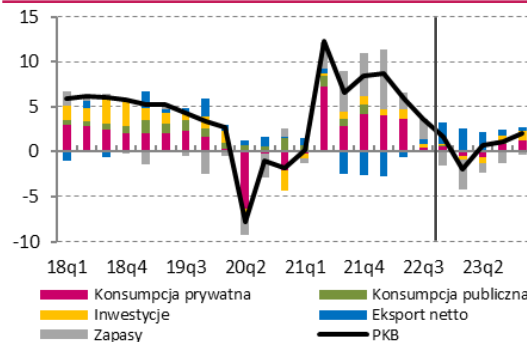


- Perspektywy dla aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce na rok 2023 pozostają pesymistyczne. Wyższa niż nasze wcześniejsze założenia inflacja, szczególnie nośników energii, a także silniejsze schłodzenie koniunktury w gospodarkach naszych głównych partnerów handlowych powodują, iż skala wyhamowania wzrostu gospodarczego w roku 2023 będzie nieco głębsza niż nasze wcześniejsze prognozy. Najbliższe kwartały przyniosą dalsze hamowanie wzrostu, a w 1Q 2023 r. spodziewamy się ujemnej rocznej dynamiki PKB. W całym przyszłym roku dynamika PKB powinna być dodatnia i wyniesie w naszej ocenie 0,7%. Taki wynik oznaczałby, że rok 2023 będzie dla gospodarki drugim najgorszym w historii polskiej gospodarki po 1995 r. Tylko w czasie pandemii COVID-19 Polska gorszy odczyt PKB. Wraz z wyhamowaniem aktywności gospodarczej będzie zmieniała się także struktura wzrostu. Wyniki badań koniunktury wskazują na szeroki zakres pogorszenia aktywności ekonomicznej. Niższa dynamika PKB będzie efektem zarówno spadku popytu konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego. Najszybciej i najsilniej pogorsza się sytuacja w sektorze usług, a także wśród producentów dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku. W warunkach kurczących się dochodów realnych popyt na te właśnie kategorie zmniejsza się w pierwszej kolejności. Dodatkowo, negatywną kontrybucję do dynamiki PKB będą miały zapasy, które w ostatnich kwartałach miały silnie dodatni wkład.
- Utrzymuje się wysoka niepewność co do perspektyw polskiej i europejskiej gospodarki, co w dużej mierze spowodowane jest możliwymi niedoborami surowców energetycznych oraz przebiegiem wojny w Ukrainie. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy brak eskalacji działań militarnych, a ewentualne ograniczenia w dostawach surowców nie będą powodowały trwałych zaburzeń w procesach produkcyjnych w 2023 roku. Problem dostępności gazu przesuwają się na rok 2024.
- Czynnikami mogącymi wesprzeć wyniki gospodarki może być sprawne wykorzystanie środków z KPO. Ostatnie tygodnie przyniosły wzrost prawdopodobieństwa napływu środków w 2023 roku, wciąż jednak jest to scenariusz obciążony podwyższoną niepewnością. W naszym scenariuszu zakładamy, iż pierwsze wypłaty środków z KPO napłyną w roku 2023, jednak ich wpływ na koniunkturę nie będzie znaczny, a dopiero rok 2024 przyniesie bardziej widoczne skutki gospodarcze. W średnim okresie natomiast gospodarka ma szansę być beneficjentem realokacji inwestycji zagranicznych (near-shoring), które mogą lokować się w naszym kraju.

Dynamika PKB w Polsce (%)

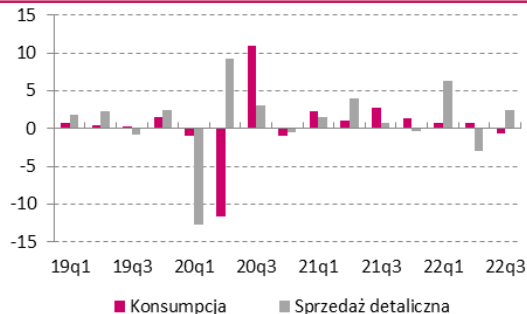


Dynamika PKB oraz jego struktura (% r/r)

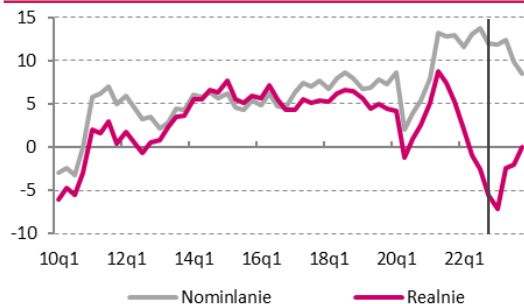


Konsumpcja – Wysoka inflacja i stopy procentowe mają coraz bardziej negatywny wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych

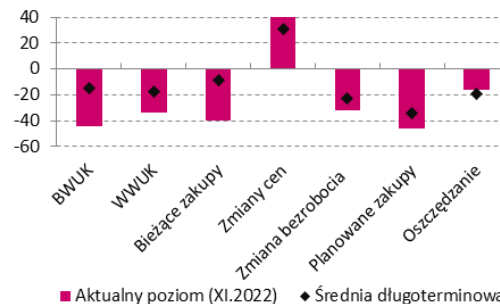
Konsumpcja prywatna i sprzedaż detaliczna (sa, kw/kw, %)



Fundusz płac – dynamika realna i nominalna (% r/r)



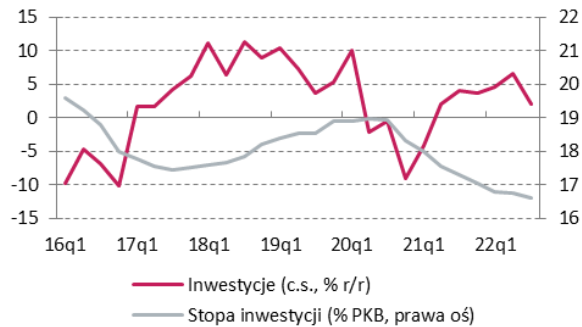
Badania nastrojów konsumentów (pkt)



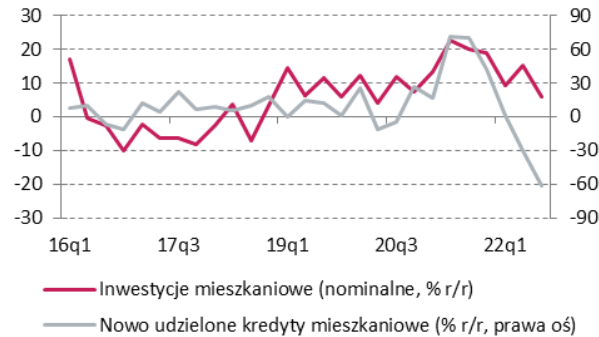
- Wysoka inflacja, w połączeniu z wysokimi stopami procentowymi coraz silniej ograniczają popyt konsumpcyjny. W 3Q br. kwartalna dynamika konsumpcji indywidualnej spadła poniżej zera (-0,7% kw/kw, sa), po raz pierwszy od 3Q 2020 r., kiedy gospodarka pozostawała pod negatywnym wpływem lockdownów. Jej roczna dynamika natomiast wyniosła zaledwie 0,9% kw/kw w ujęciu realnym. Na destrukcyjny wpływ wysokiej inflacji na konsumpcję wskazują m.in. dane o sprzedaży detalicznej, która w październiku w ujęciu nominalnym wzrosła o 18,3 r/r, natomiast realnie o zaledwie 0,7% r/r. Erozja dochodów rozporządzalnych i ich ujemna realna dynamika wpływa na ograniczenie przede wszystkim konsumpcji dóbr trwałego użytku, a także usług. Gdyby nie napływ uchodźców z Ukrainy to wyniki konsumpcji były znacznie słabsze, a regres konsumpcji widoczny byłby już w pierwszej połowie tego roku.
- Perspektywy konsumpcji na najbliższe kwartały pozostają niekorzystne. Niezmiennie na konsumpcji najsilniej ciążyć będzie wysoka inflacja, która zmniejsza siłę nabywczą dochodów rozporządzalnych. Według naszych prognoz przez znaczną część przyszłego roku realna dynamika wynagrodzeń będzie ujemna. Pogorszenie sytuacji finansowej gospodarstw domowych, w połączeniu z pesymistycznymi nastrojami konsumentów (wskaźnik wyprzedzający ufnosci konsumenckiej sugeruje recesyjne tendencje w zakresie konsumpcji), mniejszą dostępnością kredytu konsumenckiego (wyższy ich koszt oraz bardziej restrykcyjna polityka kredytowa banków), a także ubytkiem zakumulowanych oszczędności będą ograniczały konsumpcję w najbliższych kwartałach. W przyszłym roku ustąpi także efekt napływu uchodźców z Ukrainy, który na początku tego roku poprawiał wyniki konsumpcji, przede wszystkim towarów. Dodatkowym ograniczeniem konsumpcji będzie zapowiadane przez rząd narzucenie większej dyscypliny fiskalnej, w tym m.in. wycofanie się z tarczy antyinflacyjnej (powrót stawek VAT na paliwa i nośniki energii do wyjściowych poziomów oraz wygasanie obowiązujących obecnie programów wsparcia, w tym także wakacji kredytowych).
- Wyższa niż zakładaliśmy wcześniej inflacja wraz z wcześniejszym wygasaniem pakietów społecznych oznaczają, że perspektywy konsumpcji na rok 2023 rysują się nieco bardziej pesymistycznie niż nasze oczekiwania sprzed trzech miesięcy. Szczególnie słabych wyników oczekujemy w I poł. 2023 r., kiedy wysoka baza statystyczna z tego roku zepnie roczną dynamikę konsumpcji poniżej zera. Wraz ze spadkiem inflacji i poprawą dynamiki dochodów realnych, druga połowa przyszłego roku powinna przynieść odbudowę konsumpcji. Ostudzenie popytu konsumpcyjnego, wsparte m.in. przez mniej ekspansywną politykę fiskalną zwiększa szanse na szybsze opanowanie inflacji.

Inwestycje – Perspektywy inwestycji w Polsce na 2023 r. pozostają pesymistyczne, podobnie jak dla części innych gospodarek regionu

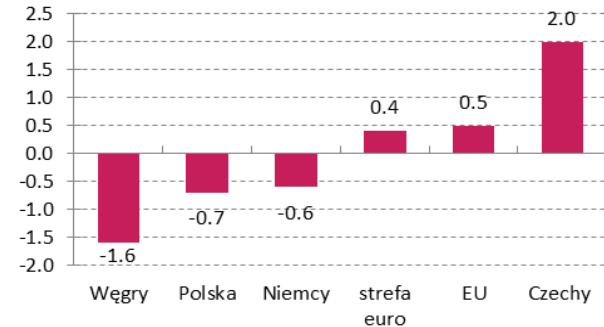
Inwestycje i stopa inwestycji w gospodarce



Inwestycje mieszkaniowe a nowo udzielone kredyty mieszkaniowe



Prognozy na 2023 r. inwestycji w Polsce (Bank Millennium) i w innych gospodarkach (KE, %)



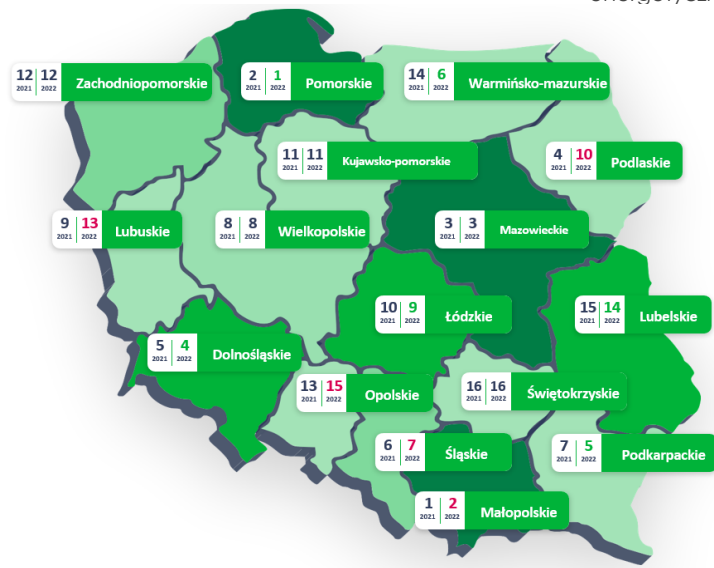
- I poł. 2022 r. była okresem ożywienia inwestycji w Polsce, które w tym okresie rosły średnio o 5,7% r/r, najszybciej od wybuchu pandemii COVID-19. 3Q 2022 r. przyniósł już spowolnienie ich wzrostu – do 2,0% r/r (ujęciu kw/kw odnotowano spadek o 0,6%). Słabszy popyt inwestycyjny w 3Q 2022 miał szeroki zakres. W szczególności warto rozliczaniem do połowy roku starej perspektywy budżetu Unii Europejskiej (na lata 2014-2020). II poł. 2023 r. powinna przynieść niewielką poprawę dynamiki inwestycji wraz z niższą inflacją, lepszą sytuacją w łańcuchach dostaw oraz powoli odbijającym popytem. Nie uchroni to jednak inwestycji, według naszych oczekiwań, przed spadkiem w 2023 r. o 0,7%. W naszym scenariuszu zakładamy, że zauważalny wpływ na gospodarkę wydatków w ramach KPO odsunie się na 2024 r. Wsparciem inwestycji w 2023 r. mogą być natomiast wydatki publiczne na obronność, aczkolwiek ich skala jest obciążona niepewnością dotyczącą m.in. możliwości fiskalnych. Należy podkreślić, że czynniki determinujące pesymistyczne oczekiwania dla inwestycji w 2023 r. dotyczą nie tylko Polski, ale także innych gospodarek, w tym zwłaszcza europejskich mocno odczuwających skutki negatywnego szoku podaźowego. W dłuższym okresie potencjał do wzrostu inwestycji w Polsce przedstawia się korzystnie. Gospodarka powinna być beneficjentem środków w ramach KPO, jak i budżetu UE na lata 2021-2027. Szansą dla inwestycji w Polsce może być near-shoring. Ponadto motywacją do zwiększenia inwestycji firm będzie także brak możliwości istotnego zwiększenia podaży pracy i konieczność poprawy efektywności energetycznej.

Źródło: Macrobond, Bank Millennium

EKO indeks Millennium – Potencjał eko-innowacyjności regionów Polski



Zmiany klimatu mają coraz większy wpływ na społeczeństwo i na gospodarkę. Największy koszt zmian klimatycznych ponoszą przy tym najczęściej regiony, które w niewielkim stopniu kontrybuują do zanieczyszczenia środowiska. Przykładem może być Pakistan, gdzie koszt tegorocznych powodzi szacowany jest na 8% PKB lub Kuba, która z powodu coraz silniejszych huraganów doświadczyła w tym roku blackoutu. To trendy których nie można ignorować. W obecnych uwarunkowaniach nie wystarczy być bardziej wydajnym i produktywnym, wytwarzać więcej, szybciej i taniej. Należy produkować i konsumować inaczej niż dotychczas, generując mniejszy ślad środowiskowy, zużywając mniej zasobów naturalnych i bardziej efektywnie je wykorzystywać. Tymczasem według danych Głównego Urzędu Statystycznego aż 85% innowacji wprowadzanych w firmach nie przynosi korzystnych skutków dla środowiska, a zaledwie 5% ma znaczne pozytywne skutki dla materiałochłonności, emisyjności, absorpcji wody, czy efektywności energetycznej.



Gospodarka musi być bardziej osadzona w środowisku naturalnym. Dlatego o eko-innowacyjności należy rozmawiać. W zestawieniu Eko-Innovation Observatory, który analizuje eko-innowacyjność na poziomie krajów, Polska zajmuje przedostatnie miejsce spośród krajów UE. Dystans do pokonania jest więc znaczny.

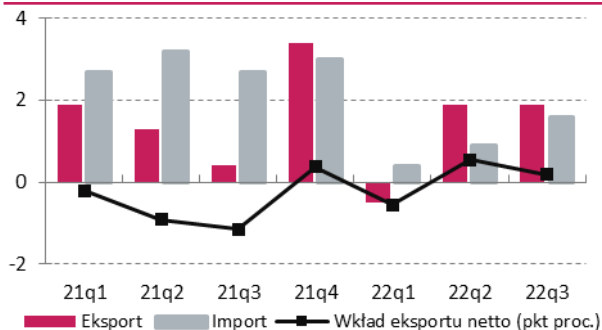
Wkładem Banku Millennium w dyskusję o eko-innowacyjności jest raport Eko Indeks Millennium – potencjał eko-innowacyjności regionów Polski. Publikacja powstała we współpracy z partnerami merytorycznymi – Urzędem Patentowym RP, Szkołą Główną Handlową oraz Akademią Górniczo-Hutniczą. Zaangażowanie tak znamiennych partnerów wskazuje jak ważna jest szeroka dyskusja o eko-innowacyjności i współpraca sektora prywatnego, środowiska akademickiego oraz administracji centralnej. Warto przy tym wskazać, że na potrzeby niniejszego raportu Urząd Patentowy przygotował unikatowe dane o patentach na eko-innowacje. Dane te miały premierę na łamach raportu.

W Polsce w obszarze eko-innowacyjności zdecydowanym liderem jest województwo pomorskie, które w 13 zmiennych z 17 jest w top 5. Na podium zestawienia znalazły się także województwa małopolskie oraz mazowieckie. Indeks powyżej średniej dla kraju osiągnęły także województwa dolnośląskie i podkarpackie. Warto zwrócić uwagę, że na przestrzeni ostatnich czterech lat łódzkie i warmińsko-mazurskie najbardziej skróciły dystans do lidera.

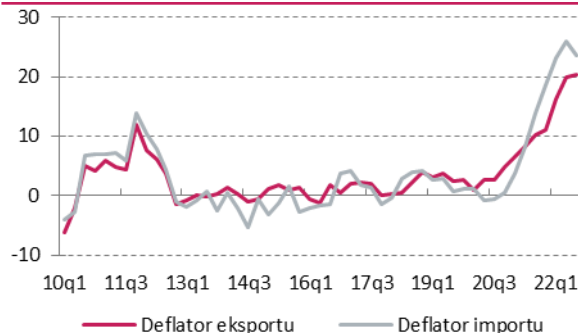
Opis konstrukcji indeksu, wyniki oraz wnioski dostępne są pod poniższym [linkiem](#).

Wymiana handlowa z zagranicą - Wysokie ceny importowanych surowców mocno ciążyły na wynikach salda obrotów bieżących w 2022 r. W 2023 r. sytuacja powinna ulec poprawie.

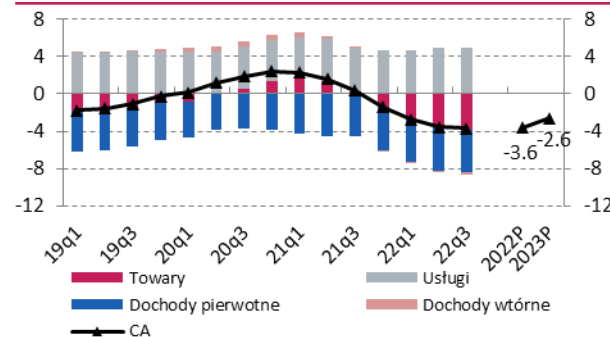
Ekspert i import oraz wkład eksportu netto do dynamiki PKB (% kw/kw, sa, rachunki narodowe)



Deflator eksportu oraz importu towarów i usług według rachunków narodowych (% r/r)



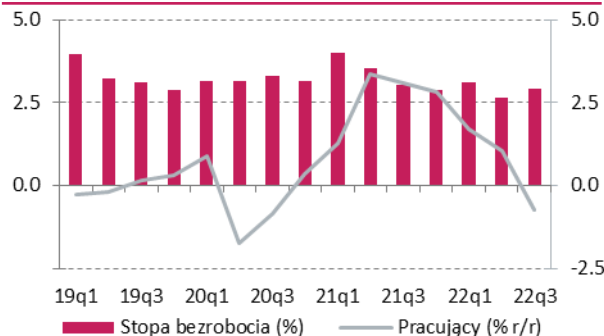
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)



- Rok 2022 był okresem silnego pogorszenia salda obrotów bieżących z zagranicą. Licząc jako czterokwartalna suma saldo wynosiło na koniec 3Q 2022 -3,7% PKB wobec -1,4% PKB na koniec 2021 r. Za ten spadek odpowiada saldo obrotów towarowych, które obniżyło się z -1,3% PKB na koniec 2021 r. aż do -3,9% PKB w 3Q 2022, co wynika głównie z pogorszenia *terms of trade* - deflator importu towarów wyniósł średnio w okresie 1Q-3Q 2022 aż 26,0% r/r, podczas gdy deflator eksportu 20,3% r/r. Do wysokiej inflacji cen importu przyczyniły się wzrosty cen surowców na rynkach światowych oraz słabszy złoty, choć w ostatnim okresie 2022 r. czynniki te zaczęły tracić na sile. Natomiast w cenach stałych sytuacja obrotów handlowych z zagranicą wyglądała lepiej. W 2Q i 3Q 2022 polski eksport towarów i usług (według rachunków narodowych) rósł o 1,9% kw/kw. W wyniku tych zmian eksport netto w 2Q i 3Q 2022 podnosił dynamikę PKB kw/kw. Warto zauważyć, że sankcje nakładane na Rosję i Białoruś skutkowały spadkiem eksportu do tych krajów, aczkolwiek silny wzrost sprzedaży do Ukrainy rekompensował ten wpływ.
- W 2023 r. spodziewamy się poprawy salda CA do -2,6% PKB z szacowanego na koniec 2022 r. -3,6% PKB. Czynnikiem wspierającym mniejszy deficyt jest zakładane wygasanie szoku w cenach importowanych do Polski surowców, a także niższe niż w 2022 r. koszty transportu (np. frachtu morskiego). Jednocześnie popyt na zagraniczne towary oraz usługi powinien być mniejszy wobec słabnącego popytu (zakładamy spadek importu w cenach stałych w 2023 r. o 0,8%, po szacowanym wzroście o 6,1% w 2022 r.) Spodziewane na 2023 r. pogorszenie koniunktury na świecie, w tym zwłaszcza w strefie euro, będzie jednak wpływało na słabszy eksport, aczkolwiek prognozujemy jego niewielki wzrost – o 1,2% wobec 4,9% w 2022 r. Za oczekiwaniami dodatniej dynamiki przemawia poprawa sytuacji w łańcuchach dostaw sprzyjająca realizacji zaległego popytu, kurs złotego powyżej ocenianego przez firmy poziomu opłacalności, mniejsza niepewność dotycząca dostępności surowców energetycznych, a także duża dywersyfikacja towarowa polskich eksporterów. W efekcie wkład eksportu netto do dynamiki PKB w 2023 r. powinien być dodatni. Warto podkreślić, że ryzyka dla stabilności gospodarki i kursu walutowego wynikające z deficytu na rachunku obrotów bieżących są zmniejszane dzięki napływowi netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych, który na koniec 3Q 2022 wyniósł 4,5% PKB. Także perspektywy dla inwestycji zagranicznego kapitału w Polsce przedstawiają się optymistycznie, m.in. ze względu na rysujące się tendencje near-shoringu w obawie o funkcjonowanie łańcuchów dostaw po pandemii i wybuchu wojny na Ukrainie.

Rynek pracy - Wraz z wyraźnym spowolnieniem gospodarczym w 2023 r. wzrośnie bezrobocie, choć w umiarkowanej skali

Stopa bezrobocia i liczba pracujących według BAEŁ

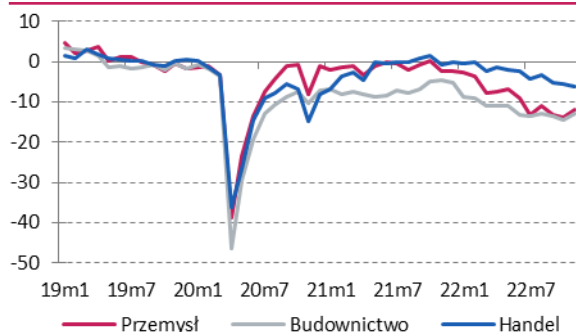


- Po bardzo dobrej dla krajowego rynku pracy I poł. 2022 r. wraz z coraz bardziej słabnącym wzrostem gospodarczym w 3Q 2022 liczba pracujących według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności, obniżyła się o 0,5% kw/kw, choć spadek ograniczał się do sektora przemysłowego najbardziej odczuwającego presję kosztową. Stopa bezrobocia BAEŁ wzrosła natomiast w 3Q 2022 do 2,9% z 2,6% kwartał wcześniej. Inne dostępne statystyki rynku pracy, np. stopa bezrobocia rejestrowanego, która w okresie wrzesień-listopad 2022 wynosiła 5,1%, najniższej w historii nowoczesnej gospodarki, czy stabilne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw jeszcze w pełni nie odzwierciedlają spadku zapotrzebowania na pracę, co powinno jednak niebawem się zmienić.

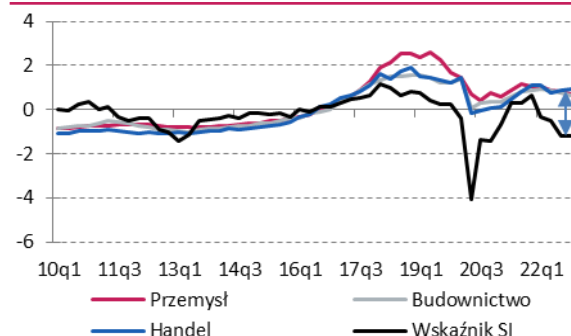
- Wraz z kontynuacją spowolnienia gospodarczego spodziewamy się w kolejnych kwartałach dalszych spadków liczby osób pracujących i wzrostu bezrobocia. Naszym zdaniem zmniejszenie zapotrzebowania na pracę będzie jednak miało umiarkowaną skalę. O ile w ostatnich miesiącach ocena bariery rozwoju wskazywana przez firmy jaką jest niedobór siły roboczej uległa złagodzeniu, to nadal znacząco przewyższa średnią historyczną, pomimo pogorszenia koniunktury w kraju i za granicą. Stąd zwolnienia pracowników ograniczą się najpewniej do mniej rentownych przedsiębiorstw, które nie będą w stanie z powodu zbyt wysokich kosztów, w tym kosztów pracy, utrzymać dotychczasowego stanu zatrudnienia. W naszej ocenie problemy z rentownością dotyczyć mogą przede wszystkim mniejszych firm, tym bardziej, że w relatywnie większym stopniu odczuwają one znaczącą podwyżkę płacy minimalnej w 2023 r. wynoszącą 17,8%. Naszym zdaniem większe przedsiębiorstwa, gdzie udział kosztów pracy jest relatywnie niższy, mają większe możliwości utrzymania zatrudnienia poprzez reorganizację działalności, pozyskanie nowych rynków, wprowadzenie zmian w wymiarze czasu pracy czy ograniczenie podwyżek płac. Ponadto w pierwszej kolejności redukcje mogą dotyczyć pracowników niewyspecjalizowanych, zwłaszcza tych z zagranicy (spodziewamy się, że w przypadku obywateli krajów innych niż Polska zwolnienia tylko w niewielkim stopniu przełożą się na statystyki bezrobocia). Stąd w naszym bazowym scenariuszu zakładamy umiarkowany wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego - z 5,3% na koniec 2022 r. do 5,9% na koniec 2023 r. Oczekiwania te są nieznacznie wyższe niż formułowane kwartał temu, ze względu na nieco szybsze hamowanie gospodarki. Bilans czynników ryzyka dla tej prognozy jest w naszej ocenie skierowany w górę.

Źródło: GUS, Macrobond

Wskaźniki oczekiwanego przez firmy zatrudnienia (sa, pkt)

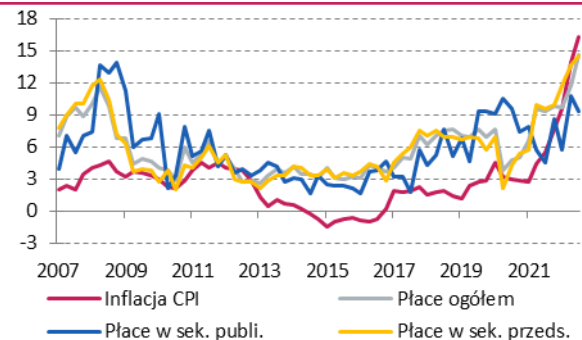


Bariera braku pracowników a ogólny wskaźnik koniunktury SI (pkt, sa, dane wystandaryzowane)

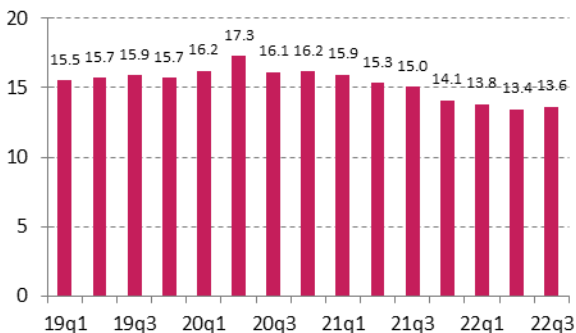


Rynek pracy - Po bardzo silnym wzroście płac w 2022 r. dynamika wynagrodzeń w gospodarce w 2023 r. powinna się obniżyć pomimo bardzo znaczącej podwyżki płacy minimalnej

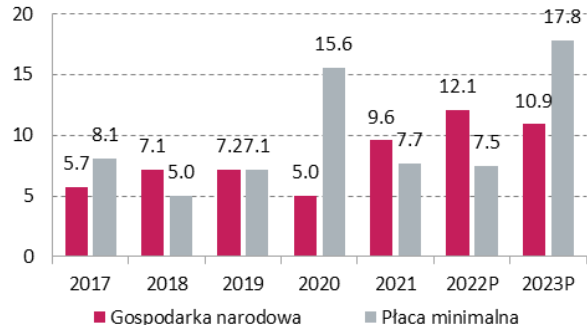
Inflacja CPI i dynamika wynagrodzeń (% r/r)



Udział kosztów wynagrodzeń w całości kosztów średnich i dużych firm (%)



Dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej (% r/r)

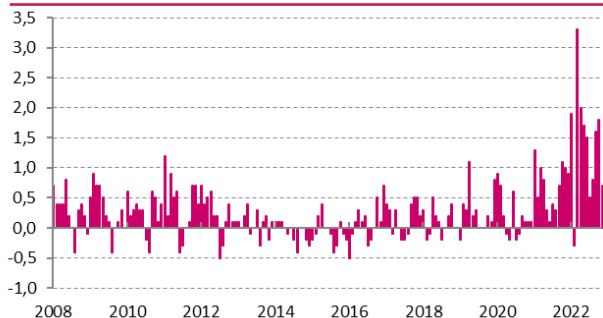


- Rok 2022 r. był okresem bardzo dynamicznego wzrostu płac w gospodarce. W I poł. roku w warunkach historycznie niskiego bezrobocia oraz niezłe rosnących konsumpcji i inwestycji rozkręcała się spirala inflacyjno-płacowa. Firmy chcąc utrzymać bądź pozyskać pracowników mogły wyjść naprzeciw żądaniom płacowym pracowników, gdyż popyt pozwalał przerzucać koszty płac na ceny odbiorców końcowych. Stagnacja w II poł. 2022 r. popyt zmniejszył jednak możliwości transferu kosztów w ceny. Wzrost płac w 3Q 2022 nadal jednak przyspieszał – do 14,6% r/r z 11,8% r/r w 2Q 2022 (był wolniejszy od inflacji), a udział kosztów pracy w firmach zatrudniających co najmniej 50 pracowników wzrósł po raz pierwszy od niemal dwóch lat. W 2022 r. wzrost płac w gospodarce napędzany był mocniej przez sektor prywatny niż sektor publiczny - w okresie 1Q-3Q 2022 płace w sektorze przedsiębiorstw rosły średnio o 13,3% r/r, a w sektorze publicznym o 8,6% r/r.
- W podstawowym scenariuszu makroekonomicznym zakładamy, że wzrost płac nieznacznie spowolni z 12,1% w 2022 r. do 10,9% w 2023 r. Przemawia za tym wyhamowanie (choć niewielkie) inflacji, wyraźnie wolniejszy wzrost gospodarczy skutkujący słabszymi wynikami przedsiębiorstw i zmniejszeniem popytu na pracę. Czynnikiem sprzyjającym relatywnie wysokiej dynamice płac w 2023 r. będzie jednak silne podwyższenie płacy minimalnej, które odbędzie się w dwóch rundach: na początku roku i w lipcu. Średnio wzrost wyniesie ma 17,8%, najsilniej od 2008 r. Nasza prognoza wzrostu płac na 2023 r. sprzed trzech miesięcy uległa rewizji w górę, głównie z powodu wyższej spodziewanej inflacji i możliwych silniejszych żądań płacowych pracowników. Należy zaznaczyć, że nadal wysoka dynamika płac w 2023 r. w warunkach słabszego wzrostu produktywności pracy będzie wywierała większą niż w 2022 r. presję kosztową w firmach, co najpewniej będzie spowalniać proces zakładanej w 2023 r. dezinflacji. Jak zaznaczaliśmy w poprzednich raportach niskie bezrobocie jest dobrą informacją z punktu widzenia społecznego. W Polsce rynek pracy jest jednak jednym z czynników przyczyniających się do nierównowag w krajowej gospodarce. Stąd wobec starzenia się społeczeństwa i spadku w długim okresie liczby aktywnych zawodowo większego znaczenia nabiera konieczność inwestycji firm w rozwój parku maszynowego, automatyzację i robotyzację, a także szersze otwarcie gospodarki na pracowników z zagranicy, tym bardziej, że potencjał ich napływu z Ukrainy wyczerpuje się. Na koniec 3Q 2022 w ZUS ubezpieczonych było ponad 1,055 mln obcokrajowców.

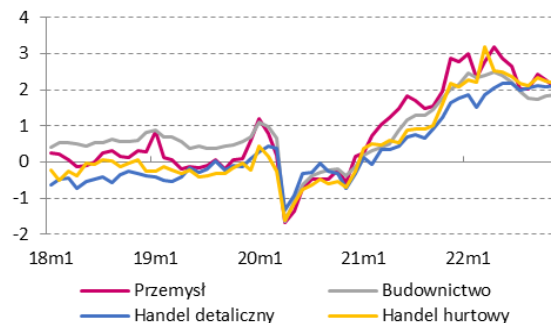
Źródło: GUS, KPRM, Macrobond, ZUS, Bank Millennium

Inflacja - Wskaźnik CPI zbliża się do szczytu. Rok 2023 powinien być okresem znacznego wyhamowania presji inflacyjnej, choć wskaźnik CPI pozostanie wyraźnie powyżej celu NBP.

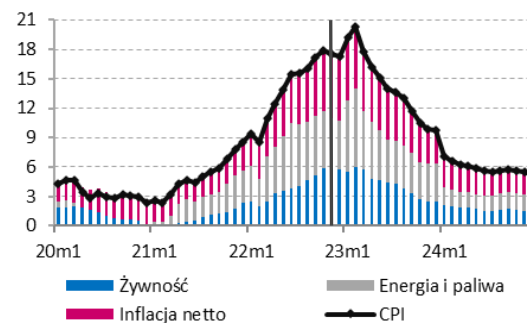
Inflacja CPI (% m/m)



Wskaźniki spodziewanych cen w badaniach koniunktury GUS (dane zestandaryzowane)



Inflacja CPI oraz jej struktura (% r/r)

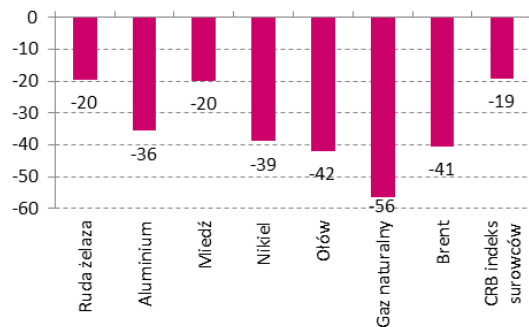


- Inflacja utrzymuje się na poziomach najwyższych od 1996 r., aczkolwiek 4Q 2022 przyniósł pewne sygnały dezinflacji. Roczny wskaźnik inflacji obniżył się w listopadzie do 17,5% r/r i była to jego pierwsza zniżka od lutego br. Miesięczny wskaźnik inflacji natomiast wyniósł 0,7% m/m i był trzecim najniższym w tym roku, a jednocześnie powrócił do obserwowanych w przeszłości. Wyhamowanie inflacji w listopadzie nie oznacza, że wskaźnik CPI osiągnął szczyt, niemniej wpisuje się w obraz stopniowego hamowania napięć inflacyjnych, co widoczne jest także w otoczeniu zewnętrznym. Osłabienie presji cenowej widoczne jest także na poziomie cen producentów, czemu sprzyjają spadki cen surowców na rynkach międzynarodowych i rozładowanie napięć w łańcuchach dostaw. Wskaźnik PPI utrzymuje się na historycznych maksimach, choć wrzesień i październik przyniosły jego spadki. Podobny kierunek indeksów PPI widoczny jest w otoczeniu zewnętrznym. Scenariusz dezinflacji w roku 2023 jest zgodny z naszą oceną wyrażoną w poprzednim raporcie kwartalnym, choć inflacja schodzić będzie z wyższego poziomu niż wcześniej się oczekiwało.
- Inflacja CPI osiągnęła szczyt w 1Q 2023, gdyż wycofanie się z obniżek stawek VAT w ramach rządowej tarczy antyinflacyjnej spowoduje wyższe ceny paliw i nośników energii. Wzrośnie także akcyza na wyroby tytoniowe i alkoholowe. W rezultacie wskaźnik CPI może sięgnąć 20% r/r. W dalszej części roku 2023 spodziewamy się systematycznego spadku inflacji, czemu sprzyjać będzie złagodzenie napięć w łańcuchach dostaw, a także ostudzenie globalnego wzrostu gospodarczego, co już teraz znajduje odzwierciedlenie w zniżkach cen surowców, w tym także ropy naftowej i gazu. Wraz z postępującym osłabieniem wzrostu krajowej gospodarki (ujemna luka popytowa) wyhamowywać będzie także inflacja bazowa. Szczególnie jeśli na wartości zyska złoty, co wsparłoby import dezinflacji z zagranicy. W naszej ocenie inflacja w roku 2023 wyniesie średnio 13,8% r/r, natomiast pod koniec przyszłego roku powinna osiągnąć wartości jedynokrotne. Czynnikiem niepewności dla ścieżki dezinflacji pozostają ceny energii. Działania rządu zmierzają do ograniczenia wzrostu cen dla odbiorców detalicznych, jednak ceny na rynkach surowców energetycznych pozostają niestabilne.
- Zmniejszeniu presji cenowej w przyszłym roku sprzyjać powinna realizacja zapowiadanej przez rząd ograniczenia ekspansji fiskalnej, w tym wycofanie się z części programów społecznych (m.in. dodatek węglowy). Jego skutkiem będzie silniejsza erozja siły nabywczej dochodów gosp. domowych co pozwoli ostudzić presję cenową ze strony popytu. Realizacja konsolidacji fiskalnej obciążona jest jednak ryzykiem, przede wszystkim w kontekście roku wyborczego.

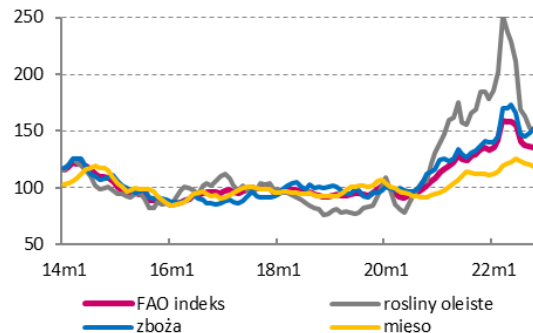
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Inflacja w Polsce – w wykresach

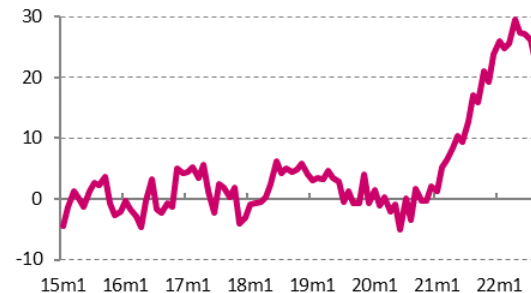
Zmiana cen wybranych surowców względem tegorocznego maksimum (%)



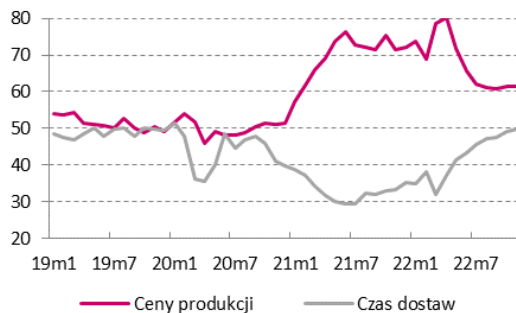
Indeks cen żywności FAO (pkt)



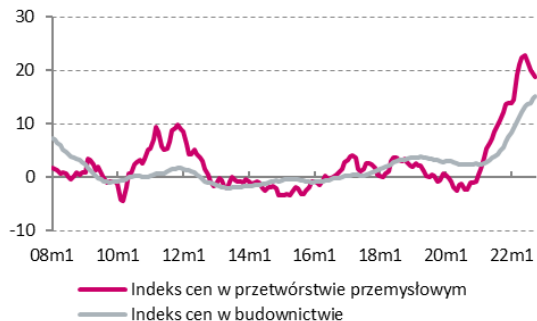
Ceny importu (% /r)



Komponent cen oraz czasu dostaw w indeksie PMI - przetwórstwo przemysłowe (pkt)



Indeks cen w przetwórstwie przemysłowym oraz w budownictwie w Polsce (% r/r)

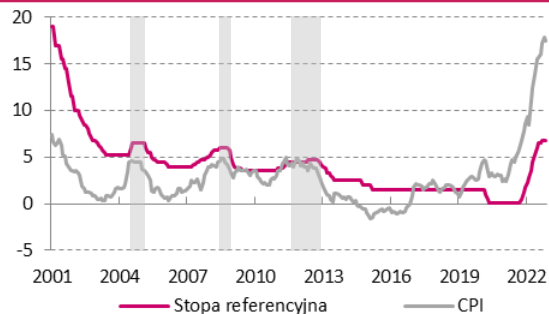


Komponent spodziewanych cen w badaniach koniunktury konsumenckiej GUS (pkt)



Polityka pieniężna - W naszej ocenie RPP zakończyła cykl podwyżek stóp procentowych w obecnym cyklu. Przestrzeń do złagodzenia warunków monetarnych pojawi się na przełomie roku 2023 i 2024.

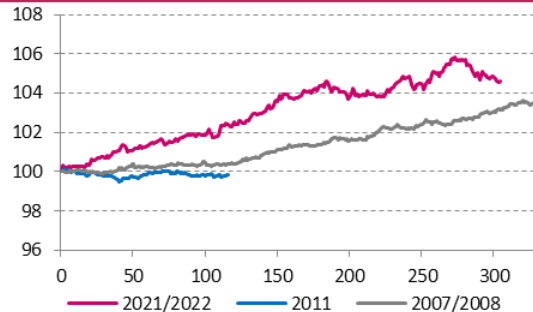
Stopa referencyjna (%) oraz inflacja w Polsce (% r/r)



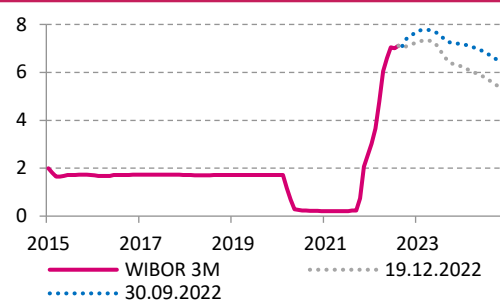
- Po jedenastu z rzędu podwyżkach stóp procentowych, które wywindowały stopę referencyjną do 6,75%, poziomu najwyższego od 2002 r. Rada Polityki Pieniężnej przeszła w tryb „wait-and-see”. Obecny cykl zacieśniania doprowadził do znacznego zaostrzenia warunków finansowych, wyraźnie większego niż poprzednie dwa cykle podwyżek stóp. Oznacza to, iż dokonane zacieśnienie warunków monetarnych będzie silnie negatywnie wpływać na aktywność ekonomiczną, co już teraz widoczne jest w załamaniu kredytów hipotecznych oraz inwestycji mieszkaniowych. Z czasem będzie to stanowiło czynnik sprzyjający dezinflacji, szczególnie jeśli wygaśnie część szoków zewnętrznych (napięcia w łańcuchach dostaw), a sytuacja na rynkach surowców ustabilizuje się.
- Formalnie cykl zacieśniania polityki pieniężnej nie został zakończony, niemniej prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek oprocentowania radykalnie spadło. Zakończenie cyklu zacieśniania nastąpiło nieco szybciej niż zakładaliśmy, na co wpływ miały m.in. rządowe zapowiedzi konsolidacji fiskalnej, a także umocnienie złotego w 4Q br. Zdaniem prezesa NBP obecny poziom stóp proc. jest optymalny i sprzyjać będzie obniżaniu inflacji w kierunku celu banku centralnego w średnim okresie. RPP jest świadoma wzrostu inflacji w 1Q 2023 r., m.in. ze względu na wygaśnięcie części tarczy antyinflacyjnej, niemniej bankierzy centralni większy nacisk kładą na perspektywę wyhamowywania inflacji w średnim okresie. Jednocześnie w ocenie części członków RPP kolejne podwyżki stóp proc. silniej schłodziłyby koniunkturę, zwiększając ryzyko recesji, niż osłabiły presję cenową. Wznowienia podwyżek całkowicie nie wykluczamy, szczególnie jeśli inflacja nie zacznie spadać po 1Q 2023, niemniej przekaz większości obecnej RPP wyraźnie wskazuje zamiar zakończenia cyklu zacieśniania monetarnego.
- Po poprzednich cyklach zacieśniania obniżka stóp procentowych pojawiała się średnio ok. 8 miesięcy po ostatniej podwyżce. Biorąc pod uwagę uporczywy charakter inflacji obecnie okres utrzymania się wysokich stóp proc. może być nieco dłuższy, choć skala zacieśnienia wspierać będzie dezinflację w przyszłym roku. Realizacja scenariusza dezinflacji, a szczególnie spadek wskaźnika CPI do poziomu jednocyfrowego może być dla obecnej RPP sygnałem do złagodzenia retoryki i rozważenia obniżki oprocentowania. Biorąc pod uwagę prognozy inflacji, przestrzeń do obniżki stóp może pojawić się na przełomie roku 2023 i 2024. Termin pierwszej obniżki oprocentowania obciążony jest wysoką niepewnością, niemniej z dużym przekonaniem można założyć, że rok 2024 będzie okresem wyraźnego złagodzenia warunków monetarnych.

Źródło: Macrobond, Refinitiv Datastream

Wskaźnik warunków finansowych w cyklach podwyżek stóp proc. Polsce (początek cyklu podwyżek = 100)

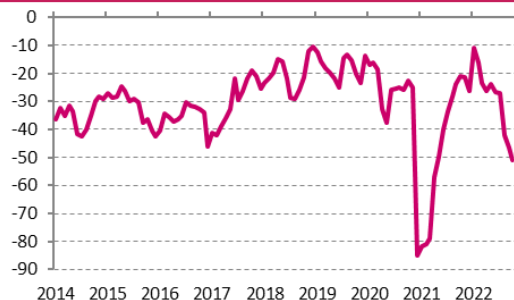


Oczekiwana przez rynki finansowe ścieżka WIBOR 3M (%)

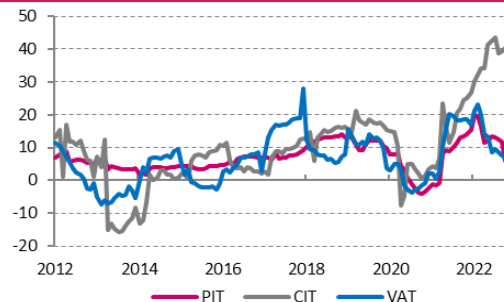


Polityka fiskalna - Rząd zapowiada zwiększenie dyscypliny fiskalnej w 2023 roku, co powinno wesprzeć opanowanie presji cenowej w polskiej gospodarce. Wybory parlamentarne ryzykiem dla ścieżki konsolidacji fiskalnej.

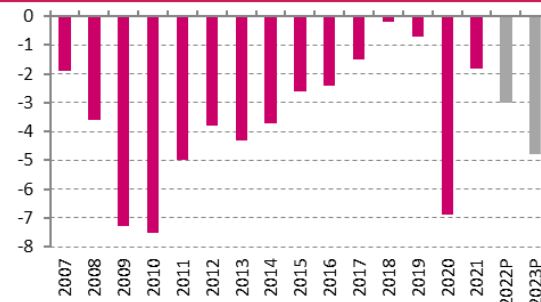
Deficyt budżetu państwa (mld PLN, suma krocząca 12-miesięczna)



Dochody budżetu państwa (% r/r, suma krocząca 12-miesięczna)



Wynik sektora general government (% PKB)



- Rok 2022 przyniósł wyraźne pogorszenie kondycji budżetu państwa. Co prawda wykonanie budżetu centralnego po październiku tego roku wykazuje nadwyżkę wartości 27,2 mld PLN, to wynik ten nie oddaje realnego stanu finansów publicznych. Skumulowany deficyt za ostatnie 12 miesięcy sięgnął po październiku 51 mld PLN. Pomijając okres pandemii COVID-19 to najgorszy wynik w historii dostępnych danych. Na wynikach budżetu ciężą koszty działań ostonowych łagodzących społeczne skutki inflacji (transfery społeczne, ubytek dochodów podatkowych z powodu obniżek stawek VAT), a także cykliczne zmniejszenie dochodów z powodu osłabienia popytu krajowego. Budżet obciążony jest także dodatkowymi wydatkami w związku z wybuchem wojny w Ukrainie, jak też rosnącymi kosztami obsługi długu publicznego. Rząd zakłada realizację deficytu w tym roku na poziomie 29,9 mld PLN (1% PKB) i w naszej ocenie jest szansa na nieco lepszy wynik, zbliżony do ubiegłorocznego (26,4 mld PLN).
- Perspektywy sektora finansów publicznych nie są korzystne. Zarówno strona dochodowa, jak i wydatkowa będą pod presją spowalniającego wzrostu gospodarczego i wysokich stóp procentowych. Ok. 50 mld PLN w roku 2023 będzie kosztowało budżet zamrożenie cen gazu i energii elektrycznej dla gospodarstw domowych i odbiorców wrażliwych. Jednocześnie mechanizmy waloryzacyjne będą zwiększały wydatki o charakterze społecznym. Według ustawy deficyt budżetu państwa w roku 2023 wyniesie 68 mld PLN, tj. ok. 2% PKB. Deficyt całego sektora general government sięgnie natomiast, według ustawy budżetowej, 150 mld PLN, tj. 4,5% PKB. W naszej ocenie ryzyka dla tych prognoz skierowane są w górę.
- W warunkach wysokich stóp procentowych coraz większym wyzwaniem resortu finansów jest finansowanie potrzeb pożyczkowych. Szczególnie, że możliwości nabywania obligacji przez dwie główne grupy inwestorów krajowego długu (banki, inwestorzy zagraniczni) wyraźnie się zmniejszyły. Dlatego też rząd zadeklarował działania w kierunku konsolidacji fiskalnej. Szczegóły nie są znane, niemniej premier M. Morawiecki zapowiedział wygospodarowanie oszczędności rządu kilkunastu miliardów złotych. Jako element konsolidacji fiskalnej traktować należy wygaszenie obniżek stawek VAT w ramach tarczy antyinflacyjnej. Działania po stronie fiskalnej to niezbędny element polityki antyinflacyjnej, których realizacja wesprze działania NBP w walce z inflacją. Efektem ograniczania wydatków publicznych, biorąc pod uwagę wysoki udział wydatków o charakterze sztywnym, będzie zapewne także cięcie inwestycji publicznych, co obniży i tak bardzo niską już stopę inwestycji w polskiej gospodarce. Ryzykiem dla realizacji scenariusza konsolidacji fiskalnej jest perspektywa przyszłorocznych wyborów parlamentarnych.

Rynki finansowe PLN - Perspektywy złotego są umiarkowanie optymistyczne, lecz obarczone niepewnością

Sytuacja złotego oraz perspektywy krajowej waluty

Perspektywy złotego postrzegamy umiarkowanie optymistycznie. Swój scenariusz opieramy na kilku filarach. Podstawowym jest oczekiwany wzrost kursu EUR/USD, z którym waluty *emerging markets* pozostają w ujemnej korelacji (stabość dolara związana z możliwymi obniżkami stóp procentowych Fed w 2023 roku). Kolejnym argumentem jest zrealizowanie tzw. kamieni milowych uruchamiające wypłatę unijnych funduszy z Krajowego Planu Odbudowy. Poprawi to zarówno perspektywy wzrostu gospodarczego (wzmocnienie inwestycji), jak i potencjalnie umożliwi wymianę środków bezpośrednio na rynku walutowym. Istotnym czynnikiem będzie także proces dezinflacji w Polsce w przyszłym roku. Wobec oczekiwanego przez nas utrzymania parametrów polityki pieniężnej w 2023 roku spadek presji inflacyjnej podwyższy realny poziom stóp procentowych. W szczególności na tle strefy euro, co naszym zdaniem stanowić będzie kolejny czynnik prołotowy. W rezultacie zmniejszeniu mogą ulec niektóre nierównowagi makroekonomiczne, w tym także ta związana z deficytem salda obrotów bieżących. W 2023 roku w relacji do PKB oczekujemy jego ograniczenia i nie będzie on czynnikiem negatywnie wyróżniającym polską gospodarkę. Tym bardziej, iż z problemem wysokiego deficytu C/A zmagają się także inne państwa regionu CEE. Ważnym aspektem wspierającym umocnienie złotego będą także lepsze perspektywy gospodarcze pomiędzy Polską a np. Niemcami, gdzie w 2023 roku spodziewana jest recesja.

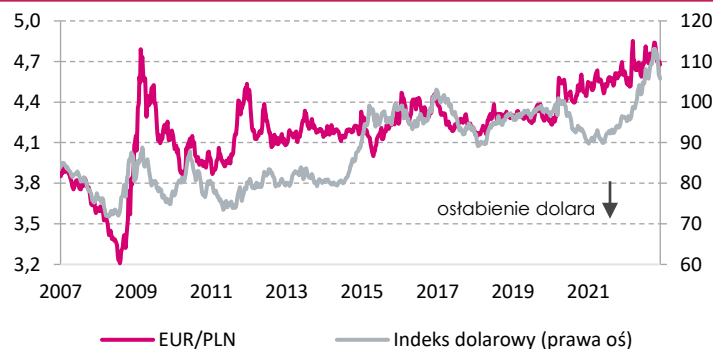
Charakterystyczną cechą przyszłorocznych notowań złotego będzie ich podwyższona zmienność. Mimo to przypisujemy mniejsze niż w 2022 roku prawdopodobieństwo powrotu kursu EUR/PLN w okolice 4,92 – 5,00 w przypadku np. eskalacji konfliktu zbrojnego na Ukrainie. Poza sytuacją geopolityczną istotnymi w naszej ocenie ryzykami dla polskiej waluty mogą być napięcia fiskalne w związku z jesiennymi wyborami parlamentarnymi, czy możliwe turbulencje rynkowe motywowane sytuacją na rynku surowców energetycznych. Wciąż niepewna jest ponadto ścieżka inflacji CPI (ryzyko wolniejszego jej spadku). Podsumowując oczekujemy, iż na koniec 2023 roku kurs EUR/PLN obniży się do poziomu 4,60, jednak proces stopniowego umocnienia złotego zaburzać mogą epizody podwyższonej zmienności.

Bilans szans i zagrożeń dla kursu EUR/PLN

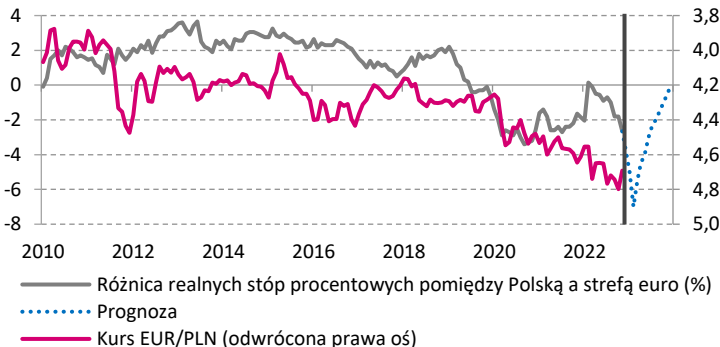
Bilans ryzyk	Czynniki działające na umocnienie złotego	EUR/PLN ↓	Czynniki działające na osłabienie złotego	EUR/PLN ↑
krótki termin (do 3M)	- Zwyżka eurodolara motywowana m.in. oczekiwanym zmniejszeniem dysparytetu stóp procentowych pomiędzy strefą euro a Stanami Zjednoczonymi w 2023 roku - Usunięcie tzw. kamieni milowych warunkujące uruchomienie funduszy z Krajowego Planu Odbudowy - Miniecie szczytu krajowej inflacji CPI i wzrost realnych stóp procentowych - Lepsza od prognoz sytuacja gospodarcza w Polsce - Utrzymanie wysokich stawek fx swap zmniejszających płynność i ograniczających chęć spekulacji na polskiej walucie - Względnie stabilne ceny surowców energetycznych (w szczególności gazu) podczas sezonu zimowego		- Rosnące obawy związane z wystąpieniem recesji w globalnej gospodarce - Silniejsze niż dotychczas zaburzenia dostaw surowców z Rosji, w tym energetycznych - Dalszy rozwój pandemii COVID-19, w szczególności w Chinach i powrót tego kraju do polityki zero-COVID - Escalacja kryzysu militarnego na Ukrainie i ponowna ucieczka kapitału do tzw. bezpiecznych przystani - Narastające nierównowagi krajowej gospodarki (zewnątrzna, fiskalna), w tym wysoce ujemne stopy procentowe - Wzrost ryzyka geopolitycznego w różnych częściach świata	
długi termin (powyżej 3M)	- 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 - Wycenianie procesu obniżek stóp procentowych w USA w 2023 roku - Dalsze polizowywanie pandemicznych restrykcji w Chinach poprawiające perspektywy wzrostu gospodarczego - Wzrost apetytu na ryzyko wynikający z intensyfikacji działań dyplomatycznych pomiędzy Rosją a Ukrainą - Napiły bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski - Topniejące nierównowagi makroekonomiczne w Polsce tj. postępująca dezinflacja, spadek presji fiskalnej mimo wyborów parlamentarnych		- Kryzys energetyczny i głęboka recesja w Europie - Diugotrwała aktywna interwencja militarna na terytorium Ukrainy oraz wzrost napięcia geopolitycznego na świecie - Dalsza blokada funduszy z KPO eskalująca spór Polska - UE - Powolny spadek realnych stóp procentowych w Polsce - Pogłębienie deficytu CA i pogorszenie równowagi makroekonomicznej (m.in. inflacja, deficyt budżetowy) w Polsce - Agresywny początek cyklu obniżek stóp procentowych w 2023 roku przez RPP - Ryzyko zmiany perspektywy ratingu w obliczu postępującej stymulacji fiskalnej (w roku wyborczym) niekorzystnie oddziałującej na finanse publiczne	

Rynki finansowe PLN – w wykresach

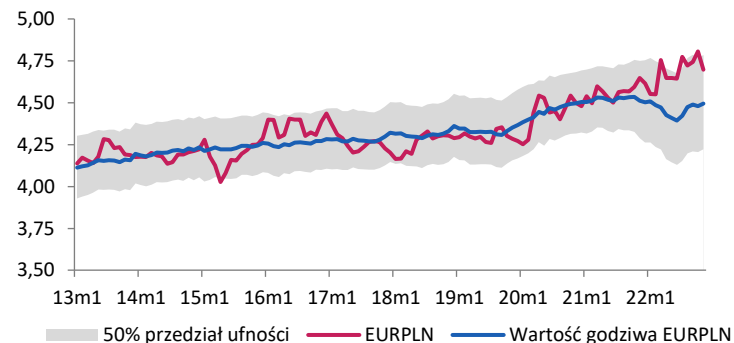
Kurs EUR/PLN i notowania indeksu dolarowego



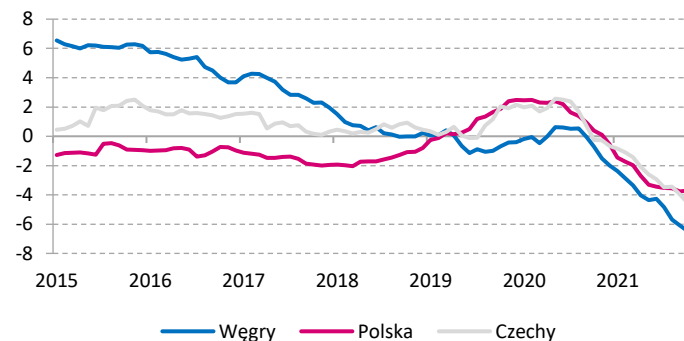
Kurs EUR/PLN i różnica realnych stóp procentowych w Polsce i strefie euro



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



Saldo rachunku obrotów bieżących w wybranych krajach (% PKB, suma krocząca 4Q)

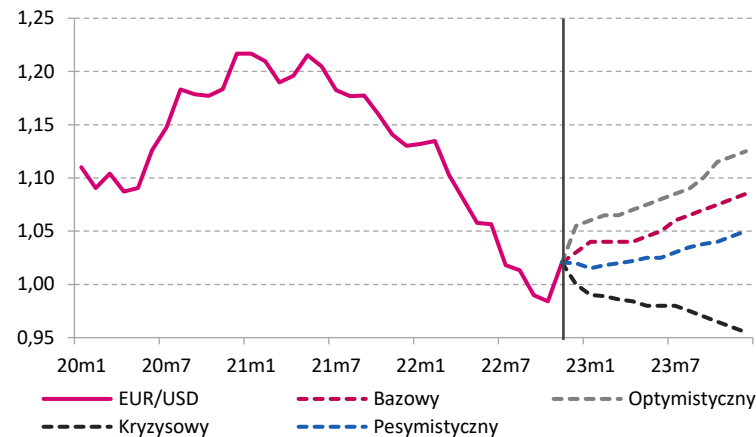


Rynki finansowe EUR/USD - Rok 2023 czasem stopniowego wzrostu kursu EUR/USD

Scenariusze kursu EUR/USD

Polityka pieniężna FED i EBC	Surowce	Światowa koniunktura	Ryzyko geopolityczne	
Szybka dezinflacja w USA doprowadza do wcześniejszego od oczekiwań luzowania monetarnego w 2023 roku	Brak zaburzeń w dostawach surowców, ciepła zima, pełne magazyny, dobre zbiory	Porzucenie polityki zero-COVID w Chinach oraz stymulacja fiskalna na szeroką skalę poprawia światowe perspektywy wzrostu PKB	Zażegnanie konfliktu na Ukrainie, spadek napięć geopolitycznych w innych częściach świata	scenariusz optymistyczny
Stopniowe hamowanie inflacji na świecie kończy na początku Q1 cykl zaciężania mon. największych banków	Brak nasilenia zaburzeń w dostawach surowców, dywersyfikacja dostaw, dostępność surowców rolnych podobna do stanu w 2022 roku	Postępujące spowolnienie gospodarcze na świecie, w tym recesja w części strefy euro. W Chinach łagodzenie obstrzeżeń poprawia perspektywę PKB	Brak eskalacji działań militarnych na Ukrainie, sporadyczne i krótkotrwałe napięcia geopolityczne na świecie	scenariusz bazowy
Wyższa docelowa stopa procentowa w strefie euro, ale w 2023 roku pierwsze cięcia kosztu pieniądza przez EBC	UE nie zakazuje importu rosyjskich surowców, ale Rosja sama decyduje o ich wstrzymaniu, mniejsza podaż żywności	Globalne spowolnienie rozlewa się na coraz to nowe kraje. Słabsza od oczekiwań koniunktura w Chinach. Powrót zatorów w dostawach	Utrzymanie napięć o charakterze geopolitycznym, eskalacja działań militarnych na terytorium Ukrainy	scenariusz pesymistyczny
Mniejsza skala podwyżek stóp procentowych i później szybkich ich obniżanie z uwagi na recesję	Zakaz importu rosyjskiego gazu, limity cenowe na surowce, manipulacje w dostawach żywności przez Morze Czarne	Światowa recesja pogłębiająca się sytuacja pandemiczna, w tym lockdownami hamującymi wzrost gospodarczy	Niepewność na linii USA-Chiny, powrót wojny handlowej, eskalacja działań wojennych w Europie Wschodniej, ale i na świecie	scenariusz kryzysowy

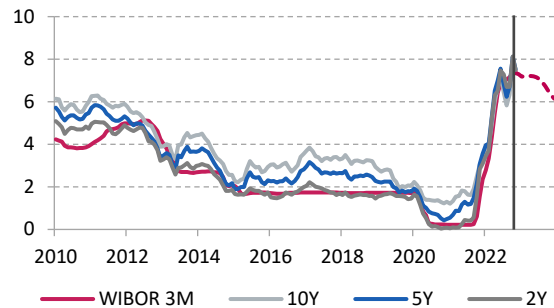
Kurs EUR/USD i prognozy scenariuszowe



- 2022 rok był okresem zdecydowanego umocnienia dolara. Źródłem siły amerykańskiej waluty był wzrost awersji do ryzyka po wybuchu wojny na Ukrainie oraz silniejszy niż w strefie euro cykl podwyżek stóp procentowych. W rezultacie kurs EUR/USD obniżył się z poziomu 1,15 do nawet 0,95 (największa amplituda wahań od pokryzysowego 2010 roku). W kolejnych miesiącach oczekujemy jednak odwrócenia kierunku zmian rynkowych. Cykle zaciężania polityki monetarnej przez największe banki centralne determinujące do tej pory siłę walut zostaną zastąpione wycenianiem terminu i skali obniżek stóp procentowych. W przeciwieństwie do Europejskiego Banku Centralnego niewykluczone, iż w przypadku Fed rozpoczną się one już w 2023 roku. W efekcie dolar znajdzie się pod presją sprzedających (pogorszenie warunków carry trade). Tym bardziej, iż historycznie momenty recesji były okresami zmiany sentymentu inwestycyjnego i wyczekiwania pierwszych sygnałów optymizmu. W swoim bazowym scenariuszu zakładamy także dalsze stopniowe poluzowywanie pandemicznych restrykcji w Chinach, brak eskalacji geopolitycznych – także w przypadku wojny na Ukrainie. Kompilacja tych czynników powinna zadecydować o zwrocie eurodolara do poziomu 1,09 na koniec 2023 roku.
- Charakterystyczną cechą łączącą lata 2022 i 2023 będzie natomiast wysoka zmienność. Z tego powodu prezentujemy także alternatywne scenariusze zależne od rozwoju kryzysu energetycznego, ryzyka geopolitycznego, polityki pieniężnej na świecie, czy koniunktury światowej. Nasilenie opisanych ryzyk nastąpić może w naszej ocenie zwłaszcza w krótkim terminie, stąd początek 2023 roku na rynku eurodolara może okazać się burzliwy. Wiele zależeć będzie także od rzeczy stricte nieekonomicznych jak czynniki atmosferyczne warunkujące zużycie surowców, a tym samym także ścieżkę inflacji, w dobie kryzysu energetycznego.

Rynki finansowe obligacje krajowe - w 2023 roku zakładamy stopniowy spadek dochodowości wzdłuż całej krzywej

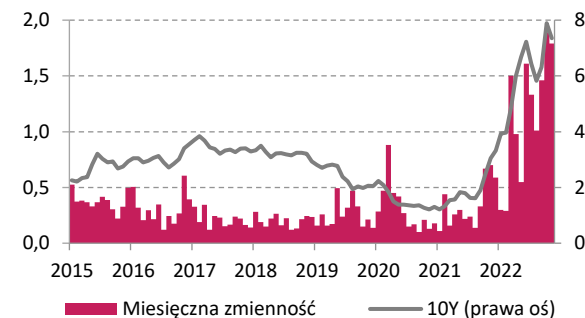
Rentowność polskich obligacji oraz WIBOR 3M (%)



Notowania stawek asset swap 10Y (pkt. baz.)



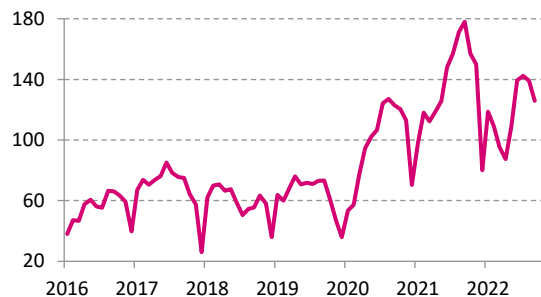
Rentowność oraz miesięczna zmienność (max-min) polskiej 10-latki (%)



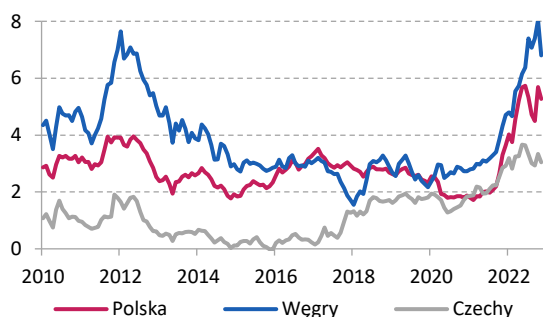
- Rok 2022 był okresem dynamicznego wzrostu rentowności krajowych obligacji skarbowych. Źródłem zmian było przede wszystkim agresywne wycenianie docelowego poziomu stóp procentowych w warunkach przyspieszającej inflacji w Polsce, ale i na świecie, co determinowało zachowanie także rynków bazowych. Istotny dla krajowego długu był ponadto silny wzrost stawek asset swap obrazujący rosnące ryzyko fiskalne w związku z rozbudową oston antyinflacyjnych (np. dodatek węglowy). W efekcie w październiku dochodowość krajowej 10-latki przejściowo sięgnęła okolic 9% i w tym czasie była jedną z najsilniej tracących na wartości obligacji skarbowych w Europie. Od tego momentu rentowność długiego końca krzywej wyraźnie się obniżyła i obecnie porusza się wokół poziomu 6,7%. Pomocne w odwróceniu nastrojów było przejście Rady Polityki Pieniężnej w tryb wait-and-see, które de facto odczytujemy jako zakończenie cyklu zacieśniania monetarnego, słabsze od oczekiwań dane z krajowej gospodarki, czy rządowe zapowiedzi zwiększenia dyscypliny fiskalnej.
- Perspektywy krajowych papierów dłużnych w 2023 roku oceniamy umiarkowanie optymistycznie (wzrost cen SPW). Podstawowym czynnikiem determinującym kierunek zmian wyceny skarbowych papierów wartościowych będzie zakończenie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej oraz dyskontowanie obniżek stóp procentowych w Polsce i na świecie. W efekcie spodziewamy się wysokiej wrażliwości wyceny obligacji na napływające krajowe dane makroekonomiczne, w szczególności te dotyczące tempa dezinflacji oraz wzrostu gospodarczego. Wsparciem będą zmiany rynków bazowych, gdzie oczekujemy stopniowej zniżki rentowności z uwagi na nieodległe zakończenie cyklu zacieśniania monetarnego w strefie euro i w USA na początku 2023 roku, a w przypadku Fed niewykluczone, że także i przejście do łagodzenia polityki pieniężnej w dalszej części roku. Uważamy, iż rynkowe wycenianie momentu pierwszych obniżek stóp procentowych w Polsce, ale i zagranicą będzie sprzyjało generowaniu zmienności wyceny obligacji. W konsekwencji w naszej ocenie cechą charakterystyczną przyszłorocznych notowań długu skarbowego nadal będzie wysoka, choć niższa niż w 2022 r., zmienność.

Rynki finansowe obligacje krajowe – W przyszłym oczekujemy stopniowej zmiany nachylenia krzywej SPW

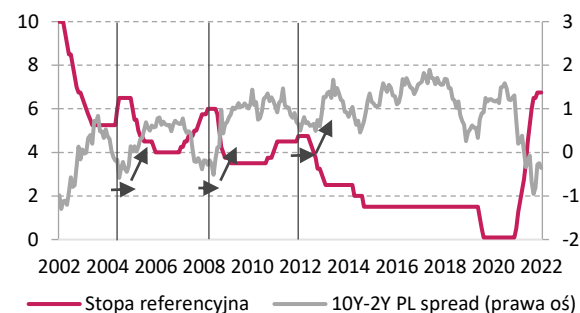
Stan środków na rachunkach budżetowych Ministerstwa Finansów (mld PLN)



Spread 10-latkki wybranych państw do niemieckiego Bundu (%)



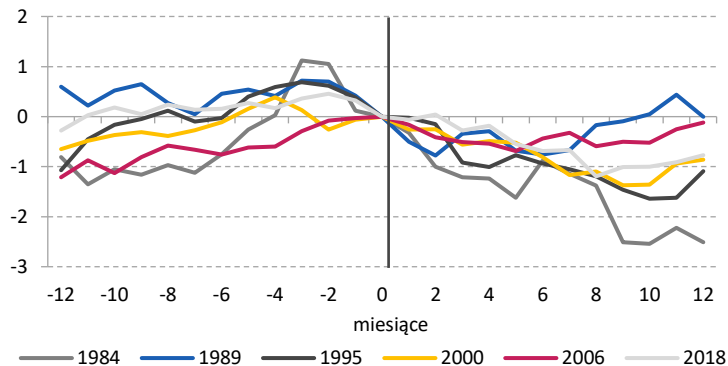
Stopa referencyjna i spread krajowej 10-latkki względem 2-latkki (%)



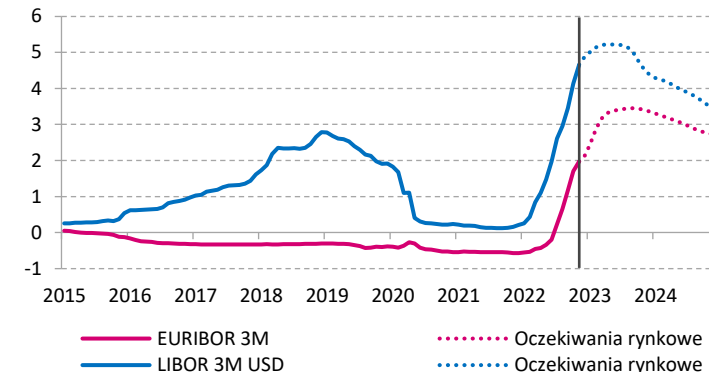
- Nadmiernej niższe rentowności polskich obligacji skarbowych w 2023 roku – choć jedynie do pewnego stopnia - przeciwdziałać będzie jednak wyższa stawek asset swap, odzwierciedlająca rosnące napięcia fiskalne roku wyborczego oraz premii za ryzyko. Podobnie oddziaływać będą ponadto przyszłoroczne wysokie potrzeby pożyczkowe (rekordowe 270 mld w ujęciu potrzeb brutto), których realizacja – wzorem historycznym – skoncentrowana będzie na pierwszych miesiącach nowego roku. Czynnikiem stabilizującym będzie relatywnie wysoki stan środków na rachunku Ministerstwa Finansów. Jednocześnie wskazujemy, iż ryzyko zmniejszonego zainteresowania długiem Skarbu Państwa ze strony sektora bankowego jedynie częściowo niwelowane będzie przez inwestorów zagranicznych, czy możliwości inwestorów indywidualnych. Obecnie udział tej ostatniej grupy inwestorów w posiadaniu SPW wynosi rekordowe 10% i przewyższa zaangażowanie funduszy inwestycyjnych i emerytalnych razem wziętych. W rezultacie dochodowość długiego końca krzywej na koniec przyszłego roku obniżyć się powinna do poziomu 6,20%.
- W przyszłym roku oczekujemy natomiast stopniowej zmiany nachylenia krzywej SPW. W pierwszych miesiącach 2023 roku nadal powinna ona pozostawać odwrócona (wyższa rentowność 2-latkki niż 10-latkki), choć w coraz mniejszym niż w 2022 roku stopniu (przypomnijmy, iż w szczytowym momencie tego roku dochodowość 2-latkki była wyższa o ponad 100 pkt. baz. niż 10-latką). Argumentujemy to sytuacją w której zbliżanie się do początku cyklu łagodzenia monetarnego po okresie podwyżek stóp procentowych – wzorcem historycznym – rozpoczyna trend powrotu do „dodatniego” nachylenia krzywej. W przypadku spreadu do Bundu nasze oczekiwania zakładają jego niewielkie ograniczenie. Łagodnemu zawężeniu sprzyjać będą przede wszystkim zmiany polskich obligacji wynikające z oczekiwań na początek cyklu łagodzenia monetarnego. W tym czasie wycena obligacji niemieckich powinna natomiast pozostawać wyraźnie spokojniejsza. W efekcie liczymy na zniżkę spreadu polskiej 10-latkki do Bundu w okolice 400 pkt. baz., co i tak oznaczać będzie jej utrzymywanie w okolicy historycznie wysokich poziomów. Wynikać to będzie z faktu, że premia za ryzyko, którą spread do Bundu odzwierciedla, pozostanie w 2023 roku znacząca m.in. z uwagi na obawy poluzowania dyscypliny fiskalnej przed wyborami.

Rynki finansowe obligacje bazowe – Bliski finisz zacieśniania polityki pieniężnej podstawowym argumentem za niższą dochodowością długu, w szczególności USA

Zmiana rentowności 10-letnich obligacji USA (%) przed i po ostatniej podwyżce stóp proc. Fed w cyklu



LIBOR 3M USD i EURIBOR 3M oraz oczekiwania rynkowe (%)

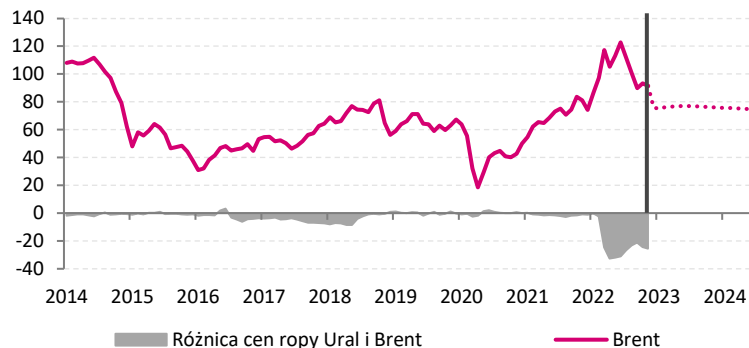


- Mijający rok na rynku obligacji bazowych zdominowany został przez agresywne podwyżki stóp procentowych największych banków centralnych świata (z wyłączeniem Japonii). W konsekwencji obserwowaliśmy znaczący wzrost rentowności papierów dłużnych. Obecnie z uwagi na sygnały spowalniania inflacji, ale i coraz słabszą koniunkturę globalną zbliżamy się do momentu końca zacieśniania monetarnego. Co więcej, w przypadku Stanów Zjednoczonych w przyszłym roku należy liczyć się z pierwszymi cięciami kosztu pieniądza. Tym bardziej, iż historycznie – w przypadku Fed – okres od ostatniej podwyżki stóp procentowych do pierwszego jej cięcia jest dość krótki i wynosi około pół roku (przykładowo w 2019 roku było to 8 miesięcy, w 2000 tylko 7 miesięcy a w latach 80tych niejednokrotnie potrzebny był zaledwie miesiąc). Jak wskazuje analiza cykli zacieśniania i zmian rentowności Treasuries ok. miesiąc przed ostatnią podwyżką stóp procentowych następuje początek trendu spadkowego dochodowości długu USA. W rezultacie uznajemy, iż dochodowość 10-latk amerykańskiej swój szczyt prawdopodobnie ma już za sobą a obecnie rysuje się przed nią średnioterminowy trend spadkowy uzależniony w dużej mierze od agresywności cięć stóp procentowych, ale i działań po stronie bilansu Fed.
- Przewidywania dotyczące perspektyw niemieckiego rynku długu w 2023 roku również opieramy na zbliżającym się do końca z uwagi na pogarszającą się sytuację gospodarczą cyklu podwyżek stóp procentowych. Naszym zdaniem jednak EBC nie zdecyduje się na szybkie obniżki stóp procentowych, gdyż cykl zacieśniania w EMU był bardziej łagodny aniżeli w USA. W rezultacie Bund dysponuje mniejszym potencjałem do spadku dochodowości niż Treasuries. Co więcej, czynnikiem mogących okresowo podbić rentowność długu państw strefy euro będzie możliwa dalsza ekspansja fiskalna. Przypomnijmy, iż w 2023 roku Francja zamierza pożyczyć rekordowe 270 mld EUR. Z kolei Niemcy niemal potroili względem planów z połowy 2022 roku poziom przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych netto (do 45,6 mld EUR) z powodu większych wydatków militarnych oraz ochrony obywateli przez rosnącymi cenami surowców. Ponadto z uwagi na wciąż niepewne sygnały wyhamowywania inflacji w strefie euro, ale i USA nasze prognozy obciążone są ryzykiem w kierunku nieco wyższych rentowności tak Bunda, jak i Treasuries.

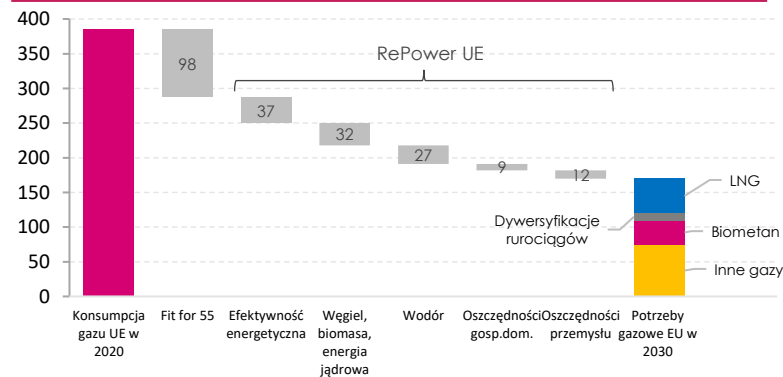
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Rynki surowcowe – Kolejny rok wysokiej zmienności w szczególności na europejskim rynku gazu ziemnego

Notowania ropy naftowej (USD/baryłka)



Konsumpcja gazu w UE i plany jej ograniczenia (mld m3)



- Wybuch wojny w Ukrainie rozpoczął okres potężnego wzrostu cen surowców. W przypadku ropy naftowej Brent cena baryłki szybko, bo na początku marca sięgnęła niemal 140 USD, ale dość prędko przeszła w trend spadkowy. Zadecydowało o tym m.in. uwolnienie strategicznych rezerw ropy naftowej m.in. przez USA, czy pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego. W 2023 roku w ślad za spodziewanymi recesyjnymi sygnałami z czołowych gospodarek globu liczymy na dalszą, lecz niewielką już przecenę surowca. Nie powinna być ona silna z uwagi na regulowanie podaży przez kartel OPEC+. W 2023 roku oczekujemy również utrzymania wysokiego spreadu pomiędzy ceną ropy Brent (Morze Północne) i Ural (Rosja). Podstawowy źródłem różnicy cenowej będą próby zmniejszenia popytu na rosyjską ropę (chęć uniezależnienia przez Europę), dyskonto w cenie oferowane przez Moskwę np. Chinom, ale i limit cenowy wynoszący 60 USD/baryłkę (w przypadku transportu drogą morską) ogłoszony przez Unię Europejską i kraje grupy G7. Przypada jednak pamiętać, iż ustalenie maksymalnej ceny na wspomnianym poziomie może okazać się mało skuteczne, gdyż rynkowa cena spot ropy Ural jest obecnie wyraźnie niższa.
- W 2023 roku podwyższonej zmienności spodziewamy się w przypadku notowań gazu ziemnego. Podobnie jak to ma miejsce obecnie źródłem wahań cen będą m.in. warunki atmosferyczne determinujące popyt w sezonie grzewczym. O ile UE podejmuje znaczące wysiłki, by ograniczyć zużycie gazu w średnim terminie (do 2030 roku zapotrzebowanie dzięki programom Fit for 55, czy RePower UE ma zmniejszyć się o połowę), to w krótkim okresie zastąpienie wstrzymanych dostaw rosyjskiego surowca jest trudne. Szczególnie niepokojącą zapowiada się przyszłoroczna zima, gdy przewencyjne zapętnienie magazynów surowca w Europie bez podaży z Rosji będzie utrudnione a perspektywa roku nie będzie wystarczająca do rozbudowy infrastruktury przesyłowej z alternatywnych źródeł (porty LNG, interkontenery, rozwój technologii wodorowej itp.). W rezultacie presja na wysokie ceny gazu ziemnego będzie widoczna głównie na początku 2023 roku. Zgodnie natomiast z grudniowym porozumieniem UE od połowy lutego przez rok obowiązywać ma unijny mechanizm zapobiegający nadmiernym wahaniom cen gazu (limit cenowy 180 EUR/MWh).

Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream, Bloomberg

Dane i prognozy

		2020	2021	2022	2023	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	% r/r	-2,0	6,8	4,7	0,7	0,2	12,2	6,5	8,5	8,6	5,8	3,6	1,6	-2,0	0,7	1,1	2,0
Popyt krajowy	% r/r	-2,7	8,4	4,8	-0,7	-0,6	12,5	9,5	11,8	12,0	6,9	3,1	-0,9	-4,2	-1,0	0,4	1,6
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	-3,4	6,3	3,7	0,9	-0,3	13,0	4,9	8,5	6,7	6,4	0,9	0,7	-0,2	-0,9	1,3	2,3
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	-2,3	2,1	3,3	-0,7	-4,2	2,0	4,1	3,8	4,7	6,6	2,0	0,5	-1,1	-2,9	0,2	1,5
Wkład eksportu netto	pkt proc.	-1,8	5,8	-0,1	1,2	0,7	0,5	-2,4	-2,6	-2,7	-0,7	0,6	2,4	2,2	1,8	0,7	0,4
Inflacja CPI *	% r/r	3,4	5,1	14,4	13,8	2,7	4,5	5,4	7,7	9,7	13,9	16,3	17,5	19,0	14,9	12,1	9,4
Inflacja bazowa *	% r/r	3,9	4,1	9,1	8,9	3,8	3,8	3,9	4,9	6,6	8,5	10,0	11,4	11,2	9,7	8,2	6,3
Ropa naftowa Brent *	USD	43,3	70,7	98,6	78,3	61,1	68,9	73,1	79,6	97,6	111,5	97,4	88,1	80,2	78,6	77,4	76,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	6,8	5,8	5,3	5,9	6,9	6,4	6,1	5,8	5,8	5,2	5,1	5,3	5,5	5,6	5,7	5,9
Place w gospodarce narodowej	% r/r	6,2	8,7	12,1	10,9	6,6	9,6	9,4	9,8	9,7	11,8	14,6	12,1	12,1	11,7	9,9	9,8
Saldo C/A	% PKB	2,5	-1,4	-3,6	-2,6	2,3	1,6	0,4	-1,4	-2,7	-3,5	-3,7	-3,6	-3,2	-3,1	-2,9	-2,7
Saldo sektora general government	% PKB	-6,9	-1,8	-3,0	-4,8	-	-	-	-1,8	-	-	-	-3,0	-	-	-	-4,8
Stopa referencyjna	%, k.o.	0,10	1,75	6,75	6,75	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
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	6,80	6,80	0,18	0,18	0,18	2,23	4,12	6,59	7,11	6,80	6,80	6,80	6,80	6,80
WIBOR 3M	%, k.o.	0,21	2,54	7,05	6,85	0,21	0,21	0,23	2,54	4,77	7,05	7,21	7,05	7,00	6,95	6,90	6,85
WIBOR 6M	%, k.o.	0,25	2,84	7,02	6,75	0,25	0,25	0,31	2,84	5,05	7,35	7,41	7,02	7,00	6,90	6,80	6,75
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	0,02	3,39	6,75	6,10	0,06	0,43	0,77	3,39	5,57	7,60	7,41	6,75	6,90	6,75	6,40	6,10
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	1,30	3,64	6,50	6,20	1,57	1,65	2,08	3,64	5,23	6,92	7,13	6,50	6,70	6,50	6,30	6,20
EUR/PLN	k.o.	4,58	4,58	4,70	4,60	4,64	4,52	4,60	4,58	4,64	4,70	4,84	4,70	4,68	4,65	4,62	4,60
USD/PLN	k.o.	4,03	4,03	4,40	4,23	3,95	3,81	3,97	4,03	4,17	4,49	4,94	4,40	4,40	4,35	4,28	4,23
EUR/USD	k.o.	1,14	1,14	1,07	1,09	1,18	1,19	1,16	1,14	1,11	1,05	0,98	1,07	1,06	1,07	1,08	1,09
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,53	-0,57	2,20	3,10	-0,54	-0,54	-0,55	-0,57	-0,46	-0,20	1,17	2,20	3,00	3,10	3,10	3,10
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0,25	0,21	4,75	4,25	0,19	0,15	0,13	0,21	0,96	2,29	3,75	4,75	5,00	4,95	4,70	4,25

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

ul. Stanisława Żaryna 2A

02-593 Warszawa

+48 22 598 40 40

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sułowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sulowicz@bankmillennium.pl

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