

Makro i Rynek

Banki centralne w (dez)inflacyjnym kłinczu

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Kwiecień 2023



Spis treści

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

Wstęp

Po fali pesymizmu, który ze względu na obawy o skutki kryzysu energetycznego w Europie dominował ostatnie miesiące minionego roku, początek 2023 roku przyniósł powiew gospodarczego optymizmu. Korzystne warunki pogodowe, w połączeniu ze zmniejszeniem zużycia surowców energetycznych, a dodatkowo porzucenie przez Chiny polityki zero-Covid pozwoliły uniknąć recesji w europejskiej, a przede wszystkim niemieckiej gospodarce.

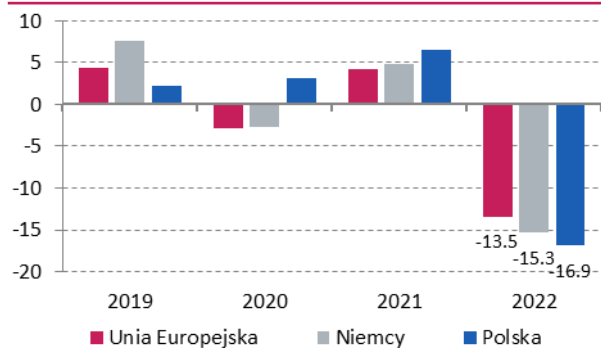
Minął rok od wybuchu wojny w Ukrainie. Walki na froncie wciąż trwają i niestety nie zapowiada się na szybkie zakończenie konfliktu. Rynki finansowe, a także gospodarka europejska otrząsnęły się po szoku wywołanym wybuchem konfliktu i dostosowały się do nowych uwarunkowań. Jednym z obszarów dostosowań jest poprawa efektywności energetycznej oraz spadek zużycia gazu w Europie (w UE zużycie gazu spadło w ubiegłym roku o ponad 13%). W kolejnych latach to efektywność energetyczna będzie ważnym źródłem przewagi konkurencyjnej gospodarek, dlatego też bardzo ważne są inwestycje w tym zakresie.

Optymizmem napawały pierwsze spadki indeksów inflacji w gospodarkach rozwiniętych, dając nadzieję na sprawny i szybki proces dezinflacji. „Dezinflacja” ma szanse być ekonomicznym słowem tego roku, ponieważ jej tempo będzie determinowało oczekiwania co do decyzji banków centralnych, a przez to tendencje na globalnych rynkach finansowych. Dane za styczeń i luty uwiadamiały lekkość inflacji, odzwierciedloną w szczególności w inflacji bazowej, która w krajach strefy euro, ale także w Polsce wciąż rośnie. Pomimo spowalniającego wzrostu gospodarczego inflacja bazowa pozostaje wysoka, ponieważ firmy wciąż posiadają wystarczającą siłę cenową, aby przerzucać rosnące koszty działalności na ceny detaliczne. Pomimo wyraźnego schłodzenia gospodarki zagregowany popyt pozostaje na relatywnie wysokim poziomie. Należy wziąć bowiem pod uwagę, że obecne wyhamowanie polskiej gospodarki następuje po dwóch latach bardzo silnego wzrostu popytu stymulowanego ekspansywną polityką gospodarczą po wybuchu pandemii w roku 2020. Obecnie PKB w Polsce jest o blisko 7% wyższy w porównaniu z przedpandemicznym 4Q 2019 r. Jest to wynik wyraźnie lepszy niż w znacznej części krajów Unii Europejskiej. Dodatkowo odporny na osłabienie koniunktury jest w wielu gospodarkach rynek pracy. W Niemczech, USA, ale także w Polsce stopy bezrobocia pozostają w okolicach historycznych minimów. Spadek rocznych wskaźników CPI, także w Polsce, nie oznacza zatem, iż walka z inflacją jest zakończona. Na ogłoszenie sukcesu jest zbyt wcześnie. Efekty statystyczne i wysoka baza odniesienia, a także ustabilizowanie sytuacji na rynkach surowców będą sprzyjały niższe ogólnego indeksu CPI, jednak powrót inflacji, szczególnie inflacji bazowej do celów banków centralnych pozostaje odległą perspektywą. Z tego też powodu cała polityka gospodarcza, nie tylko polityka monetarna, powinna być ukierunkowana na walkę z inflacją. Naszym bazowym scenariuszem jest stabilizacja parametrów polityki pieniężnej w Polsce do końca 2023 r. i pierwsze obniżki stóp procentowych na początku 2024 r. Ryzyka powrotu do podwyżek stóp procentowych całkowicie ignorować nie można, szczególnie jeśli inflacja okaże się bardziej uporczywa niż obecnie nam się wydaje, a rynki pracy pozostaną odporne na skutki słabszej koniunktury.

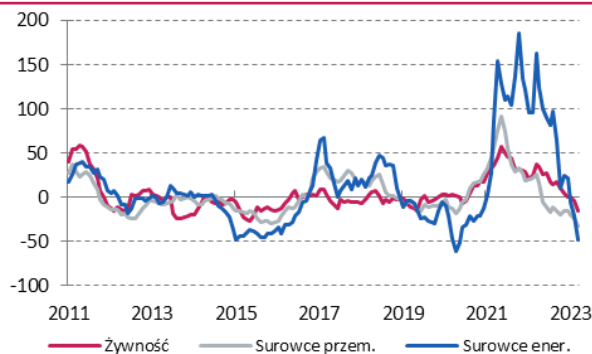
Na początku tego roku EBC oraz amerykański Fed kontynuowały zaostrzanie polityki pieniężnej. Retorykę banków centralnych i determinację do dalszego zdecydowanego zacieśniania złagodziły zaburzenia w amerykańskim oraz europejskim sektorze bankowym. Bankructwo lokalnych banków w USA i problemy szwajcarskiego Credit Suisse zwiększyły i tak już wysoką niepewność co do perspektyw globalnej gospodarki i działań głównych banków centralnych. Jednocześnie przywołały w pamięci skutki globalnego kryzysu finansowego po bankructwie banku Lehman Brothers. Z punktu widzenia krajowej gospodarki ewentualna eskalacja problemów zagranicznych banków powinna powodować dużo mniejsze zaburzenia niż w 2009 r., m.in. ze względu na znacznie mniejszy niż w latach 2007-2008 deficyt na rachunku obrotów bieżących, wyższy poziom rezerw walutowych i bardziej korzystną ich relację w stosunku do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego, czy też wycenę złotego, który w 2008 r. był silnie przewartościowany. Wydaje się więc, iż polska gospodarka jest obecnie mniej podatna na skutki zarażenia zawirowaniami w globalnej gospodarce niż przed upadkiem Lehman Brothers.

Gospodarka globalna - 1Q 2023 przyniósł pogłębienie spadków cen surowców. Niepewność co do ich kształtowania się w 2023 r. pozostaje wysoka.

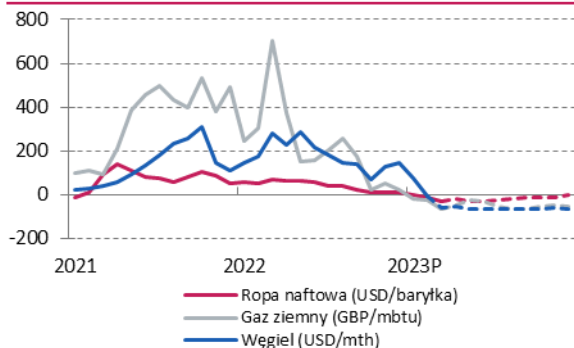
Zużycie gazu ziemnego (% r/r)



Indeksy cen surowców według HWWI (% r/r)



Ceny surowców energetycznych i ceny kontraktów terminowych (% r/r)



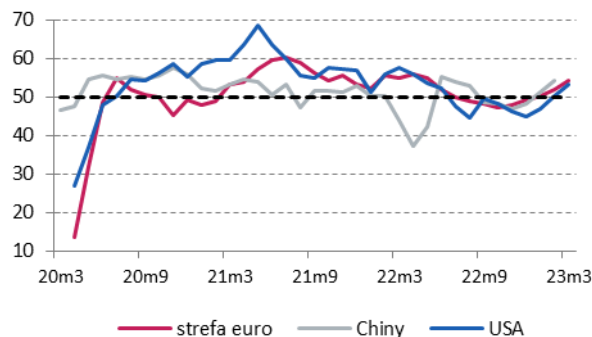
- W 1Q 2023 ceny surowców na rynkach światowych kontynuowały spadki. Poziomy opracowywanych przez HWWI (Hamburski Instytut Gospodarki Światowej) zbiorczych indeksów cen surowców energetycznych, żywnościowych, jak i przemysłowych (nieżywnościowe produkty rolnie żelazo, metale nieżelazne) były średnio w 1Q 2023 niższe niż przed rosyjską inwazją na Ukrainę. W szczególności dobrą informacją jest brak materializacji obaw w Europie o dostępność gazu ziemnego w okresie grzewczym, po tym jak Rosja ograniczyła dostawy tego surowca gazociągami. Przyczyniło się przede wszystkim do tego zmniejszenie zużycia, które w Unii Europejskiej sięgnęło 357 bcm (milionów metrów sześciennych) i było o 13,5% r/r niższe niż rok wcześniej. Sprzyjały temu korzystne warunki pogodowe, gdyż temperatura w okresie grzewczym 2022/2023 była wyższa niż średnia wieloletnia. Niemniej wobec wysokich cen energii przemysł również zmniejszył zużycie. Obniżkom cen ropy naftowej sprzyjało natomiast spowolnienie gospodarki światowej oraz rosnące zapasy. Również sytuacja na rynku surowców żywnościowych okazała się lepsza niż się obawiano. Zniżkujące ceny surowców przekładały się na inflację cen konsumpcyjnych, która szczyty w wielu gospodarkach ma już za sobą.
- Powyższe informacje wpisują się w oczekiwania silniejszych niż oczekiwano 3 miesiące temu spadków cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach w 2023 i 2024 r., co odzwierciedlają notowania kontraktów terminowych. Przekłada się to na obniżenie prognoz inflacji na świecie. Pomimo korzystnych tendencji po obecnie kończącej się zimie nie zanikają istotne czynniki ryzyka związane z cenami surowców i ich podażą w przyszłości. Według szacunków z połowy lutego br. Międzynarodowej Agencji Energetycznej (IEA) w 2023 r. w Unii Europejskiej w przypadku całkowitego zaprzestania dostaw gazu ziemnego z Rosji może pojawić się jego deficyt w wysokości 57 bcm, tj. 16% całkowitego zużycia w 2022 r. Niepewność co do wystarczającej ilości tego surowca dotyczy także Polski, aczkolwiek pod względem infrastrukturalnym nasz kraj jest przygotowany do braku dostaw z Rosji. Ponadto czynnikiem ryzyka dla cen surowców jest skala ożywienia gospodarczego w Chinach, gdzie pod koniec 2022 r. zniesiono radykalną politykę przeciwepidemiczną. Kraj ten ma wysoki udział w zużyciu niektórych surowców (np. aluminium, stal, miedź, nikiel, ale też bawełna, kukurydza, nawozy), co oznacza, że tempo ożywienia może mieć istotny wpływ na globalne rynki i inflację. Niezmienne ryzykiem obarczone są ponadto dostawy płodów rolnych z Ukrainy. Nowym czynnikiem niepewności, tym razem skierowanym w dół, staje się kondycja gospodarki globalnej wobec ryzyk stabilności systemu finansowego.

Gospodarka globalna - Początek roku to okres poprawy nastrojów gospodarczych na świecie i rewizji w górę prognoz PKB. Problemy w sektorze bankowym nowym czynnikiem ryzyka.

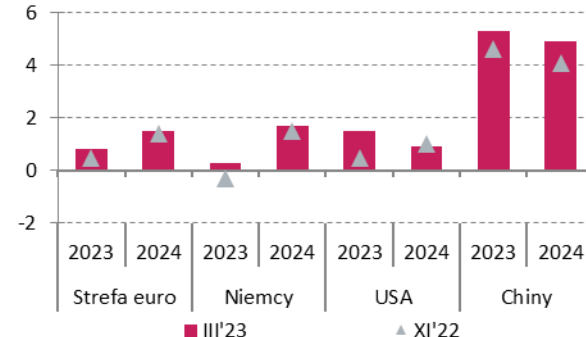
Globalny indeks napięć dostaw (pkt)



Złożony wskaźnik PMI (pkt)



Rewizja prognoz PKB przez OECD (%)

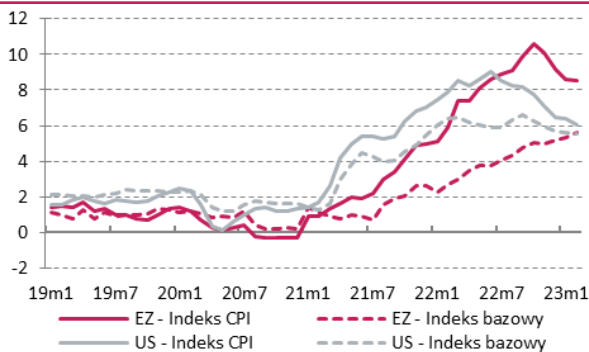


- Początek 2023 r. to okres poprawiających się nastrojów w gospodarce globalnej, co wynikało z braku materializowania się negatywnego scenariusza niedostatecznej ilości gazu w Europie, odejścia w Chinach od radykalnej polityki przeciwepidemicznej, z nadal bardzo dobrej sytuacji na amerykańskim rynku pracy, dezinflacji w cenach surowców oraz zmniejszających się napięć w łańcuchach dostaw. W konsekwencji złożony (composite) wskaźnik PMI odzwierciedlające łącznie kondycję sektora usług i przemysłu powrócił w strefie euro, w USA i w Chinach powyżej neutralnego poziomu 50 pkt wskazując na ożywienie gospodarcze. Nie zrealizowały się zatem obawy o techniczną recesję w okresie zimowym w strefie euro, zwłaszcza w Niemczech. W marcu br. OECD podniosło prognozę globalnego wzrostu gospodarczego dla 2023 r. o 0,4 pkt proc. do 2,6% i dla 2024 r. o 0,2 pkt proc. do 2,9%. W szczególności poprawiły się oczekiwania dla Niemiec, dla których w listopadzie 2022 r. oczekiwano recesji, a obecnie zakłada się dodatnią dynamikę PKB. Należy jednak podkreślić, że pomimo lepszej od oczekiwań kondycji gospodarek rozwiniętych w 1Q 2023 ich wzrost w kolejnych kwartałach nadal będzie wolny z powodu wysokiej inflacji ograniczającej siłę nabywczą dochodów, niepewności gospodarczej, słabej w skali świata wymiany handlowej i wysokich stóp procentowych. Ponadto OECD wyraźnie podwyższyło prognozę wzrostu PKB dla Chin po zmianie tamtejszej polityki co do COVID-19.
- W marcu br. uwidocznił się czynnik zwiększający niepewność co do spodziewanej ścieżki odbicia gospodarczego na świecie w nadchodzących kwartałach. Upadek banków w Stanach Zjednoczonych oraz problemy Credit Suisse przypominały o skutkach globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. Szybko podjęte działania obejmujące m.in. gwarancję wszystkich depozytów w bankach, które zbankrutowały w Stanach Zjednoczonych oraz przejęcie przez bank UBS Credit Suisse złagodziły obawy o zachwianie stabilności makroekonomicznej i finansowej na świecie. Na ten moment zakładamy w naszym podstawowym scenariuszu, że dotychczasowe wydarzenia nie wpłyną znacząco na perspektywę wzrostu gospodarki światowej. Widzimy bowiem determinację władz do zapewnienia stabilności systemu finansowego. Ponadto zmieniło się na bardziej ostrożne nastawienie najważniejszych banków centralnych w stosunku do okresu tuż przed wydarzeniami w sektorze bankowym w Stanach Zjednoczonych oraz w Szwajcarii. Warto podkreślić, że system finansowy, w tym władze makroostrożnościowe, są lepiej przygotowane niż 15 lat temu do reakcji na ewentualne nasilenie napięć w globalnym sektorze finansowym.

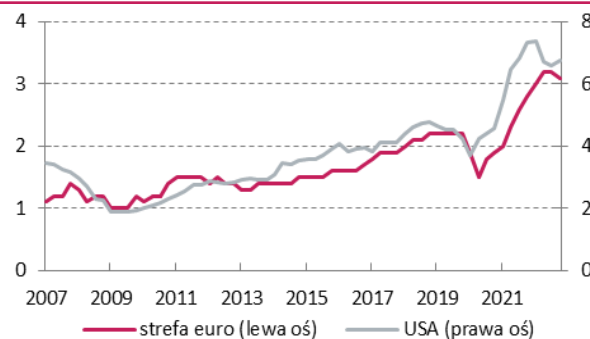
Źródło: Macrobond, OECD

Gospodarka globalna - Ceny surowców energetycznych powinny sprowadzać inflację w gospodarkach rozwiniętych w niższe terytoria, choć ciasny rynek pracy będzie utrzymywał wysoką inflację bazową

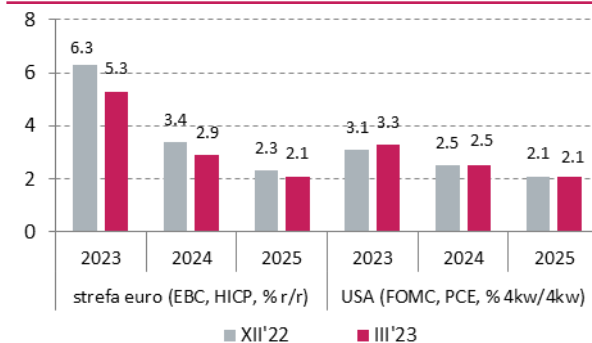
Inflacja i inflacja bazowa (% r/r)



Wolne miejsca pracy jako % wszystkich miejsc pracy



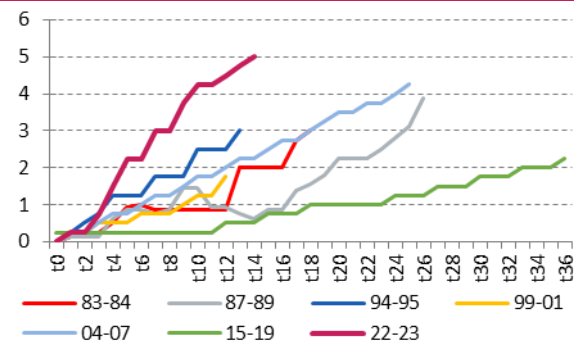
Prognozy inflacji konsumenckiej



- W 1Q 2023 wraz ze spadającymi cenami surowców inflacja w wielu gospodarkach obniżyła się. Wskaźnik HICP dla strefy euro wyniósł w marcu 6,9% r/r, podczas, gdy w szczycie w październiku ub. roku kształtował się na 10,6% r/r. W USA natomiast preferowana przez Rezerwę Federalną miara inflacji – deflator konsumpcji prywatnej obniżył się w lutym do 5,0% r/r z 5,3% r/r w grudniu ub. roku. Lepsza sytuacja na rynku surowców w Europie wpłynęła na rewizję w dół prognoz inflacji HICP przez EBC. W szczególności prognoza z marca br. na 2023 r. wynosi 5,3% r/r i jest niższa o 1,0 pkt proc. względem grudnia 2022. Natomiast według członków Fed inflacja PCE na koniec 2023 wyniesie 3,3% r/r, tylko nieznacznie wyżej niż zakładano 3 miesiące temu. Prognozy inflacji na 2023 r., ale także na 2024 r. przewyższają cele EBC i Fed.
- O ile obniżono dla strefy euro prognozę wskaźnika HICP na 2023 r., to podwyższono oczekiwania co do inflacji bazowej (HICP po wyłączeniu cen żywności i energii). Wiąże się to m.in. z sytuacją i prognozami dla tamtejszego rynku pracy. W styczniu i lutym 2023 r. stopa bezrobocia w strefie euro (20 krajów) wyniosła 6,6% wyrównując najniższą wartość w historii danych. Poziom ten, według EBC, ma średnio utrzymać się w całym 2023 r., pomimo spodziewanego wolnego wzrostu gospodarczego. Bardzo dobra sytuacja panowała w 1Q 2023 r. na rynku pracy również w Stanach Zjednoczonych. Średnio w styczniu i w lutym zatrudnienie poza rolnictwem przyszybowało o 400 tys. miesięcznie, a więc silnie na tle danych historycznych. Informacje te zmieniają nieco ocenę sytuacji na rynku pracy w krajach rozwiniętych, zwłaszcza w strefie euro, gdyż spowolnienie wywołane inflacją i rosnącymi stopami procentowymi jak na razie nie odbija się znacząco na popycie na pracę. Co więcej, zarysowują się w szczególności w Europie ryzyka efektów drugiej rundy, tj. nasilenia żądań płacowych wywołanych inflacją. Wzrost przeciętnej płacy godzinowej na obszarze unii walutowej przyspieszył w 4Q 2022 do 4,5% r/r z 1,5% r/r na koniec 2021 r. W przypadku USA dynamika płac, choć w lutym br. spowolniła do 4,6% r/r ze szczytów w 2022 r. to nadal przewyższa średnią historyczną. Rynek pracy w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych odbudował się po wybuchu pandemii, do czego przyczyniła się ekstremalnie luźna polityka gospodarcza. Sądzymy ponadto, że w gospodarkach rozwiniętych, wraz z postpandemicznym ożywieniem, w warunkach ograniczonej dostępności maszyn i urządzeń zwiększenie potencjału działalności mogło mieć miejsce w niektórych sektorach poprzez zwiększenie zatrudnienia. Rynek pracy stanowi główny czynnik ryzyka dla sprowadzenia inflacji w gospodarkach rozwiniętych do celu, choć zawirowania w sektorze bankowym zmieniają nieco postawę władz monetarnych.

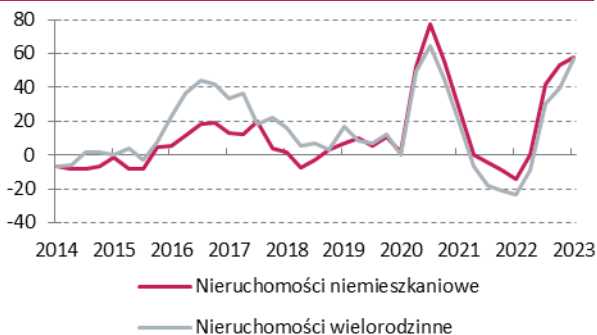
Gospodarka globalna - Problemy w sektorze bankowym w USA i w Europie zmieniły narrację banków centralnych na bardziej ostrożną

Cykle zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych (pkt proc.)

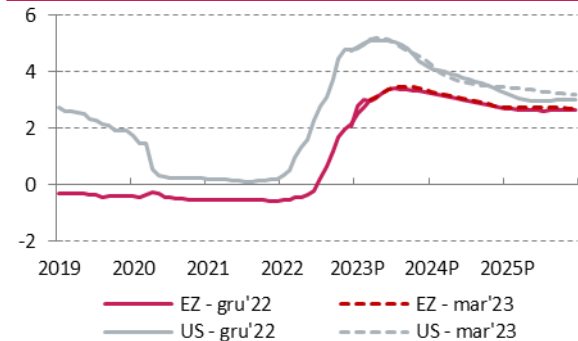


- Na początku 2023 r. Europejski Bank Centralny, jak i amerykańska Rezerwa Federalna podnosiły stopy procentowe wolniej niż w 2022 r., gdy bardzo szybko i w dużej skali zacieśniano politykę pieniężną. EBC w lutym br. podniósł stopę depozytową o 0,50 pkt proc. do 2,50%, a Fed pod koniec stycznia główną stopę o 0,25 pkt do 4,50-4,75%. Wraz z napływem nowych danych, w tym zwłaszcza o uporczywej inflacji bazowej i ciasnym rynku pracy bankierzy centralni zaostrzyli swoją retorykę. Prezes banku centralnego Austrii mówił o kolejnych podwyżkach w strefie euro łącznie o 2,00 pkt proc. Ponadto coraz częściej pojawiały się głosy o docelowym poziomie stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych wynoszącym 5,75-6,00% i wykasowano prognozy pierwszych obniżek jeszcze w 2023 r., po tym jak przewodniczący J.Powell nie wykluczył na początku marca br. przed Kongresem powrotu podwyżki w skali 0,50 pkt proc. oceniając tamtejszy rynek pracy jako „ekstremalnie” ciasny.
- Upadek regionalnych banków w Stanach Zjednoczonych oraz problemy banku Credit Suisse w Europie wpłynęły zarówno na decyzję w marcu Fed, jak i Rady Prezesów EBC oraz na oczekiwania rynkowe co do ich działań w przyszłości. EBC co prawda dokonał wcześniej komunikowanej podwyżki o 0,50 pkt, aczkolwiek złagodził retorykę i uzależnił dalsze decyzje od napływających danych. Fed dokonał natomiast podwyżki o 0,25 pkt proc. do przedziału 4,75-5,00%.
- Władzom Stanów Zjednoczonych jak na razie udaje się przeciwdziałać kolejnym „runom” na banki, aczkolwiek trudno w pełni wykluczyć, że po tak szybkim zacieśnieniu polityki pieniężnej uda się uniknąć problemów kolejnych instytucji finansowych. W takich warunkach władze monetarne zapewne będą wykazywać się większą ostrożnością w dalszych decyzjach. W ocenie rynków finansowych amerykańska Rezerwa Federalna zakończyła już ten cykl podwyżek stóp. Co więcej, do pierwszych cięć kosztu pieniądza ma dojść jeszcze w tym roku. Wyższa inflacja w strefie euro oraz mniejsze ryzyka dla stabilności sektora bankowego przemawia za oczekiwaniami kontynuacji zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC, choć jak można ocenić na podstawie doniesień medialnych będzie o to coraz trudniej. Rynki finansowe wyceniają obecnie, że stopa depozytowa w strefie euro wzrośnie jeszcze o 0,50 pkt proc. do poziomu 3,50%. Dla naszego podstawowego scenariusza zakładamy prognozy zgodne z oczekiwaniami rynkowymi, aczkolwiek widzimy ryzyka w górę zwłaszcza dla przyszłych działań Fed, jeśli nie będą realizowały się ryzyka dla sektora bankowego.

Udział banków zaostrzających warunki kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych (%)

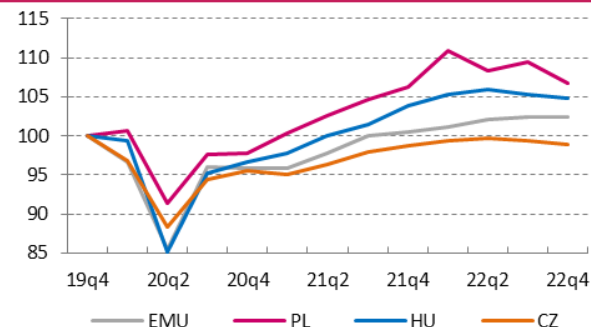


Oczekiwania rynkowe co do stóp procentowych (%)

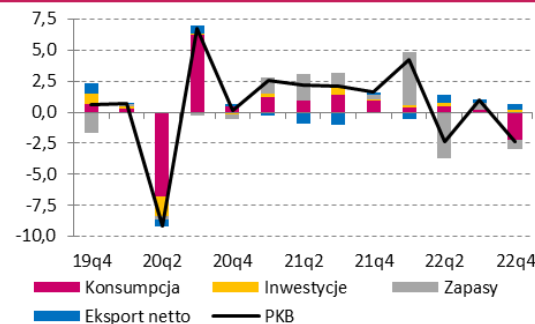


PKB w Polsce – Po dynamicznym wzroście PKB w ostatnich dwóch latach, przełom 2022 i 2023 roku przyniósł wyraźne schłodzenie koniunktury gospodarczej, głównie popytu konsumpcyjnego

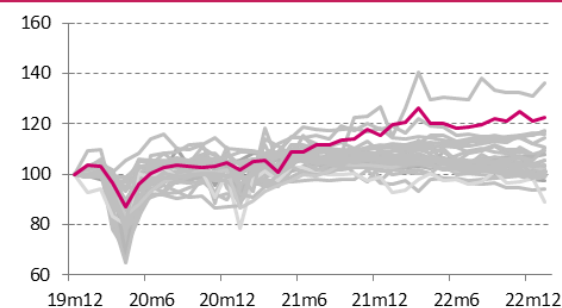
PKB w wybranych krajach
(4Q 2019=100, dane odsezonowane)



Dynamika PKB i jego struktura (kw/kw, dane odsezonowane)



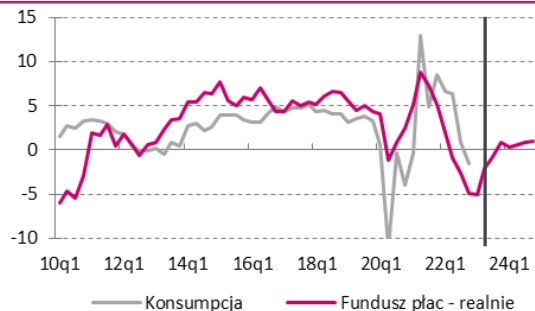
Sprzedaż detaliczna w krajach UE
(gru 2019=100, dane odsezonowane)



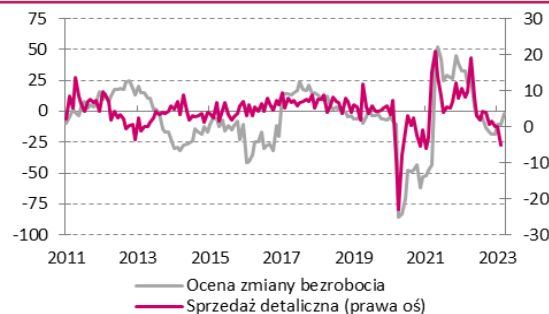
- Ostatnie miesiące minionego roku przyniosły wyraźne schłodzenie aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce. Dynamika PKB obniżyła się w 4Q 2022 do 2,0% r/r z 3,6% r/r w 3Q 2022, poziomu najniższego od początku 2021 r. Jeszcze wyraźniej na ostudzenie koniunktury wskazały dane odsezonowane, według których gospodarka skurczyła się o 2,4% kw/kw, najsilniej od wybuchu pandemii w 2Q 2020 r. Należy przy tym zwrócić uwagę, że hamowanie gospodarki następuje po okresie jej dynamicznego wzrostu w ostatnich dwóch latach, który napędzany był silnie ekspansywną polityką gospodarczą w czasie pandemii, zniesieniem obostrzeń przeciwepidemicznych, transferami społecznymi łagodzącymi wpływ wysokiej inflacji (w tym także tzw. wakacjami kredytowymi), a także napływem uchodźców z Ukrainy. W dalszym ciągu PKB Polski jest ok. 7% wyższy niż w przedpandemicznym 4Q 2019, co jest wręcz lepszym wynikiem w stosunku do większości krajów Unii Europejskiej. Pomimo wyraźnego wyhamowania popyt w gospodarce pozostaje relatywnie wysoki i chłodzenie koniunktury jest pożądane do zrównoważenia gospodarki i opanowania presji inflacyjnej.
- Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za pogorszenie koniunktury jest spadek popytu konsumpcyjnego. Wysoka inflacja i wysokie stopy procentowe ograniczają siłę nabywczą dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. W 4Q 2022 r. konsumpcja prywatna spadła o 2,5% % kw/kw (dane odsezonowane) i tylko w czasie lockdownu w 2Q 2020 r. zanotowany był gorszy wynik. Dane o sprzedaży detalicznej za styczeń i luty wskazują na dalsze kurczenie się popytu konsumpcyjnego. W lutym sprzedaż detaliczna spadła o 5,0% r/r i był to najgorszy wynik od listopada 2020 r. Częściowo jest to efekt wysokiej bazy odniesienia, bo w lutym ub. roku po wybuchu wojny w Ukrainie nastąpił skokowy wzrost sprzedaży paliw oraz artykułów żywnościowych. Osłabienie wpływu wakacji kredytowych, wykorzystanie zakumulowanych w czasie pandemii oszczędności, a także ustąpienie efektu napływu uchodźców z Ukrainy uwidoczniły destrukcyjny wpływ inflacji na dochody gospodarstw domowych i konsumpcję. Warto przy tym odnotować, że pomimo wyhamowania w ostatnich miesiącach indeks sprzedaży detalicznej jest w Polsce, porównując z grudniem 2019 r., jednym z najwyższych spośród krajów UE. Schłodzenie popytu konsumpcyjnego w Polsce następuje więc później niż w innych krajach UE, co może utrudnić walkę z inflacją. W 4Q ub. r. wkład zmiany zapasów do kwartalnej dynamiki PKB (po odsezonowaniu) był ujemny, co jest zgodne z intuicją ekonomiczną.

PKB w Polsce – silny negatywny wpływ wysokiej inflacji i stóp procentowych na konsumpcję. Inwestycje przejściowo zaskoczyły pozytywnie.

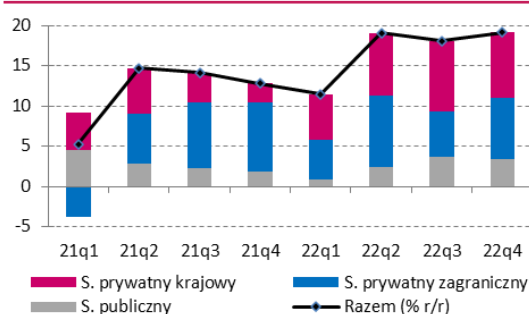
Dynamika realnego funduszu płac oraz konsumpcji (% r/r)



Sprzedaż detaliczna i ocena zmian bezrobocia w badaniach koniunktury konsumenckiej (r/r)



Nominalna dynamika inwestycji w środki trwałe według sektorów własności i ich struktura (%)



- Ujemna realna dynamika dochodów rozporządzalnych będzie ograniczała konsumpcję gospodarstw domowych także w najbliższych miesiącach. Spadek siły nabywczej dochodów wpływa na ograniczenie przede wszystkim konsumpcji dóbr trwałego użytku oraz usług. Wraz ze spadkiem inflacji słabnąć będzie jednak siła negatywnego wpływu inflacji na konsumpcję. W 4Q br. realna dynamika dochodów rozporządzalnych powinna powrócić do dodatnich poziomów. Biorąc pod uwagę niskie bezrobocie i brak obaw o utratę pracy, które w głównej mierze determinują nastroje konsumentów, skłonność do konsumpcji powinna rosnąć wraz ze spadkiem inflacji. Szczególnie, że ostatnie dane wskazują na poprawę nastrojów konsumenckich, w tym spadek obaw o utratę zatrudnienia, a także nieznaczne obniżenie oczekiwań inflacyjnych. Indeks WWUK – wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej – odzwierciedlający przyszłe nastroje konsumentów wzrósł w marcu do poziomu najwyższego od wybuchu wojny w Ukrainie. Z tego też powodu po słabej pierwszej połowie, druga połowa roku powinna przynieść odbudowę konsumpcji. Czynnikiem, który ten proces może wzmocnić są ewentualne dodatkowe transfery socjalne uruchamiane przed jesiennymi wyborami parlamentarnymi.
- Lepiej niż oczekiwaliśmy prezentuje się sytuacja w zakresie inwestycji w środki trwałe. Choć stopa inwestycji utrzymuje się na historycznych minimach, to w 4Q 2022 wzrost inwestycji przyspieszył do 4,9% r/r z 2,0% r/r kwartał wcześniej. W samym 4Q ub. r. ich wzrost wyniósł 1,3% (kw/kw, dane odsezonowane), co uznać należy za bardzo dobry wynik w warunkach wysokich stóp procentowych, wysokiej inflacji oraz niepewności co do perspektyw gospodarki. Co istotne, wzrost inwestycji wspierany był nie tylko przez projekty infrastrukturalne realizowane przez sektor publiczny, ale także inwestycje w maszyny i urządzenia (wzrost nominalny o 20,4% r/r, napędzony także przez inflację). Co równie ważne, silnie rosną inwestycje w grupie firm prywatnych, zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Niepewność co do perspektyw gospodarki i wysoki koszt finansowania nie doprowadziły zatem do załamania nakładów inwestycyjnych. Zapewne to efekt kończących się projektów rozpoczętych w poprzednich kwartałach. Być może jednak czynnikami wspierającymi kontynuację inwestycji przedsiębiorstw są utrzymujące się braki pracowników w części branż, a także konieczność poprawy efektywności energetycznej i rozwój odnawialnych źródeł energii. Kolejne kwartały przyniosą obniżenie dynamiki inwestycji, ponieważ wygaśnie pozytywny efekt rozliczenia projektów współfinansowanych z poprzedniej perspektywy finansowej UE. Niemniej biorąc pod uwagę lepszy początek roku, a także bardziej odporny na wysoką inflację i wysokie stopy procentowe sektor przedsiębiorstw, perspektywa inwestycji w 2023 rysuje się nieco lepiej niż nasze oczekiwania z poprzedniego raportu.

PKB w Polsce - Dane wysokiej częstotliwości wskazują, że dołek cyklu koniunkturalnego osiągnięty zostanie w 1Q 2023 r. i kolejne miesiące przyniosą odbudowę aktywności ekonomicznej

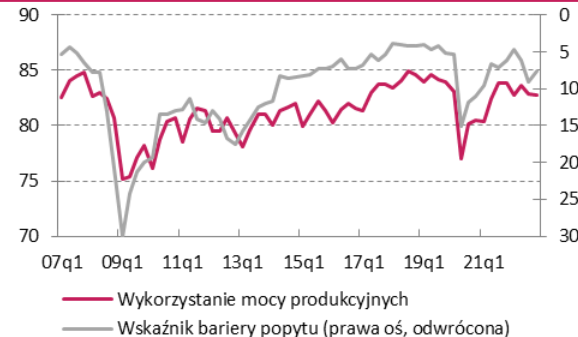
Wpływ efektu przeniesienia na dynamikę PKB w danym roku (pkt. proc.)



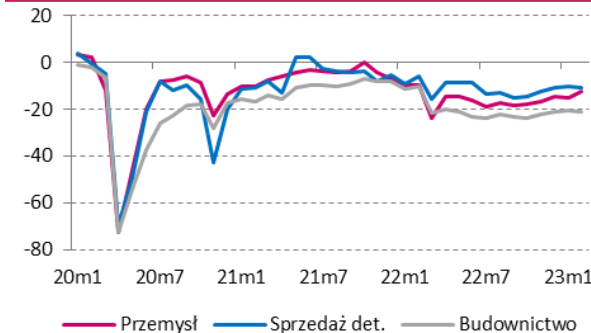
- Perspektywy polskiej gospodarki nie uległy zasadniczym zmianom w stosunku do naszej oceny z poprzedniego raportu kwartalnego. Zgodnie z oczekiwaniami początek tego roku jest okresem dalszego hamowania aktywności ekonomicznej. Dane wysokiej częstotliwości za styczeń i luty sugerują, że w 1Q br polska gospodarka może znaleźć się w technicznej recesji, ponieważ prawdopodobny jest spadek dynamiki PKB w ujęciu kw/kw. Recesja ta będzie miała stricte techniczny i statystyczny charakter, ponieważ dane z rynku pracy, w połączeniu z wynikami finansowymi firm, czy też wykorzystaniem mocy wytwórczych nie wykazują tendencji recesyjnych. W naszej ocenie 1Q br. będzie dołkiem cyklu koniunkturalnego i kolejne kwartały przyniosą odbudowę aktywności ekonomicznej. Oczekiwania te wspierają odczyty indeksów koniunktury GUS, które wskazują na poprawę oczekiwań co do spodziewanego popytu i portfela zamówień. Po fali pesymizmu w ostatnich miesiącach roku 2022, wywołanego obawami o skutki kryzysu energetycznego w Europie, początek roku 2023 przyniósł zauważalną poprawę nastrojów w gospodarce. Podtrzymujemy naszą ocenę, iż w całym roku wzrost gospodarczy wyniesie 0,7%, choć ryzyka dla tej prognozy przesuwają się w kierunku nieco lepszego wyniku. Będzie to drugi najniższy w historii dostępnych danych odczyt, jednak należy wskazać, że w dużej mierze to efekt silnie niekorzystnego efektu przeniesienia, który obniża dynamikę PKB w tym roku o nieco ponad 2 pkt. proc.
- Nieco odmienna względem poprzednich oczekiwań będzie struktura wzrostu. Wysoka i bardziej uporczywa inflacja pogorszyła nieznacznie perspektywy konsumpcji prywatnej. Wpływ ten będzie jednak neutralizowany poprawą perspektyw inwestycji w środki trwałe, a także bardziej sprzyjającym otoczeniem zewnętrznym. Mniejszy niż się obawiano wpływ kryzysu energetycznego na gospodarkę UE, w połączeniu z udrożnieniem łańcuchów dostaw, zniesieniem polityki zero-Covid w Chinach a także poprawą terms of trade wspierać będą polski eksport. Bardziej korzystny wkład eksportu netto będzie jednak kompensowana bardziej negatywnym wkładem zmiany zapasów.
- W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że zawirowania w amerykańskim i europejskim sektorze bankowym nie będą powodowały istotnych zaburzeń w polskiej gospodarce, szczególnie, że obecnie jest bardziej zrównoważona niż w 2008 r., przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego. Wysokie rezerwy walutowe, korzystniejsza ich relacja do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznych, niższy deficyt na rachunku obrotów bieżących powinny zmniejszyć skalę wpływu ewentualnego nasilenia zaburzeń w gospodarce globalnej na polską gospodarkę.

Źródło: Macrobond

Wykorzystanie mocy wytwórczych i ocena bariery popytu w badaniach NBP (%)

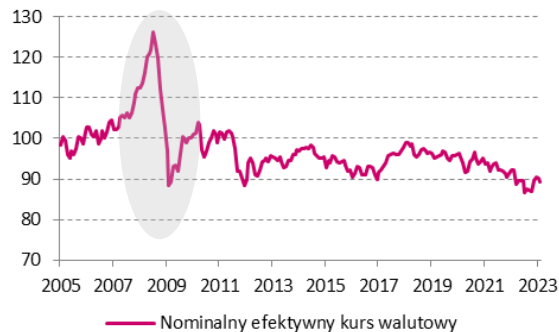


Wskaźniki spodziewanego portfela zamówień/sprzedaży w badaniach koniunktury GUS

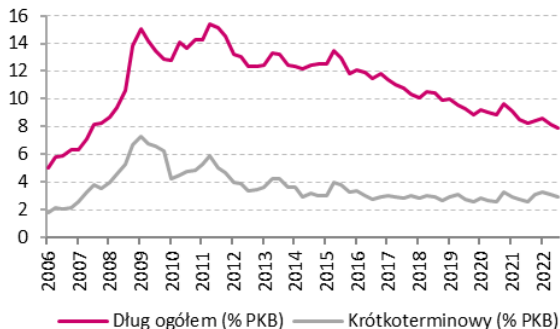


PKB w Polsce - Wpływ ewentualnych zawirowań w europejskim i amerykańskim sektorze bankowym na polską gospodarkę powinien być znacznie mniejszy niż po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 r.

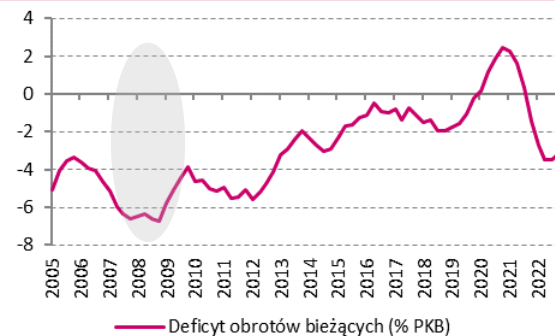
Przewartościowany złoty w 2008r. i silna korekta po upadku Lehman Brothers vs słaby złoty obecnie



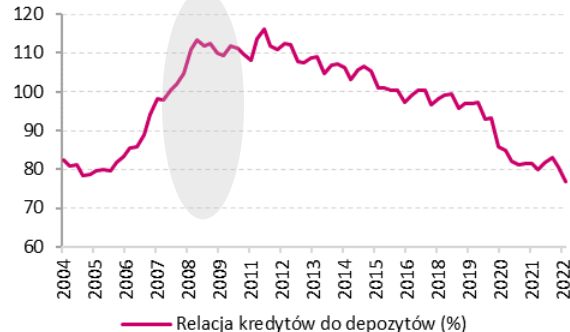
Dług zagraniczny monetarnych instytucji finans. (bez NBP) obecnie znacznie niższy niż w 2008 r.



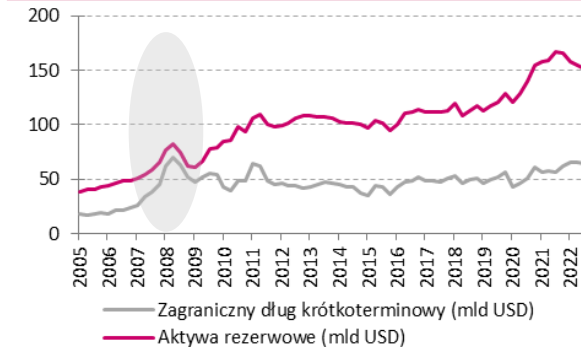
Deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2008 r. był 2-krotnie większy niż obecnie



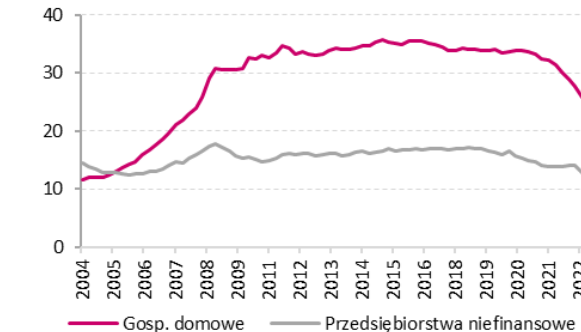
Relacja kredytów do depozytów w polskim sektorze bankowym znacznie niższa niż w 2008 r.



Krótkoterminowy dług zagraniczny i aktywa rezerwe (mld USD)

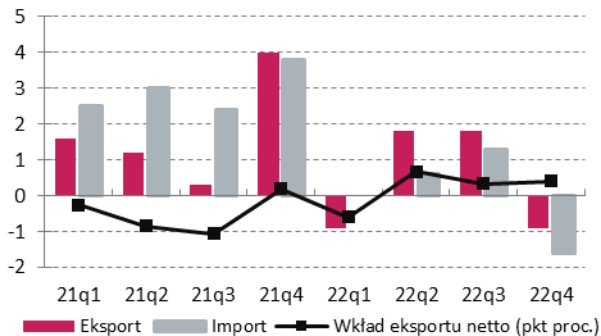


Kredyty dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych (% PKB)

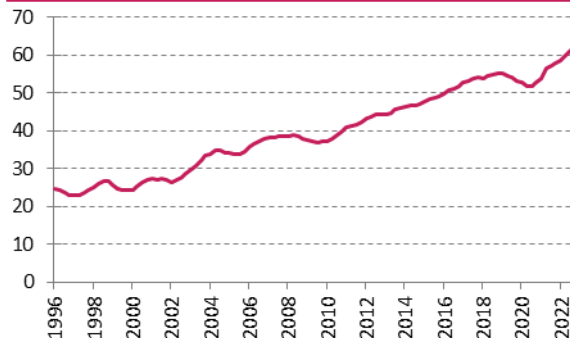


Wymiana handlowa z zagranicą - Napływ nowych informacji przemawia za prognozą mniejszego deficytu na rachunku obrotów bieżących

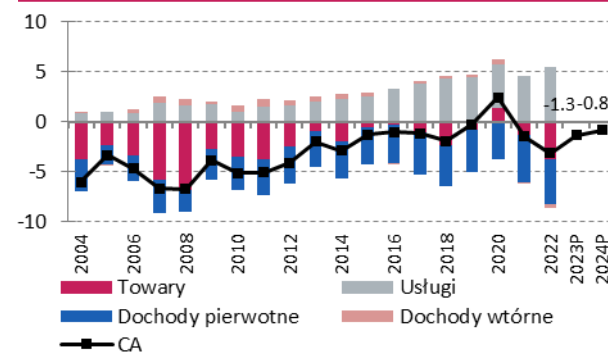
Eksport i import oraz wkład eksportu netto do dynamiki PKB (% kw/kw, sa, ceny stałe)



Udział eksportu w PKB (%)



Rachunek obrotów bieżących (% PKB)

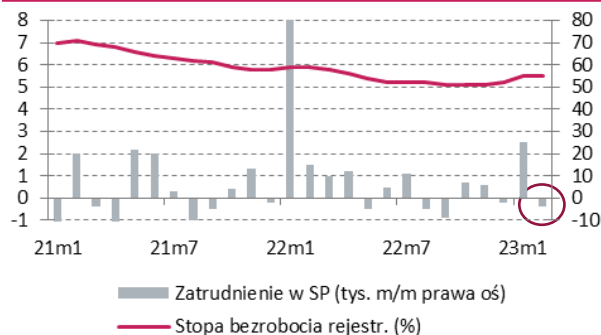


- Stąbnąca aktywność za granicą w wyniku rekordów inflacyjnych, pogorszenia sentymentu, wyższych stóp procentowych i ryzyk geopolitycznych wpłynęła w 4Q 2022 na obniżenie się polskiego eksportu towarów i usług (w cenach stałych). Import do Polski spadł jednak jeszcze szybciej, wraz z obniżającym się popytem krajowym. W konsekwencji saldo obrotów handlowych z zagranicą miało w cenach stałych dodatni wkład do dynamiki kw/kw PKB w 4Q 2022. Warto zauważyć, że skalę spadku eksportu w ostatnim okresie ograniczało ożywienie sprzedaży za granicę pojazdów i części do nich. Sprzyjało temu dalsze zmniejszanie napięć w międzynarodowych łańcuchach dostaw oraz lepsze nastroje gospodarcze w Europie. Powyższe zmiany, a także spadek cen surowców oraz niższe koszty frachtu (obniżające wartość importu) pozwoliły na zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących (liczonego jako sumę kroczącą czterokwartalną) do -3,1% PKB na koniec 2022 r. Dane te okazały się lepsze od naszych założeń sprzed trzech miesięcy. Styczeń 2023 r. przyniósł wzrost do -2,7% PKB wraz z dalszą poprawą salda obrotów towarowych z zagranicą.
- Lepsze od oczekiwań odczyty za 4Q 2022 i styczeń 2023, wyższe niż 3 miesiące temu oczekiwania co do wzrostu gospodarczego za granicą i niższych cen surowców energetycznych przemawiają za podniesieniem prognozy salda obrotów bieżących na koniec 2023 r. do -1,3% PKB. Oczekiwania silniejszego niż wydawało się w grudniu ub. roku popytu z zagranicy potwierdzają krajowe firmy w badaniach koniunktury GUS. Jednocześnie agenda ONZ ds. handlu (UNCTAD) prognozuje szybciej odbijający międzynarodowy handel usługami, co stanowi szansę zwłaszcza dla krajowej branży informatycznej i komunikacyjnej.
- Krajowi eksporterzy wykorzystali czas postpandemicznego ożywienia oraz otrząsnęli się z negatywnego wpływu sankcji na Rosję i Białoruś zwiększając sprzedaż do Ukrainy. Udział eksportu do PKB na koniec 2022 r. wzrósł niemal do 60%. Z jednej strony Polska jest coraz ważniejszą częścią globalnej wymiany handlowej, co pozwala na lepsze wykorzystanie przewag konkurencyjnych. Z drugiej zaś jest to czynnik niekorzystny w przypadku pogorszenia koniunktury za granicą np. w wyniku ewentualnego szoku w systemie finansowym. Sądzymy, że głównym kanałem jego oddziaływania byłaby właśnie wymiana handlowa, podobnie jak miało to miejsce w przeszłości. Naszym zdaniem pomimo wyższego udziału eksportu w PKB krajowa gospodarka jest obecnie bardziej odporna na niekorzystne wydarzenia w globalnym sektorze finansowym.

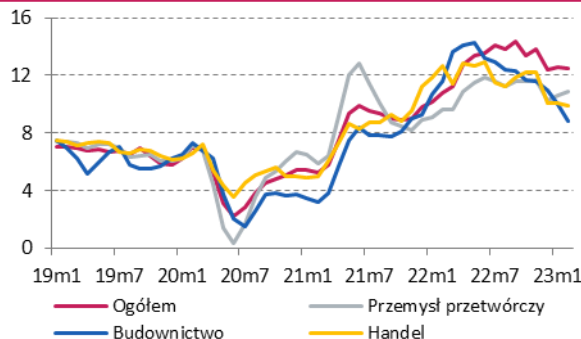
Źródło: GUS, Macrobond, NBP, UNCTAD, Bank Millennium, P - prognoza

Rynek pracy - Zaprezentowany na przełomie 2022 i 2023 r. scenariusz dla rynku pracy w Polsce nie ulega po 1Q br. zasadniczym zmianom

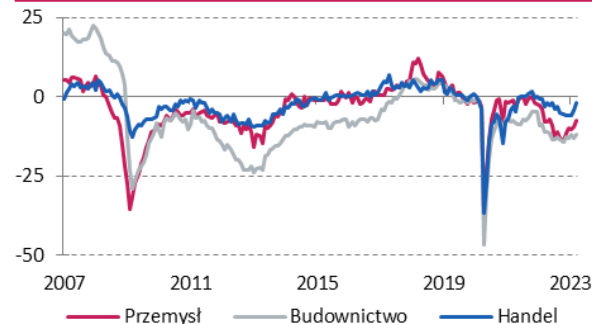
Zatrudnienie w sektorze przeds. i stopa bezrobocia rejestrowanego



Nominalne wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r, trzymiesięczna średnia ruchoma)



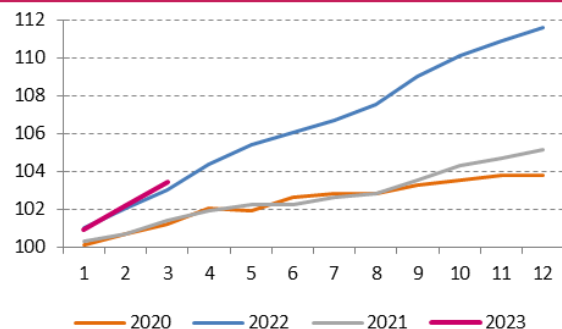
Wskaźnik przewidywanego zatrudnienia w sektorze (GUS, sa, pkt)



- W I Q 2023 r. realizował się w dużym stopniu scenariusz dla rynku pracy przedstawiony w naszym raporcie rocznym z końca 2022 r., w którym zakładaliśmy, że popyt na pracę będzie się osłabiać wraz z obniżającą się aktywnością gospodarczą. Co prawda zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w styczniu i w lutym br. rośnie w ujęciu rocznym średnio o 0,9% r/r, to w lutym odnotowano spadek m/m o 4 tys. pełnych etatów. Nie był on duży, choć dla tego miesiąca był on pierwszy od 2013 r. Dotknął on w największym stopniu budownictwo oraz handel, które w I Q 2023 najsilniej odczuwały skutki obniżenia się aktywności gospodarczej. W badaniach koniunktury firmy z tych sektorów oraz z części branż usługowych oceniają, że brak wykwalifikowanych pracowników nie jest już tak silną jak wcześniej barierą rozwoju. Wnioski te są spójne z danymi o wynagrodzeniach. Wzrost płac wyniósł średnio w okresie styczeń-luty br. w budownictwie 8,0% r/r, a w handlu 11,6% r/r, podczas gdy w całości sektora przedsiębiorstw 13,6% r/r. Warto zauważyć, że wzrost ten był silniejszy niż w 4 Q 2022, choć w części wynikało to z wypłat premii oraz podwyżki płacy minimalnej (o 16,0%). Stopa bezrobocia rejestrowanego kształtowała się w styczniu i w lutym na poziomie 5,5% i tylko z powodu sezonowości była wyższa niż w grudniu 2022, gdy wynosiła 5,2%.
- O ile zatrudnienie nieco osłabło w lutym, to firmy z przemysłu i handlu poprawiły swoje oczekiwania dotyczące popytu na pracę. Przypisujemy tę zmianę lepszym nastrojom wynikającym z sytuacji energetycznej Europy oraz z spodziewanego wolniejszego wzrostu cen. W badaniu NBP pt. Szybki Monitoring indeks prognozowanego zatrudnienia nadal przewyższa średnią historyczną. W naszej interpretacji powyższe informacje wskazują na wygaśnięcie obaw w części sektorów o konieczność zmniejszenia zatrudnienia w warunkach kurczącej się aktywności gospodarczej. Obecnie zakładamy w naszym podstawowym scenariuszu makroekonomicznym, że stopa bezrobocia rejestrowanego wzrośnie na koniec 2023 r. tylko do 5,6%, a więc w mniejszej skali niż 5,9% spodziewane 3 miesiące temu. Wzrost bezrobocia zapewne będzie ograniczał się do sektorów o najsłabszej koniunkturze, np. w budownictwie czy w niektórych branżach usługowych. Wraz z wyższymi (choć nieznacznie) danymi o wzroście płac w sektorze przedsiębiorstw i niewielkim obniżeniem oczekiwanej stopy bezrobocia podnosimy prognozę przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce w 2023 r. do 11,5% r/r z 10,9% r/r szacowanego w grudniu. Wzrost wynagrodzeń w 2023 r. nadal będzie wysoki, ze względu na inflację, niskie bezrobocie oraz utrzymujące się żądania płacowe. 2024 r. to według naszych prognoz stabilizacja stopy bezrobocia i obniżenie, wraz z niższą inflacją, dynamiki płac.

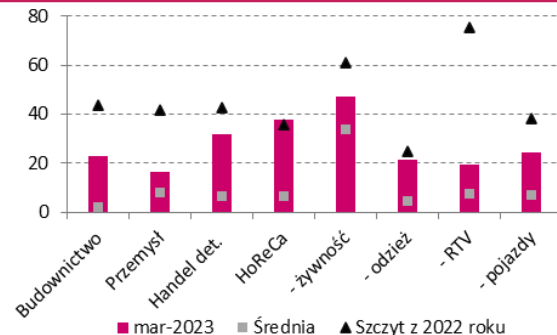
Inflacja - Wskaźnik CPI osiągnął szczyt niżej niż oczekiwania z końca minionego roku, niemniej ze względu na lepkość inflacji jej powrót do celu NBP to wciąż odległa perspektywa

Inflacja bazowa w Polsce (grudzień roku poprzedniego = 100)

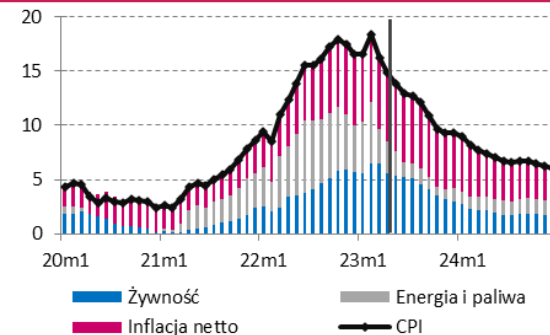


- Inflacja CPI osiągnęła szczyt w lutym br. na poziomie 18,4% r/r, tj. niżej niż nasze szacunki z poprzedniego raportu. To w dużej mierze efekt zamrożenia cen energii elektrycznej i gazu, a także polityki cenowej koncernu Orlen, która ograniczyła wpływ wycofania rządowej tarczy antyinflacyjnej na ceny paliw. Presja cenowa ze strony popytu pozostaje wysoka. Znajduje to odzwierciedlenie w odczytach inflacji bazowej, która w lutym wzrosła do rekordowo wysokiego poziomu 12,0% r/r (inflacja netto). Co istotniejsze, miesięczne zmiany inflacji bazowej w okresie styczeń-luty 2023 r. potwierdzają uporczywość inflacji i brak sygnałów hamowania. W dwóch pierwszych miesiącach tego roku inflacja bazowa netto była o 2,2% wyższa względem grudnia ub. roku wobec wzrostu o 2,0% w analogicznym okresie 2022 r. Wstępny odczyt inflacji w marcu przyniósł dalszy wzrost inflacji bazowej. W warunkach ciśniego rynku pracy i wysokiej presji płacowej przedsiębiorstwa wciąż mają możliwość przeliczania rosnących kosztów produkcji na ceny detaliczne. Dane o wynikach finansowych dużych i średnich firm wskazały na spadek wskaźników rentowności i erozję marż w 4Q 2022, jednak utrzymują się one na poziomach wyższych niż wieloletnie średnie. Przestrzeń do obrony marż odzwierciedlają wskaźniki spodziewanych cen w handlu detalicznym, przetwórstwie przemysłowym, czy budownictwie, które oddaliły się od ubiegłorocznych szczytów, ale pozostają wyraźnie powyżej długoterminowej średniej. Na występowanie tego zjawiska wskazuje m.in. zauważalna rozbieżność pomiędzy spadającym od kilku miesięcy indeksem cen żywności FAO a cenami żywności w kraju.
- Najbliższe miesiące przyniosą dość wyraźne spadki ogólnego indeksu CPI, na co w głównej mierze wpływ będą miały efekty wysokiej bazy odniesienia sprzed roku, kiedy po wybuchu wojny w Ukrainie ceny surowców wystrzeliły w górę. Efekty statystyczne oraz spadki cen surowców będą wspierały zniżkę nie tylko inflacji konsumenckiej, ale także indeksu cen producenta i cen importu. Według naszych prognoz inflacja CPI powróci do poziomów jednocyfrowych w 4Q br. i średnio w 2023 roku wyniesie 12,8%, czyli niżej niż nasza prognoza z poprzedniego raportu. Scenariusz dezinflacji w 2023 r. jest zgodny z naszą oceną z poprzedniego raportu kwartalnego. Choć inflacja schodzić będzie z nieco niższego poziomu niż wcześniejsze oczekiwania, to powrót do celu NBP zajmie więcej czasu. Tempo dojścia inflacji do celu NBP spowalniać będzie ewentualnie szybsze od naszych oczekiwań złagodzenie polityki pieniężnej lub rozluźnienie polityki fiskalnej przed jesiennymi wyborami parlamentarnymi. Taki sam skutek miałoby ewentualne przedłużenie wakacji kredytowych, co sygnalizowane jest przez część polityków rządzącej koalicji.

Wskaźniki spodziewanych cen w badaniach koniunktury GUS (pkt)

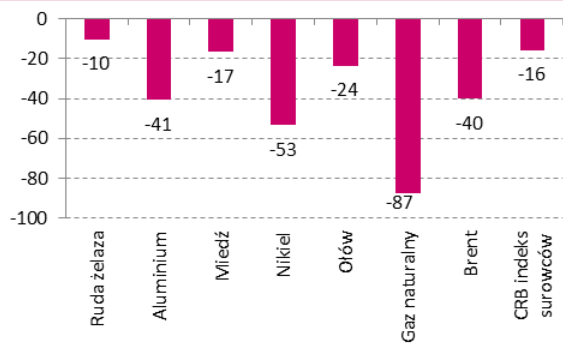


Inflacja CPI oraz jej struktura (% r/r)



Inflacja w Polsce – w wykresach

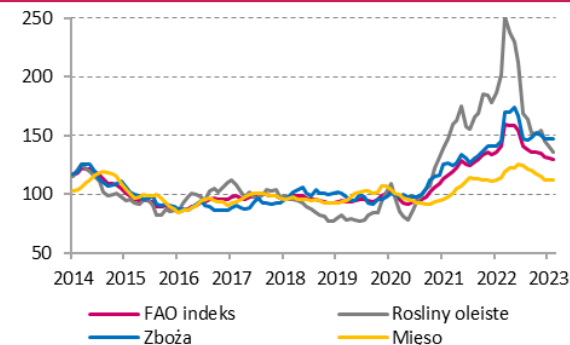
Zmiana cen wybranych surowców względem ubiegłorocznego maksimum (%)



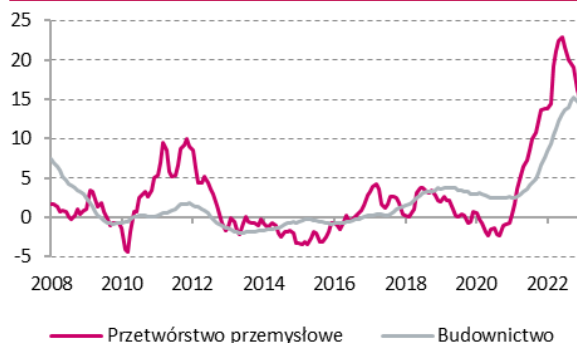
Ceny gazu (Dutch TTF, EUR/mWh)



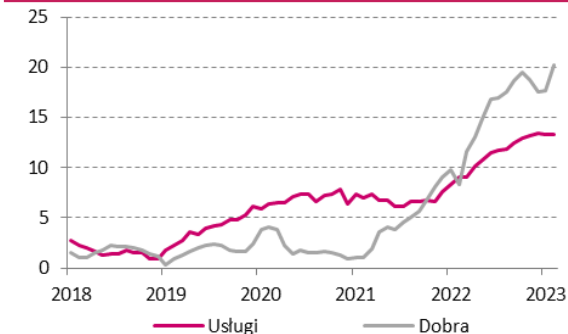
Indeks cen żywności FAO (pkt)



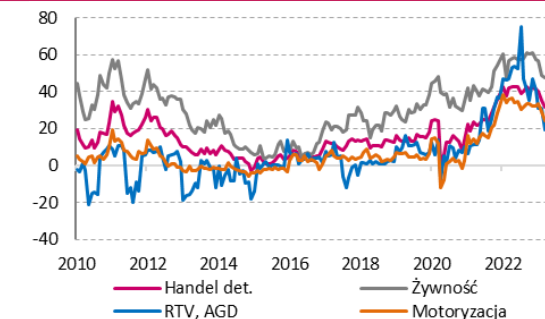
Indeks cen w przetwórstwie przemysłowym oraz w budownictwie w Polsce (% r/r)



Inflacja cen dóbr i usług (% /r)

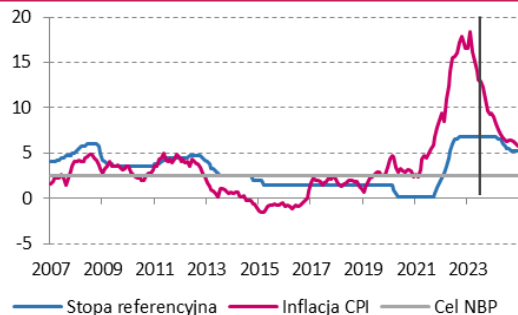


Komponent spodziewanych cen w badaniach koniunktury GUS – handel detaliczny (pkt)



Polityka pieniężna - Rok 2023 będzie okresem utrzymania stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Zejście inflacji CPI do jednocyfrowych poziomów może nasilić dyskusję o rozpoczęciu obniżek stóp procentowych.

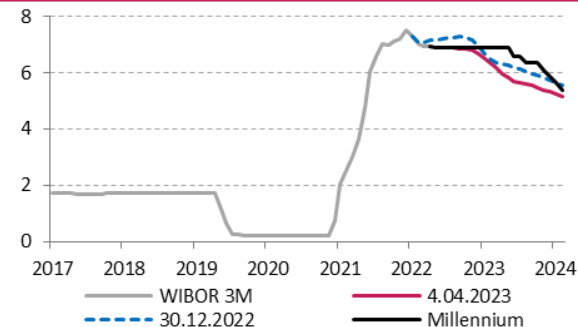
Stopa referencyjna (%), inflacja (% r/r) oraz cel inflacyjny



Wskaźnik warunków finansowych w Polsce (pkt)



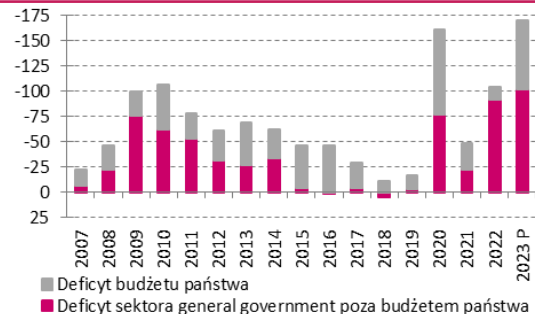
Oczekiwana przez rynki finansowe ścieżka WIBOR 3M (%)



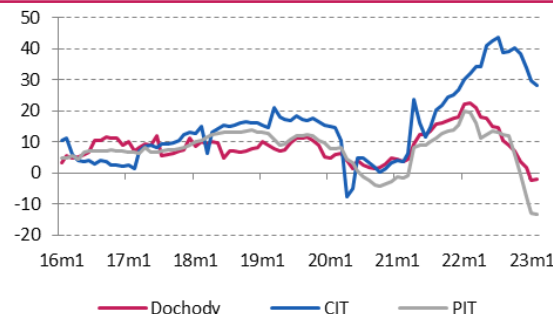
- W październiku ubiegłego roku Rada Polityki Pieniężnej przeszła w tryb wait-and-see i od tamtego czasu utrzymuje stopy procentowe na niezmienionym poziomie. RPP formalnie nie zakończyła cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, niemniej prawdopodobieństwo podwyżki stóp uznajemy za niskie. W warunkach lepszej inflacji oraz ciasnego rynku pracy całkowicie takiego scenariusza wykluczyć jednak nie można. Obecny cykl zacieśnienia doprowadził do silnego i szybkiego zaostrenia warunków finansowych, choć ostatnie tygodnie przyniosły jego złagodzenie (spadek rentowności obligacji oraz spreadów kredytowych). Od publikacji ostatniego raportu nasze oczekiwania co do polityki pieniężnej nie uległy zasadniczym zmianom. Bazowym scenariuszem jest stabilizacja stóp na obecnym poziomie do końca tego roku i rozpoczęcie obniżek w 2024 r. To nieco bardziej ostrożny scenariusz względem oczekiwań rynków finansowych, które wycenijają obniżki stóp proc. jeszcze w tym roku.
- W naszej ocenie uporczywy charakter inflacji w warunkach niskiego bezrobocia, rosnących kosztów pracy i wciąż podwyższonych oczekiwań inflacyjnych nie będą wspierały szybkich obniżek oprocentowania. Szczególnie, jeśli wyhamowanie inflacji ze względu na niższą inflację cen energii i paliw, wesprze dochody rozporządzalne i konsumpcję prywatną, która dodatkowo może być wzmocniona poluzowaniem polityki fiskalnej przed wyborami parlamentarnymi. Argumentu do szybkich obniżek stóp nie dają też wyniki ostatniej projekcji inflacji, według których powrót indeksu CPI do celu inflacyjnego, przy utrzymaniu stabilnych stóp procentowych, nastąpi dopiero w 2 poł. 2025 r. Silniejsza uporczywość inflacji będzie powodować, że osiągnięcie celu NBP może nastąpić jeszcze później. Z tego też powodu w naszej ocenie RPP powinna utrzymywać restrykcyjną retorykę i kontynuować komunikację ukierunkowaną na walkę z inflacją i zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych.
- Dostrzegamy ryzyko, że pretekstem do rozważenia szybszego niż nasz scenariusz rozpoczęcia luzowania polityki pieniężnej może być dla obecnej RPP spadek inflacji CPI do poziomu jednocyfrowego, szczególnie jeśli nastąpiłoby to przed jesiennymi wyborami. Realizacja tego scenariusza oznaczałaby wolniejszy powrót inflacji do celu NBP i jeszcze dłuższy okres inflacji przekraczającej cel NBP. Czynnikiem niepewności dla funkcji reakcji obecnej RPP jest w naszej ocenie ewentualne poluzowanie fiskalne przed wyborami parlamentarnymi oraz sam wynik wyborów parlamentarnych. W scenariuszu bazowym zakładamy, że uwidocznione dotychczas problemy amerykańskich i europejskich banków nie wywołają silnych zaburzeń w polskiej gospodarce, a przez to nie wpłyną na decyzje RPP.

Polityka fiskalna - Rok 2023 przyniesie wzrost deficytu sektora general government do 5,2% PKB, przy czym zdecydowana większość deficytu wygenerowana będzie poza budżetem państwa

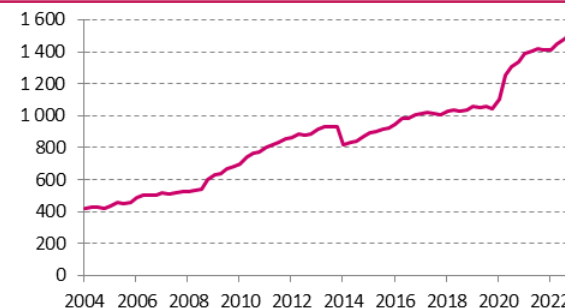
Deficyt sektora finansów publicznych (mld PLN)



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



Dług sektora general government (mld PLN)



- Budżet państwa za 2022 rok zamknął się deficytem wartości 12,4 mld PLN. To wynik znacznie lepszy niż założony w ustawie deficyt na poziomie 29,9 mld PLN. Podobnie jak w ostatnich latach deficyt został „wygenerowany” w grudniu, kiedy nastąpił gwałtowny wzrost wydatków. Budżet pozostaje pod silnym wpływem wysokiej inflacji, która z jednej strony zwiększa bazę podatkową, a tym samym przestrzeń do wyższych wpływów podatkowych, jednak wprowadzenie tarczy antyinflacyjnej w postaci obniżenia stawek podatku VAT na wybrane produkty uszczupliło dochody z podatków pośrednich. Uwagę zwraca bardzo wysoka dynamika wpływów z podatku CIT (+33,9% r/r w 2022 r.), co wskazuje na dobrą kondycję finansową firm, a jednocześnie zdolność przedsiębiorstw do przerzucania rosnących kosztów działalności na ceny detaliczne. Deficyt całego sektora finansów publicznych wzrósł w minionym roku z 1,8% PKB do 3,4% PKB, czyli ok. 104 mld PLN. Oznacza to, że zdecydowana część deficytu sektora finansów publicznych wygenerowana została poza budżetem państwa. W ubiegłym roku wartość ta sięgnęła 92 mld PLN, tj. więcej niż w 2020 r. po wybuchu pandemii Covid. Potwierdza to, iż sektor finansów publicznych jest coraz mniej przejrzysty i coraz większa część wydatków publicznych ponoszona jest przez fundusze pozabudżetowe.
- Perspektywy sektora finansów publicznych na rok 2023 nie są korzystne. Spodziewamy się wzrostu deficytu sektora general government do ok. 5,2% PKB. Natomiast deficyt budżetu państwa wyniesie w tym roku według ustawy budżetowej 68 mld PLN, tj. 2,0% PKB. To w głównej mierze efekt cyklicznego spadku dochodów podatkowych, uruchomienia mechanizmów indeksacyjnych po stronie wydatkowej (głównie transfery społeczne), kosztów zamrożenia cen energii elektrycznej i gazu, zwiększonych wydatków militarnych, przedłużenia obniżonej stawki VAT na nieprzetworzoną żywność oraz skutki wprowadzenia Polskiego Ładu, który ograniczył wpływ z podatku PIT. Ze względu na specyfikę roku wyborczego widzimy realne ryzyko zwiększenia transferów społecznych przed jesiennymi wyborami parlamentarnymi., choć wspomniane powyżej czynniki ograniczają przestrzeń fiskalną do dalszej stymulacji. Ryzyka dla prognozy deficytu sektora finansów publicznych w tym roku skierowane są w górę.
- W ślad ze wzrostem deficytu rośnie dług publiczny, choć ze względu na wysoką inflację jego relacja do PKB w minionym roku obniżyła się. Dług sektora general government wzrósł w 4Q ub. roku do 1,51 bln PLN, czyli 49,1% PKB (53,6% PKB w 2021 r.). Rok 2023 przyniesie jednak przyspieszenie wzrostu długu publicznego ze względu na spodziewany wzrost ekspansji fiskalnej. W warunkach wysokich stóp procentowych przekłada się to na silny wzrost kosztów obsługi zadłużenia, które w 2023 r. wyniosą 66 mld PLN, tj. nieco ponad 2% PKB wobec 32,7 mld PLN w roku 2022.

Rynki finansowe PLN - Podtrzymujemy naszą ocenę, iż perspektywy złotego są umiarkowanie optymistyczne, lecz obarczone niepewnością

Sytuacja złotego oraz perspektywy krajowej waluty

Podtrzymujemy nasze umiarkowanie optymistyczne nastawienie do złotego formułowane pod koniec ubiegłego roku. Mimo iż pierwszy kwartał 2023 roku przyniósł podwyższoną, negatywną presję sprzedających (kurs EUR/PLN przejściowo sięgnął poziomu 4,80), to jak wskazywaliśmy w poprzednim raporcie ryzyko silniejszego osłabienia (4,90-5,00 PLN za EUR) w naszej ocenie systematycznie maleje. Nie zmaterializował się bowiem scenariusz kryzysu energetycznego w Europie, a kwestia konfliktu zbrojnego na Ukrainie nie jest już motywem przewodnim na rynkach finansowych. Nie oznacza, to jednak, iż status waluty przyfrontowej jest neutralny dla złotego. Źródłem przeceny polskiej waluty w tym roku były jednak głównie czynniki krajowe (kolejne opóźnienie w uruchomieniu środków z KPO, czy opinia rzecznika TSUE w sprawie walutowych kredytów hipotecznych). Pozytywnie ocenić natomiast należy wysoką odporność polskiej waluty na zawirowania rynków globalnych wywołane perturbacjami światowego sektora bankowego. Częściowo wiązać to można z poprawą carry trade. Mimo konsekwentnej postawy wait-and-see w przypadku Rady Polityki Pieniężnej w ostatnich tygodniach wyraźnemu zmniejszeniu uległy natomiast oczekiwania co do docelowych poziomów stóp procentowych największych banków centralnych. Istotnemu zmniejszeniu uległo ponadto ryzyko kredytowe Polski (kontrakty CDS).

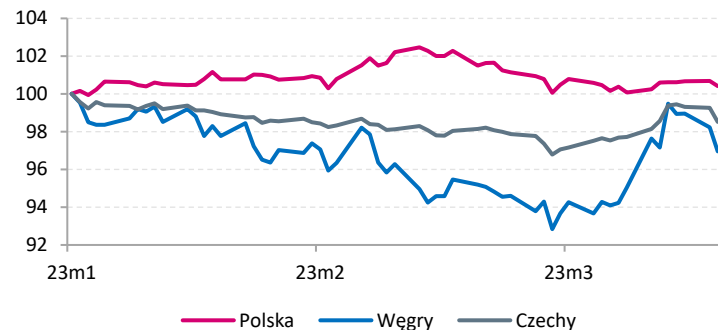
Zakładamy, iż na koniec roku kurs EUR/PLN obniży się do 4,60. Warto jednak podkreślić, iż w stosunku do poprzedniego raportu ryzyka dla złotego są w naszej ocenie skierowane w stronę nieco silniejszej aprecjacji. Filarami prognozy pozostaje oczekiwany wzrost kursu EUR/USD (historycznie pozytywnie wpływający na wycenę walut regionu) oraz ograniczanie nierównowag w polskiej gospodarce. Przede wszystkim oczekujemy stopniowej dezinflacji w 2023 roku, a tym samym odwrótu od rekordowo ujemnych realnych stóp procentowych w Polsce. Zakładamy ponadto pozytywne dla waluty ograniczanie deficytu obrotów bieżących. Ryzykiem pozostają potencjalne napięcia fiskalne towarzyszące specyfice roku wyborczego, chęć przedwczesnego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp proc. przez RPP, czy turbulencje rynków globalnych np. w wyniku dalszych zawirowań w globalnym sektorze bankowym. Z tych powodów zakładamy także podwyższoną zmiennością wyceny złotego.

Heat mapa polskiej gospodarki (kolor zielony sprzyja umocnieniu PLN, kolor czerwony sprzyja przecenieniu PLN)

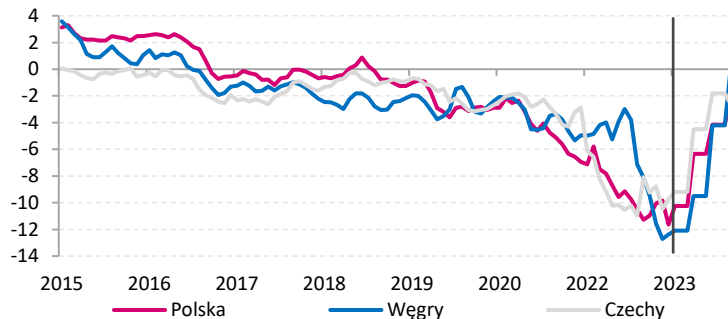
		Poziom	Δ 3M	Δ 1Y	Δ 3Y
REER (%)	2023-02	90,1	2,09	3,95	3,80
Stopa referencyjna (pkt. proc.)	2023-03	6,75	0	3,25	5,75
CPI (pkt. proc.)	2023-03	16,2	-0,6	5,2	11,6
Realne stopy procentowe (pkt. proc.)	2023-03	-9,5	0,6	-2,0	-5,8
Stopa bezrobocia (pkt. proc.)	2023-02	5,5	0,4	-0,4	0
C/A (% PKB)	2023-01	-2,9	0,6	-1,3	-2,8
Rachunek finansowy (% PKB)	2023-01	-2,1	1,0	-1,0	-3,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2023-01	0,3	0,1	-0,4	-1,2
Stan rezerw NBP (% PKB)	2023-01	25,6	1,5	0,6	4,3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (PLN, % PKB)	2022-10	-34,9	-0,5	5,6	9,3
bilans handlowy (PLN, % PKB)	2023-01	0,2	2,8	0,3	0,2
CDS (pkt.)	2023-03	91,9	-39,2	49,8	32,4
Deficyt general government (% PKB)	Q4 2022	-3,4	-1,1	-1,6	-2,7
Terms of trade	2022-12	96,9	0,8	4,5	-5,6
Podaż pieniądza M3 (% PKB)	2023-01	73,9	4,43	0,08	6,13

Rynki finansowe PLN - w wykresach

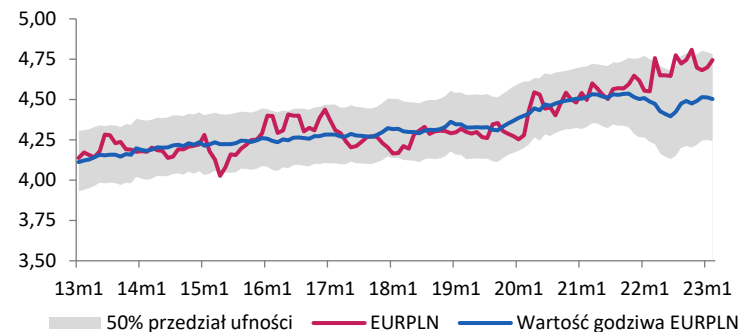
Zmiana kursu walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej do euro (1.01.2023=100)



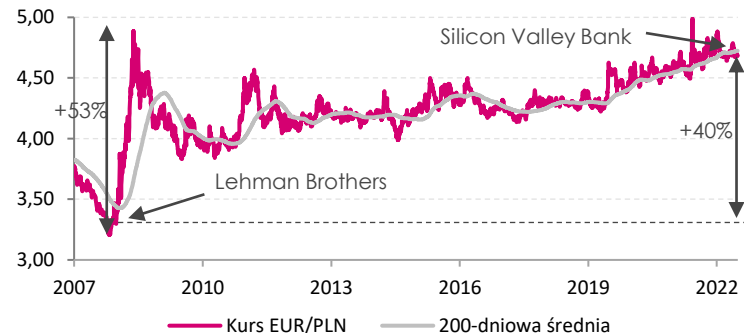
Realne stopy procentowe w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej (%)



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

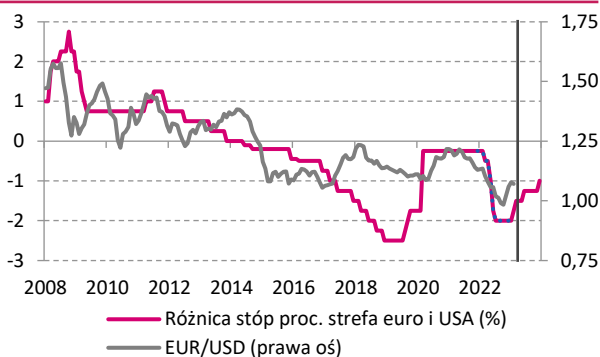


Kurs EUR/PLN i momenty upadłości wybranych banków amerykańskich

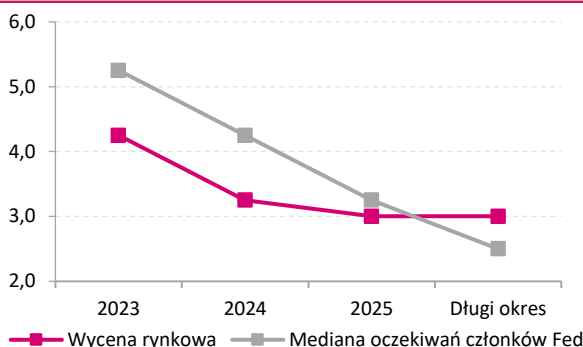


Rynki finansowe EUR/USD - Mimo tegorocznych solidnych wzrostów eurodolar wciąż dysponuje potencjałem do zwyżki

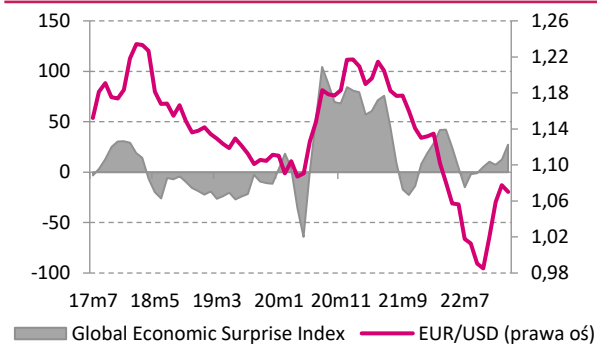
Kurs EUR/USD i różnica stóp procentowych pomiędzy strefą euro a USA



Rynkowe oczekiwania stóp procentowych w USA i mediana oczekiwań członków Fed (%)



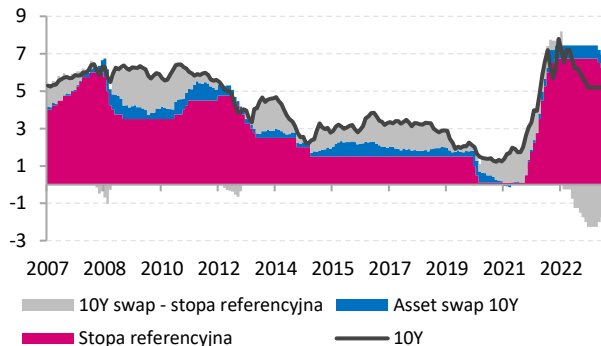
Kurs EUR/USD i Global Economic Surprise Index



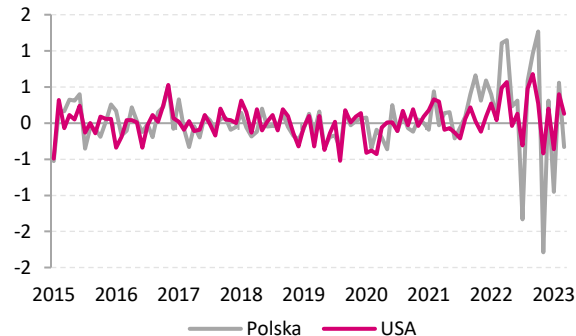
- Początek 2023 roku przyniósł zanegowanie obowiązującego niemal od początku 4Q 2022 gwałtownego trendu wzrostu notowań eurodolara. W lutym kurs EUR/USD zawrócił z poziomu 1,10 i momentami zniżkował o około pięć centów. Źródłami zmienności, której oczekujemy także w kolejnych kwartałach, były przetarasowania w rynkowych scenariuszach dotyczących wpływu cen surowców na światową koniunkturę, uporczywości globalnej inflacji, czy docelowych poziomach stóp procentowych największych banków centralnych. Najnowszym zaś czynnikiem są obawy dotyczące amerykańskiego i europejskiego sektora bankowego. Podtrzymujemy naszą ocenę z poprzedniego raportu, iż 2023 rok będzie czasem stopniowego wzrostu kursu EUR/USD (1,12). Opiera się ona przede wszystkim na poprawie nastrojów rynkowych, wynikającej z mniejszego wpływu negatywnych wydarzeń geopolitycznych, uspokojeniu rynków surowcowych, czy zmianie w polityce pandemicznej w Chinach. Wszystkie te elementy skutkują lepszymi perspektywami gospodarczymi dla gospodarki globalnej – choć głównie chińskiej – co w przeszłości sprzyjało wzrostowi notowań eurodolara.
- Uważamy, iż inwestorzy większy niż dotychczas nacisk kłaść będą na kwestie stricte fundamentalne. Te natomiast w naszej ocenie powinny wspierać wspólną walutę. Źródłem oczekiwanego umocnienia euro do dolara będzie ponadto poprawa carry trade w średnim terminie jako konsekwencja odmiennych oczekiwań co do kierunku zmian stóp procentowych pomiędzy strefą euro a Stanami Zjednoczonymi. Podobnie jak i historyczne momenty wyjścia światowej gospodarki z okresów spowolnienia, które sprzyjały wycenie bardziej ryzykownych aktywów. Ryzykiem pozostaje trajektoria inflacji, która w przypadku uporczywości może ponownie doprowadzić do zmian w oczekiwanej docelowej stopie procentowej w cyklu Fed i EBC (tym bardziej, iż dla rynków niespodzianką byłby powrót do zacieśniania polityki w USA a nie strefie euro). Podobnie jak dalsze zawirowania w sektorze bankowym mogące silnie negatywnie wpływać na koniunkturę (awersja do ryzyka). W rezultacie zakładamy, iż kolejne miesiące przyniosą zwyżkę pary EUR/USD nieco powyżej poziomu 1,12, choć trend wzrostu kursu zaburzany będzie przez epizody risk-off. Cechą charakterystyczną eurodolara w 2023 roku pozostanie także podwyższona zmienność.

Rynki finansowe obligacje krajowe – Perspektywy krajowej polityki pieniężnej głównym argumentem za stopniowym spadkiem dochodowości obligacji w 2023 roku

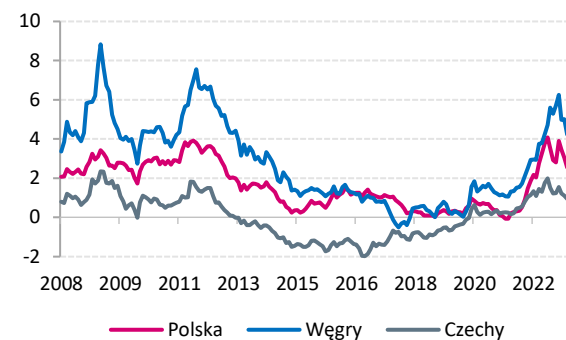
Rentowność polskiej 10-letniej obligacji skarbowej i czynniki ją determinujące(%)



Miesięczna zmiana 10-letniego długu skarbowego (pkt. proc.)



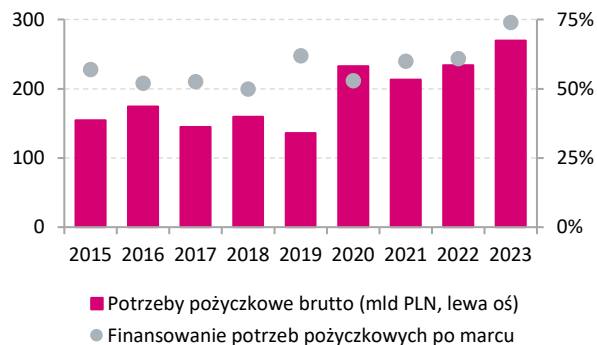
Różnica rentowność 10-letnich obligacji państw CEE i USA (%)



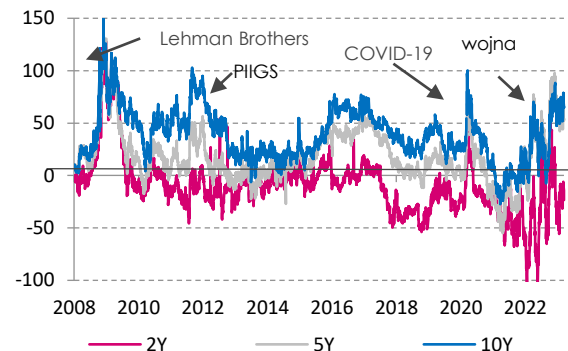
- Przez większość 1Q 2023 roku wycena krajowych obligacji skarbowych pozostawała względnie stabilna. Źródłem uspokojenia była przede wszystkim postawa wait-and-see Rady Polityki Pieniężnej - de facto odczytywana jako zakończenie cyklu zacieśniania monetarnego - oraz częściowy spadek stawek asset swap (mniejsze ryzyko fiskalne), choć nadal pozostawały one na podwyższonym poziomie. Wpływ wyższych rentowności obligacji rynków bazowych częściowo niwelowało sprawnie postępujące finansowanie tęgocrocznych, rekordowo wysokich potrzeb pożyczkowych brutto (74% na koniec marca). Nie zmaterializował się zatem jeden z głównych krajowych czynników ryzyka przypisywanych na 2023 rok mogący podbijać dochodowość skarbowych papierów wartościowych. W rezultacie, podtrzymujemy nasze oczekiwania z poprzedniego raportu zakładające stopniowy spadek rentowności krajowych obligacji, jako konsekwencja zmian w polskiej polityce pieniężnej. W naszej ocenie termin pierwszej obniżki stóp procentowych obciążony jest niepewnością i może być źródłem przejściowego wzrostu dochodowości SPW. Zakładamy bowiem, iż RPP nie zdecyduje się na obniżkę kosztu pieniądza na jesieni, co jest wycenione przez rynek. W horyzoncie końca 2024 roku natomiast nasza prognoza stóp procentowych jest zgodna z wyceną rynkową. W rezultacie mimo spodziewanych epizodów podbicia zmienności wyceny długu jest prawdopodobne, iż tegoroczne maksima dochodowości SPW zostały już osiągnięte. Oczekujemy ponadto utrzymania wypłaszczenia krajowej krzywej jako konsekwencja oczekiwań cięć stóp (wpływ na 2-latkę), ale i pozytywnej sytuacji fundamentalnej tj. zmniejszenia emisji długu, wysokiej poduszki płynnościowej MinFin, jak i trendów globalnych (pozytywny wpływ na wycenę 10-latkę).
- Wspomnianą wysoką zmienność obligacji generować mogą nie tylko czynniki lokalne, ale i momenty zewnętrznego stresu rynkowego (perturbacje globalnego sektora bankowego, zawirowania geopolityczne). Od 2022 roku wyraźnie wzrosła bowiem wrażliwość wyceny SPW w sytuacji wzrostu zmienności na rynkach rozwiniętych. Częściowo jest to pokłosie systematycznie malejącej płynności krajowego rynku (w grudniu liczba transakcji typu outright była trzecia najniższa w historii dostępnych danych tj. od 2014 roku). Potęguje ją również historycznie niewielki udział inwestorów zagranicznych na polskim rynku długu.

Rynki finansowe obligacje krajowe – Sprawne finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych neutralizować będzie wpływ negatywnych czynników zewnętrznych

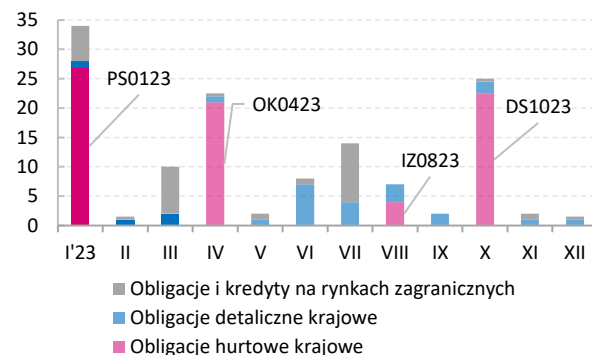
Potrzeby pożyczkowe i stopień ich finansowania po marcu (mld PLN)



Krajowe stawki asset swap (pkt. baz.)



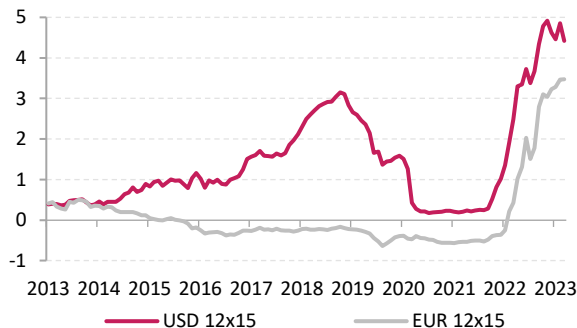
Zapadalność długu skarbowego w 2023 roku (mld PLN)



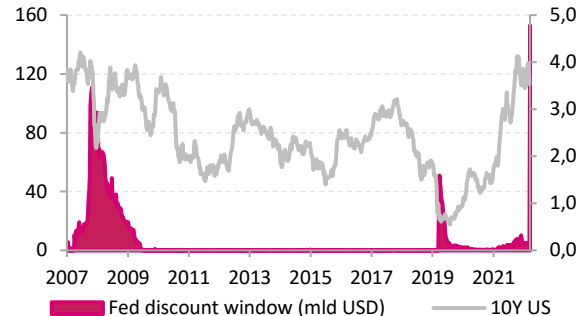
- Czynniki krajowe pozostaną istotne dla wyceny krajowego długu. W naszej ocenie zmienia jednak kierunek oddziaływania. W drugiej połowie ubiegłego roku wspierały one wzrost dochodowości krajowych obligacji (cykl zacieśniania monetarnego, wzrost ryzyka fiskalnego), a obecnie sprzyjać będą jej obniżeniu. Wspomnieliśmy już między innymi o wysokiej realizacji potrzeb pożyczkowych. Co więcej, zgodnie z informacjami Ministerstwa Finansów dwukrotnemu zwiększeniu do 8 mld USD ma ulec maksymalna wartość emisji obligacji dolarowych. Oznaczać to może ograniczenie potrzeb krajowych, co dodatkowo wspierałoby niższą dochodowość na rynku wtórnym. Mimo ryzyk roku wyborczego dostrzegamy także możliwość niewielkiej niższej stawek asset swap, którym zdecydowanie bliżej obecnie do historycznych maksimów utożsamianych z kryzysami światowymi aniżeli wieloletniej średniej. Ryzykiem dla wyceny SPW w tym roku pozostanie możliwość pogłębienia bieżących tendencji na rynku SPW związanych z brakiem rolowania zapadającego długu przez banki komercyjne. Przykładowo listopad 2022 i styczeń 2023 (wykup serii WZ1122 i PS0123) były miesiącami spektakularnych tj. przekraczających 10 mld PLN spadków portfela skarbowych papierach wartościowych w posiadaniu krajowych banków. Ryzyko to zmniejsza się mocniej, jeżeli wprowadzone zostanie wydłużenie tzw. wakacji kredytowych. W rezultacie spodziewamy się przedłużenia trendu rosnącej bierności banków komercyjnych w nabywaniu obligacji skarbowych, co jednak z uwagi na wysoką poduszkę płynnościową resortu finansów i sprawną dywersyfikację emisji (poza Polskę) nie powinno zaburzać spadkowego trendu rentowności. Tym bardziej, że ostatnie miesiące przyniosły powolną odbudowę portfela SPW w posiadaniu inwestorów zagranicznych.
- Oczekiwany łagodny spadek dochodowości krajowego długu powinien sprzyjać niewielkiemu zawężeniu się spreadu do niemieckiej 10-latką w szczególności w pierwszej połowie roku, gdy Europejski Bank Centralny utrzymać będzie cykl zacieśniania polityki pieniężnej. W rezultacie, jako scenariusz bazowy przyjmujemy możliwość niższego spreadu pomiędzy polską, a niemiecką 10-latką do poziomu 350 pkt. baz., tj. minimum z końca 2021 roku. O silniejsze zawężenie w naszej ocenie będzie trudno, gdyż nasz scenariusz zakłada późniejsze niż wycena rynkowa rozpoczęcie obniżek stóp procentowych w Polsce, co przejściowo podbije dochodowość krajowych SPW.

Rynki finansowe obligacje bazowe - Bliski finisz zacieśniania polityki pieniężnej podstawowym argumentem za zniżką dochodowości amerykańskiego długu

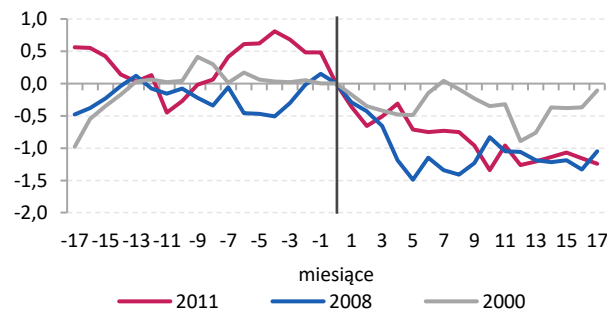
Notowania kontraktów FRA 12x15 w USA i strefie euro (%)



Rentowność 10-latk USA (%) i krótkoterminowe pożyczki płynnościowe z Fed



Zmiana rentowności 10-latk niemieckiej przed i po ostatniej podwyżce stóp proc. EBC w cyklu



- 1Q2023 roku przyniósł intensywne przetarasowania w rynkowych oczekiwaniach co do docelowego poziomu stopy procentowej Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Skutkiem tego podwyższoną zmiennością wykazywały się obligacje rynków bazowych. Finalnie, wyraźnie schłodzenie oczekiwań co do stopy docelowej największych banków centralnych świata silnie obniżyło dochodowość obligacji rynków bazowych wzdłuż całej krzywej. Warto zauważyć, iż wspomniany spadek oczekiwań rynkowych wynikał w dużej mierze z zawirowań w amerykańskim sektorze bankowym. Konsekwencją tych wydarzeń był m.in. gwałtowny wzrost krótkoterminowych pożyczek płynnościowych z Fed, który w przeszłości rozpoczynał epizod spadku rentowności 10-latk USA. O ile w 2008 i 2020 roku wiązał się on z szybkimi obniżkami stóp procentowych ograniczającymi skutki recesji, tak obecnie z uwagi na uporczywie wysoką inflację uważamy, iż proces łagodzenia polityki monetarnej w USA rozpocznie się najwcześniej pod koniec roku. W rezultacie naszym zdaniem powtórka gwałtownej zniżki dochodowości Treasuries z kryzysu zapoczątkowanego upadkiem banku Lehman Brothers jest mało prawdopodobna.
- Z tego powodu zakładamy, że wycena Treasuries po okresie podwyższonej zmienności poszukiwać będzie punktu krótkoterminowej równowagi w okolicy 3,60%. W przypadku braku nowych niepokojących informacji z sektora bankowego uwaga inwestorów powrócić powinna do odczytów inflacji. Te natomiast uzasadniać powinny co najmniej jedną podwyżkę stóp procentowych w USA, co nie jest obecnie wyceniane przez rynek i może stanowić przejściowe źródło niewielkiego wzrostu rentowności długu USA, poprzedzające okres stopniowej jej zniżki w średnim terminie. Inaczej postrzegamy sytuację na rynku Bunda. W naszej ocenie 10-latka niemiecka dysponuje nieco większym potencjałem do wzrostu dochodowości. Uważamy, iż EBC kontynuować będzie cykl podwyżek stóp procentowych co najmniej przez drugi kwartał. W rezultacie rentowność 10-latk niemieckiej powrócić powinna w okolicy 2,50% i tam ustabilizować się. Ryzykami pozostają epizody ucieczki kapitału do tzw. bezpiecznych aktywów (risk-off), możliwość silnego pogorszenia koniunktury światowej, które warunkowałoby zmianę nastawienia banków centralnych, kwestia zwiększenia limitu zadłużenia USA, czy kolejnych negatywnych doniesień z sektora bankowego.

Dane i prognozy

		2020	2021	2022	2023	2024	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	% r/r	-2,0	6,8	4,9	0,7	2,8	0,2	12,2	6,5	8,5	8,6	5,8	3,6	2,0	-0,7	0,5	1,1	2,0
Popyt krajowy	% r/r	-2,7	8,4	5,4	-0,8	2,1	-0,6	12,5	9,5	11,8	12,0	6,9	3,1	1,1	-2,9	-1,0	0,0	1,0
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	-3,4	6,3	3,0	0,4	1,8	-0,3	13,0	4,9	8,5	6,7	6,4	0,9	-1,5	-1,8	-0,9	1,2	3,1
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	-2,3	2,1	4,5	1,9	2,5	-4,2	2,0	4,1	3,8	4,7	6,6	2,0	4,9	3,4	1,2	1,5	1,6
Wkład eksportu netto	pkt proc.	0,6	-1,0	-0,4	1,4	0,7	0,7	0,5	-2,4	-2,6	-2,7	-0,7	0,6	0,9	2,1	1,6	1,1	1,0
Inflacja CPI *	% r/r	3,4	5,1	14,4	12,8	6,4	2,7	4,5	5,4	7,7	9,7	13,9	16,3	17,3	17,1	13,7	11,4	8,8
Inflacja bazowa *	% r/r	3,9	4,1	9,1	10,8	6,4	3,8	3,8	3,9	4,9	6,6	8,5	10,0	11,3	12,0	11,4	10,6	9,2
Ropa naftowa Brent *	USD	43,3	70,7	98,7	79,7	75,7	61,1	68,9	73,1	79,6	97,6	111,5	97,4	88,5	81,2	79,9	79,4	78,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	6,8	5,8	5,2	5,6	5,6	6,9	6,4	6,1	5,8	5,8	5,2	5,1	5,2	5,5	5,4	5,5	5,6
Płace w gospodarce narodowej	% r/r	5,1	9,6	12,1	11,5	8,3	6,6	9,6	9,4	9,8	9,7	11,8	14,6	12,3	12,9	12,0	11,0	10,1
Saldo C/A	% PKB	2,5	-1,4	-3,0	-1,3	-0,8	2,3	1,6	0,4	-1,4	-2,5	-3,3	-3,4	-3,0	-2,3	-2,1	-1,5	-1,3
Saldo sektora general government	% PKB	-6,9	-1,8	-3,4	-5,2	-4,6	-	-	-	-1,8	-	-	-	-3,4	-	-	-	5,2
Stopa referencyjna	%, k.o.	0,10	1,75	6,75	6,75	5,25	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	6,25	6,25	4,75	0,00	0,00	0,00	1,25	3,00	5,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
WIBOR 1M	%, k.o.	0,20	2,23	6,93	6,81	5,28	0,18	0,18	0,18	2,23	4,12	6,59	7,11	6,93	6,84	6,83	6,82	6,81
WIBOR 3M	%, k.o.	0,21	2,54	7,02	6,75	5,30	0,21	0,21	0,23	2,54	4,77	7,05	7,21	7,02	6,89	6,85	6,80	6,75
WIBOR 6M	%, k.o.	0,25	2,84	7,14	6,65	5,20	0,25	0,25	0,31	2,84	5,05	7,35	7,41	7,14	6,95	6,75	6,70	6,65
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	0,02	3,39	6,77	5,70	4,75	0,06	0,43	0,77	3,39	5,57	7,60	7,41	6,77	6,11	6,15	6,00	5,70
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	1,30	3,64	6,92	5,60	4,60	1,57	1,65	2,08	3,64	5,23	6,92	7,13	6,92	6,03	6,00	5,75	5,60
EUR/PLN	k.o.	4,58	4,58	4,69	4,60	4,50	4,64	4,52	4,60	4,58	4,64	4,70	4,84	4,69	4,68	4,65	4,62	4,60
USD/PLN	k.o.	4,03	4,03	4,40	4,15	3,91	3,95	3,81	3,97	4,03	4,17	4,49	4,94	4,40	4,29	4,30	4,23	4,15
EUR/USD	k.o.	1,14	1,14	1,07	1,11	1,15	1,18	1,19	1,16	1,14	1,11	1,05	0,98	1,07	1,09	1,08	1,09	1,11
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,53	-0,57	2,13	3,50	3,00	-0,54	-0,54	-0,55	-0,57	-0,46	-0,20	1,17	2,13	3,04	3,55	3,55	3,50
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0,25	0,21	4,77	4,60	3,50	0,19	0,15	0,13	0,21	0,96	2,29	3,75	4,77	5,19	5,15	5,05	4,60

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

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, w tym udzielonej w ramach doradztwa inwestycyjnego, podatkowego, prawnego; ani też skierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Została ona wydana wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, czy dokonywania transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nie stanowi ona analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Nie stanowi ona również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, ani „badania inwestycyjnego” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy – w tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych. Informacje podane w analizie Banku nie uwzględniają indywidualnych okoliczności odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom. Niniejsza analiza nie powinna stanowić jedynej przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej przez odbiorcę. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do instrumentu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanej dokumentacji emisyjnej. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem straty, w tym całości wartości zainwestowanego kapitału, lub, w niektórych przypadkach, kwot przekraczających tę wartość. Fakty przedstawione w niniejszej analizie pochodzą oparte są na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne oraz na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Bank dążył do należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte informacje nie były 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. Informacje zawarte w tej analizie są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Bank nie zobowiązuje się do ich aktualizowania. Bank nie udziela w odniesieniu do niniejszej analizy żadnych gwarancji, wyrażonych wprost ani dorozumianych, dotyczących jej przydatności do określonego celu. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych, indeksów lub wyników finansowych - nie stanowią one pewnego wskaźnika na przyszłość, w tym nawet co do podobnego zachowania instrumentów lub indeksów finansowych, gdyż wszelkie takie założenia są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędu. Prezentowane informacje, czy przykłady użyte w niniejszym materiale mogą opierać się na przyjęciu pewnych założeń, np. co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. Z uwagi na to, że przyjęte teoretyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste wyniki związane z instrumentami, indeksami lub wskaźnikami finansowymi mogą istotnie odbiegać od prezentowanych założeń co do okoliczności mogących mieć wpływ na ich poziomy. Wszelkie odniesienia dotyczące poziomu kursów walutowych, cen surowców lub innych wskaźników ekonomicznych, nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te wskaźniki bazowe. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000010186; NIP 5260212931; kapitał zakładowy 1 213 116 777 złotych, w pełni opłacony.