

Makro i Rynek

Koniunktura mija dołek a stopy procentowe
górkę

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

październik 2023



Spis treści

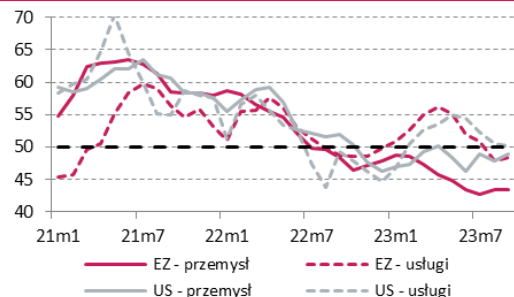
<u>W skrócie</u>	3
<u>Gospodarka globalna</u>	4-5
<u>PKB w Polsce</u>	6-8
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	9
<u>Rynek pracy</u>	10
<u>Inflacja</u>	11-12
<u>Polityka pieniężna</u>	13
<u>Polityka fiskalna</u>	14-15
<u>Wybory parlamentarne w Polsce</u>	16
<u>Rynki finansowe EUR/PLN</u>	17-18
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	19
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	20-21
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	22
<u>Dane i prognozy</u>	23

W skrócie...

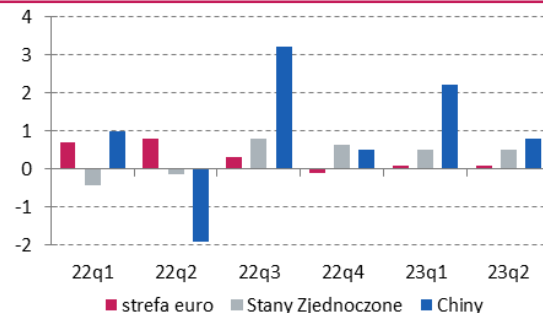
- Prognozy wzrostu globalnej gospodarki na lata 2023-2024 nie zmieniły się istotnie w 3Q 2023, aczkolwiek pogłębiły się różnice między scenariuszami dla niektórych gospodarek. Pogorszyły się perspektywy dla strefy euro, głównego odbiorcy polskiego eksportu, a zwłaszcza dla Niemiec, dla których oczekuje się recesji w 2023 r. i wolnego wzrostu w 2024 r. **Zmiany te, w naszej ocenie, oznaczają, że wpływ globalnej koniunktury w nadchodzących kwartałach będzie dla polskiej gospodarki mniej korzystny niż w poprzedniej rundzie prognoz.** W 3Q 2023 inflacja w gospodarkach rozwiniętych dalej obniżała się. **Po szybkim i znaczącym zacieśnianiu polityki pieniężnej najważniejsze banki centralne przechodzą w tryb „wait-and-see” uzależniając dalsze kroki od napływających danych.**
- W 2Q 2023 polska gospodarka skurczyła się o 2,2% kw/kw oraz 0,6% r/r. **Pomimo wyhamowania aktywności ekonomicznej wykorzystanie mocy produkcyjnych w gospodarce utrzymuje się powyżej średniej długoterminowej.** Dane wysokiej częstotliwości za okres lipiec-wrzesień sugerują, iż polska gospodarka mija dotek cyklu koniunkturalnego. Szacujemy, że w 3Q dynamika PKB powróci do poziomów dodatnich, a w całym roku wyniesie 0,6%. **W 2024 r. oczekujemy przyspieszenia dynamiki PKB do 2,9%.** Czynnikiem wiodącym w odbudowie koniunktury będzie konsumpcja prywatna, wspierana poprawą sytuacji dochodowej konsumentów (wzrost płacy minimalnej, wypłata transferów społecznych, spadek inflacji). Mniej optymistycznie rysują się natomiast perspektywy inwestycji w środki trwałe, głównie ze względu na ryzyko mniejszych napływów środków z Unii Europejskiej. Pomimo osłabienia koniunktury **rynek pracy pozostaje stabilny.** Według BAEL liczba pracujących wyniosła w 2Q 16,9 mln, utrzymując się na poziomach zbliżonych do historycznego maksimum. Na najwyższym poziomie w historii danych jest też wskaźnik zatrudnienia, co jest dobrą informacją w kontekście niekorzystnych tendencji demograficznych. **Nie zakładamy, aby w nadchodzących kwartałach stopa bezrobocia zmieniła się istotnie.**
- **Inflacja CPI spadała w 3Q 2023 nieco szybciej niż oczekiwaliśmy,** głównie z powodu szybszego ustępowania negatywnych szoków na rynku paliw i żywności. We wrześniu wskaźnik CPI wyniósł 8,2% r/r i był o nieco ponad 10 pkt. proc. niższy względem szczytu z lutego br. Dezinflacja miała jednak szeroki zakres i widoczna była też w inflacji bazowej. **Po szybkiej niżce inflacji w tym roku, uważamy, że przestrzeń do spadku wskaźnika CPI w przyszłym roku będzie ograniczona.** Niskie bezrobocie, rosnące koszty pracy, spodziewana przez nas odbudowa konsumpcji prywatnej wsparta ekspansywną polityką fiskalną będą ograniczały zakres spadku inflacji. O ile więc na koniec 2023 r. wskaźnik CPI wyniesie ok. 7% r/r, to średnio w roku 2024 ukształtuje się w naszej ocenie na poziomie 6,5% r/r. Źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w przyszłym roku są czynniki regulacyjne, w szczególności zakres działań ostonowych w zakresie cen energii elektrycznej i żywności.
- **Rada Polityki Pieniężnej dokonała nagłego zwrotu** i niespodziewanie obniżyła we wrześniu stopy proc. o 75 pkt. baz. Silna wyprzedaż złotego po takim ruchu wpłynęła na spowolnienie tempa luzowania monetarnego i w październiku RPP ścięła stopy o 25 pkt. baz. Głównym argumentem RPP za obniżkami stóp jest zmniejszenie się presji inflacyjnej, choć zwracamy uwagę, iż powrót inflacji do celu wciąż pozostaje odległą perspektywą, a luzowanie polityki monetarnej w Polsce kontrastuje z jęstrzliwością narracją nie tylko EBC i Fed, ale także banków centralnych w naszej części Europy. **Przebieg do dalszego luzowania monetarnego w naszej ocenie wyczerpuje się. W naszym scenariuszu zakładamy, że do końca przyszłego roku stopa referencyjna spadnie do 4,50%.** Nieczytelna funkcja reakcji RPP stanowi główny czynnik niepewności co do tempa dochodzenia do tego poziomu, choć w naszej ocenie będzie to proces stopniowy.
- Do perspektyw złotego podchodzimy ostrożnie z uwagi na wysoką zmienność, ale też umiarkowanie optymistycznie. Według naszego modelu wartości godziwej kursu EUR/PLN agresywne cięcie stóp procentowych sprawiło, że złoty po 3 miesiącach przewartościowania znalazł się w obszarze nieznacznie niedowartościowania. Dlatego – z fundamentalnego punktu widzenia – **przebieg do dalszej deprecjacji złotego jest naszym zdaniem ograniczona.** Nawet jeśli złoty w krótkim terminie będzie pod presją na osłabienie ze względu na rosnące ryzyko lokalne (decyzje RPP, wynik wyborów, kwestie fiskalne).

Gospodarka globalna - Prognozy wzrostu światowego PKB nie uległy istotnej zmianie w 3Q 2023, aczkolwiek pogłębiły się różnice między oczekiwaniami dla niektórych gospodarek

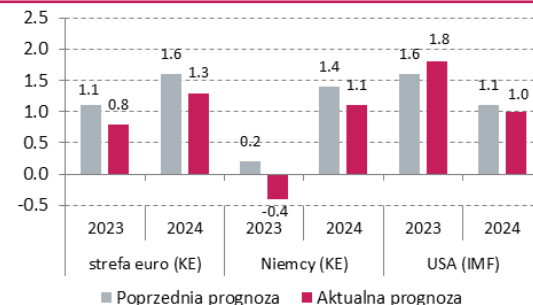
Indeksy PMI dla przemysłu i usług w strefie euro oraz USA (pkt)



Dynamika PKB (sa, % kw/kw)



Rewizja prognoz PKB (%)

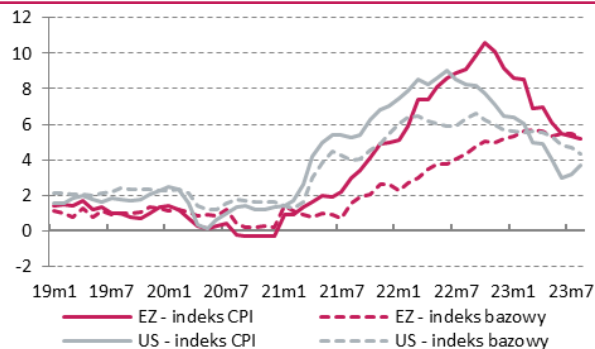


- Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego opublikowanych pod koniec lipca br. wzrost światowego PKB wynieść ma 3,0% w latach 2023-2024 wobec 3,5% w 2022 r. Oczekiwania te nie odbiegają od prognoz z kwietnia br. Dodatkowo, naszym zdaniem, dane, które napłynęły od publikacji raportu MFW wskazują, że prognozy z lipca pozostają aktualne. Niemniej, w ostatnich 3 miesiącach pogłębiły się różnice w scenariuszach makro dla niektórych gospodarek.
- Zarówno Komisja Europejska, jak i Europejski Bank Centralny obniżyły prognozy PKB na lata 2023-2024 dla strefy euro. Obecnie EBC oczekuje, że po słabym wzroście w 2023 r. wynoszącym 0,7%, przyspieszy on w 2024 r. tylko do 1,0%, a więc będzie o 0,5 pkt proc. wolniejszy niż zakładano w czerwcu. Większe wrażenie robi rewizja przez Komisję Europejską prognozy PKB dla Niemiec, która zakłada obecnie recesję w 2023 r. (spadek PKB o 0,4%), podczas gdy jeszcze w maju oczekiwano niewielkiego wzrostu. Rewizja prognoz dla Niemiec, a także dla całej strefy euro wynika z mocniejszego negatywnego wpływu inflacji na wydatki gospodarstw domowych. Dodatkowo spowolniła chińska gospodarka, która jest istotnym partnerem handlowym Niemiec. Naszym zdaniem bilans czynników ryzyka dla prognoz wzrostu gospodarczego w Eurolandzie jest ujemny, zwłaszcza, że indeksy koniunktury PMI wskazują na spadek PKB kw/kw w 3Q 2023. Natomiast w przypadku Stanów Zjednoczonych MFW oczekuje wzrostu PKB w 2023 r. wynoszącego 1,8% (wobec 1,6% spodziewanego w kwietniu), a w 2024 r. wzrost ma spowolnić do 1,0%. Prognozy te, a także oczekiwania członków Rezerwy Federalnej przedstawione na posiedzeniu we wrześniu br., wskazują na scenariusz „miękkiego lądowania” amerykańskiej gospodarki. Oznacza to zbieganie inflacji do celu Fed bez recesji i silnego wzrostu bezrobocia. Niemniej, naszym zdaniem również i w przypadku USA większe prawdopodobieństwo dotyczy danych słabszych od prognoz. Poprzednie cykle zacieśniania polityki pieniężnej pokazują bowiem, że trudno było o uniknięcie recesji po okresie szybkich i znaczących podwyżek stóp procentowych. MFW nie zmienił natomiast istotnie prognoz dla Chin. Fundusz oczekuje wzrostu PKB o 5,2% w 2023 i 4,5% w 2024 r., a głównym czynnikiem ryzyka dla tych prognoz są problemy tamtejszego sektora nieruchomości. Podsumowując, prognozy dla globalnej gospodarki w ostatnich 3 miesiącach nie zmieniły się istotnie, aczkolwiek otoczenie zewnętrzne będzie w latach 2023-2024 mniej sprzyjające krajowym eksporterom niż wydawało się poprzednio.

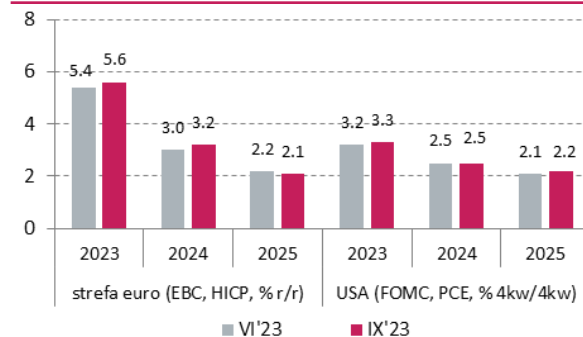
Źródło: Macrobond, EBC, Fed, Komisja Europejska, MFW

Gospodarka globalna - Banki centralne w gospodarkach rozwiniętych przechodzą w fazę „wait-and-see”. Termin pierwszych obniżek stóp pozostaje niepewny.

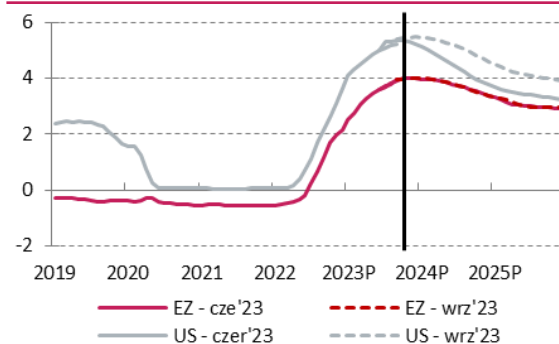
Inflacja w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych (% y/y)



Prognozy inflacji konsumenckiej



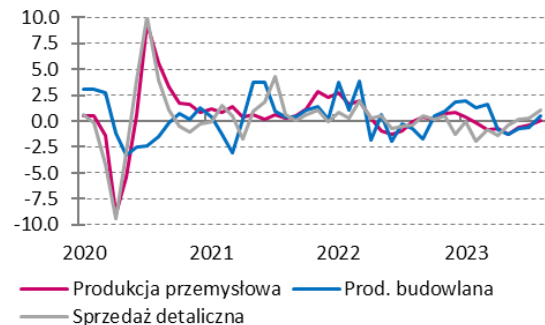
Oczekiwania rynkowe dotyczące stóp procentowych (%)



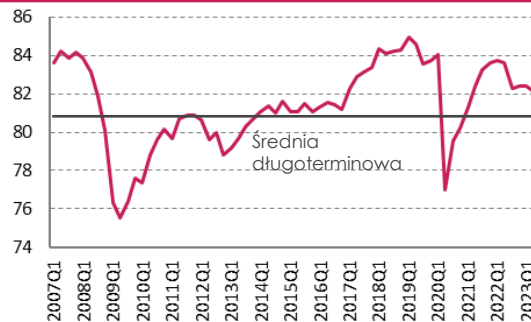
- We wrześniu, po przerwie wakacyjnej, odbyły się posiedzenia banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych. Wraz z osłabieniem inflacji i sygnałami pogorszenia koniunktury w usługach, głównego motoru ożywienia tych gospodarek w I poł. roku, niektóre banki centralne nie podniosły stóp proc. Takie decyzje podjęły m.in. amerykańska Rezerwa Federalna, Bank Anglii oraz Narodowy Bank Szwajcarii, choć utrzymały one jastrzębią retorykę. Co więcej, członkowie Fed podtrzymali oczekiwania jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych w 2023 r. oraz zasygnalizowali mniej cięć stóp w latach 2024-2025 niż w czerwcu. Zaskoczeniem, choć niezbyt dużym, była podwyżka stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny o 0,25 pkt proc. EBC zrewidował przy tym w górę prognozy inflacji (tylko nieznacznie), według których cel inflacyjny będzie zrealizowany dopiero w 2025 r.
- Obecnie banki centralne wchodzą w fazę stabilizowania stóp procentowych po okresie szybkiego i znaczącego zacieśniania polityki pieniężnej. Nie można jeszcze w pełni wykluczyć wzrostu stóp proc., jednak ewentualne dostosowanie byłoby niewielkie (np. tylko jedna podwyżka o 0,25 pkt proc. w USA). Kolejne decyzje, zgodnie z komunikacją banków centralnych, będą zależne od napływających danych. Na potrzeby naszego podstawowego scenariusza zakładamy stabilizację stóp procentowych EBC do końca 2023 r. oraz ich spadek o 50 pkt baz w 2024 r. i kolejne 50 pkt baz. w 2025 r. W przypadku Stanów Zjednoczonych także przyjmujemy stabilne stopy w 2023 r. oraz obniżki w latach 2024-2025 o odpowiednio 100 i 50 pkt baz. Oczekiwania te są zbliżone do ścieżek stóp procentowych wycenianych przez rynki finansowe. Naszym zdaniem zrealizowanie się tych oczekiwań obarczone jest większą niż zwykle niepewnością, ze względu na utrwalający się wpływ silnego impulsu monetarnego na gospodarkę. Sądzymy, że bilans czynników ryzyka dla naszych założeń co do stóp proc. w Stanach Zjednoczonych jest skierowany w dół. Dotychczasowe doświadczenia tej gospodarki wskazują, że recesja po okresie silnego zacieśniania monetarnego jest prawdopodobna. Ponadto powoli wyczerpują się oszczędności gospodarstw domowych zgromadzone podczas pandemii. Tym samym większe prawdopodobieństwo przypisujemy szybszemu niż w oczekiwaniach rynkowych zmniejszaniu się dysparytetu stóp procentowych między strefą euro a USA.

PKB w Polsce - 2Q 2023 przyniósł utrzymanie tendencji recesyjnych w gospodarce, choć dane wysokiej częstotliwości sugerują, iż gospodarka mija dotek cyklu koniunkturalnego

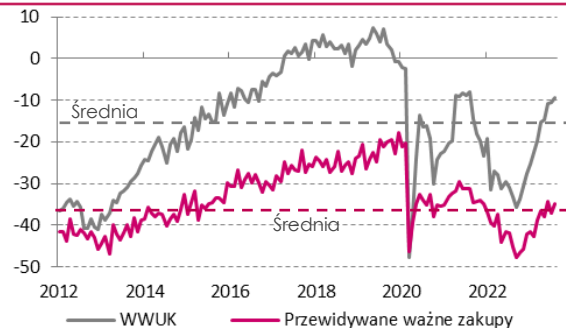
Produkcja przemysłowa, produkcja budowlana i sprzedaż detaliczna (m/m, 3MMA, sa) *



Średni poziom wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce (% sa)



Nastroje konsumentów wg GUS (pkt)

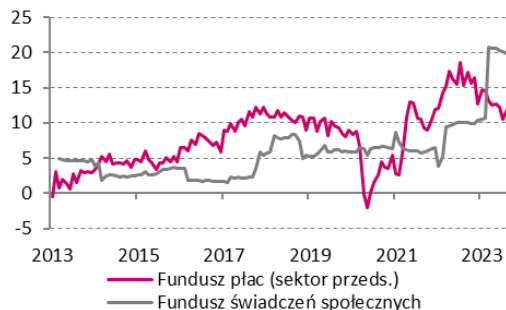


- W 2Q 2023 polska gospodarka skurczyła się o 0,6% r/r i 2,2% kw/kw (dane odsezonowane), choć należy dodać, iż kwartalne dynamiki PKB podlegają w ostatnim okresie silnym wahaniom, utrudniając ocenę rzeczywistego miejsca gospodarki na linii cyklu koniunkturalnego. Roczny spadek konsumpcji indywidualnej pogłębił się do -2,7% r/r z -2,0% w 1Q, choć w odniesieniu do poprzedniego kwartału (dane odsezonowane) konsumpcja zaczęła się odbudowywać. Sprzyja temu wyhamowanie inflacji i utrzymująca się na wysokim poziomie dynamika płac. Pozytywnie w 2Q zaskoczyły inwestycje w środki trwałe, których wzrost wyniósł 7,9% r/r wobec 5,5% r/r kwartał wcześniej. Wpływ na to miała m.in. intensyfikacja realizacji projektów infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków poprzedniej perspektywy finansowej UE, które muszą być sfinalizowane do końca tego roku, a także kontynuacja inwestycji przez duże firmy. Słaba koniunktura u naszych głównych partnerów handlowych i spadek zamówień eksportowych powodowały utrzymanie recesji w przemyśle i w 2Q br. wartość dodana w tym sektorze spadła trzeci kwartał z rzędu (-1,4% kw/kw). Ponieważ w tym samym czasie silniej obniżył się import (efekt słabego popytu krajowego), stąd wkład eksportu netto do PKB był dodatni. Warto zaznaczyć, że pomimo wyhamowania aktywności ekonomicznej, wykorzystanie mocy produkcyjnych w polskiej gospodarce utrzymuje się wciąż powyżej średniej długoterminowej. Zasadne wydaje się zatem pytanie, czy zakres obecnego wyhamowania gospodarki jest wystarczający dla sprowadzenia inflacji do celu NBP.
- Dane wysokiej częstotliwości obejmujące 3Q sugerują, iż polska gospodarka mija dotek cyklu koniunkturalnego. Wskazują to m.in. miesięczne dynamiki (m/m odsezonowane) sprzedaży detalicznej, czy produkcji przemysłowej, które powróciły do poziomów dodatnich. Odbudowują się także nastroje konsumentów oraz wskaźniki koniunktury w przemyśle, handlu, czy budownictwie. Biorąc pod uwagę opublikowane dotychczas dane szacujemy, że w 3Q 2023 dynamika PKB powróciła do dodatnich poziomów, zarówno w ujęciu kw/kw, jak i r/r. W całym roku 2023 szacujemy wzrost gospodarczy na poziomie 0,6%, czyli nieco niższe niż nasz szacunek sprzed trzech miesięcy.

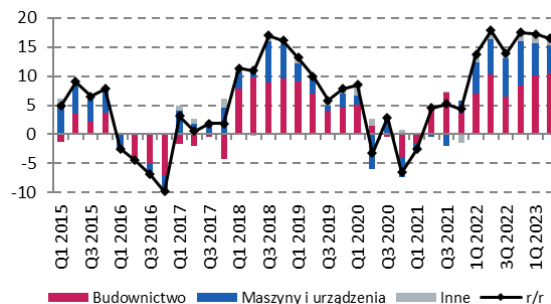
Źródło: Macrobond, Bank Millennium; * 3MMA 3-miesięczna średnia ruchoma

PKB w Polsce – Konsumpcja prywatna będzie jednym z głównych filarów odbudowy wzrostu gospodarczego. Napływ środków z UE ryzykiem dla ścieżki inwestycji w 2024 r.

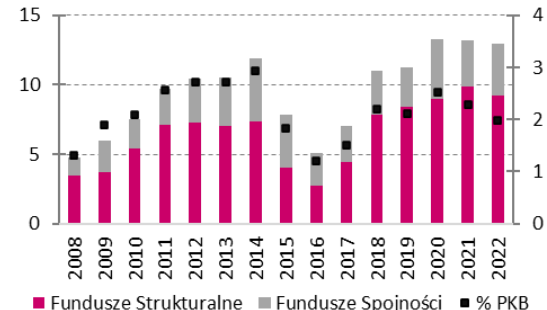
Nominalna dynamika funduszu płac w sektorze przeds. oraz świadczeń społecznych (% r/r)



Inwestycje w środki trwałe i ich dynamika (firmy zatrudniające pow. 49 osób, ceny nominalne)



Napływ środków z UE w ramach polityki spójności (mld EUR, napływ brutto)

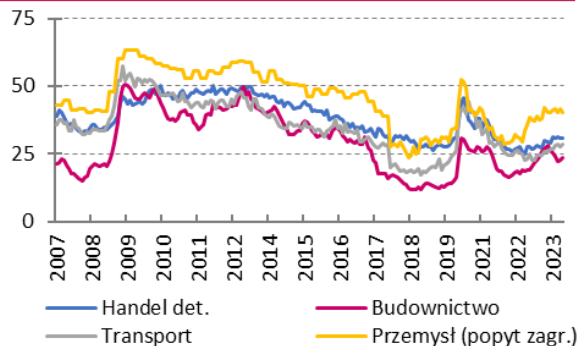


- W 2024 r. oczekujemy przyspieszenia dynamiki PKB do 2,9%. Czynnikiem wiodącym w odbudowie koniunktury będzie konsumpcja prywatna. Spadek inflacji wspiera realną dynamikę wynagrodzeń, która już w sierpniu była dodatnia. W kolejnych kwartałach trend ten będzie się utrzymywał, szczególnie, że na przyszły rok planowana jest silna podwyżka płacy minimalnej (do 4300 PLN brutto z 3600 PLN brutto obecnie). Nakłada się na to wysoka dynamika świadczeń społecznych, która w przyszłym roku wsparta będzie zauważalnym wzrostem transferów zaplanowanych w projekcie przyszłorocznego budżetu. Lepsza sytuacja finansowa gospodarstw domowych oraz niskie bezrobocie będą wzmacniały skłonność do konsumpcji. W kierunku jej odbudowy działać też będzie ewentualne przedłużenie wakacji kredytowych. Dane o nastrojach konsumentów za 3Q br. wskazują na wzrost skłonności do zakupów dóbr trwałego użytku (odzwierciedlający je indeks zbliżył się we wrześniu do poziomu średniej długoterminowej). Wspiera to oczekiwania odbudowy konsumpcji w kolejnych kwartałach, co było też naszym scenariuszem bazowym prezentowanym w poprzednim raporcie kwartalnym.
- W I poł. 2023 wyniki inwestycji w środki trwałe zaskakiwały pozytywnie, niemniej perspektywy na 2024 r. pozostają mniej optymistyczne. To przede wszystkim efekt wygaśnięcia poprzedniej perspektywy finansowej UE oraz coraz większe prawdopodobieństwo ograniczenia napływu środków na politykę spójności z nowej perspektywy finansowej. Wciąż mało realne jest uzyskanie środków ramach KPO. Z tego też powodu skala inwestycji infrastrukturalnych znacznie zmniejszy się względem poziomów z ostatnich dwóch kwartałów. Czynnikiem niepewności w tym zakresie jest wynik wyborów parlamentarnych. Nieznacznej odbudowy oczekujemy w segmencie inwestycji mieszkaniowych, co wiążemy ze spadkiem stóp procentowych oraz wprowadzeniem preferencyjnego kredytu na pierwsze mieszkanie. Oczekujemy także kontynuacji inwestycji przedsiębiorstw na automatyzację oraz transformację energetyczną. Koncentrować się one będą jednak w grupie średnich i dużych przedsiębiorstw. Ze względu na rosnące koszty pracy oraz energii małe i mikro przedsiębiorstwa mogą mieć niewystarczające nadwyżki finansowe niezbędne do finansowania tych rodzajów inwestycji. W warunkach niższych stóp procentowych, a w rezultacie bardziej dostępnego kredytu, poprawić się mogą inwestycje gospodarstw domowych. W rezultacie dynamika inwestycji w całym 2024 r. będzie dodatnia, choć niższa niż w tym roku.

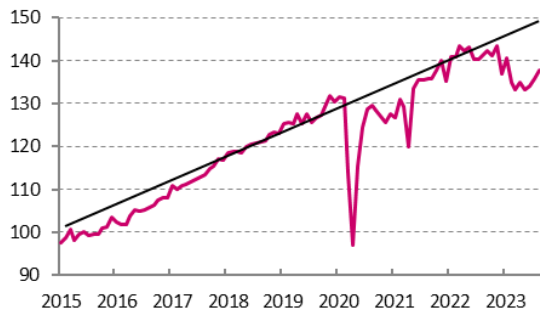
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów, Bank Millennium

PKB w Polsce – Dane wysokiej częstotliwości

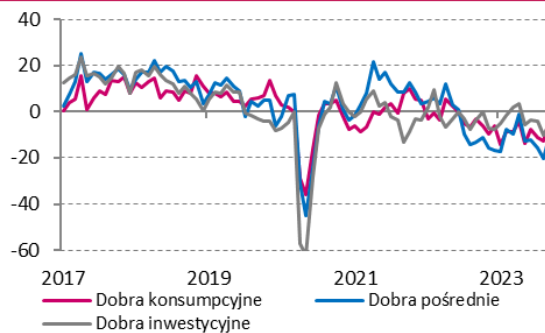
Odsetek firm dla których brak popytu stanowi barierę działalności gospodarczej (%)



Sprzedaż detaliczna (sa, indeks jednopodstawowy, 2015=100)



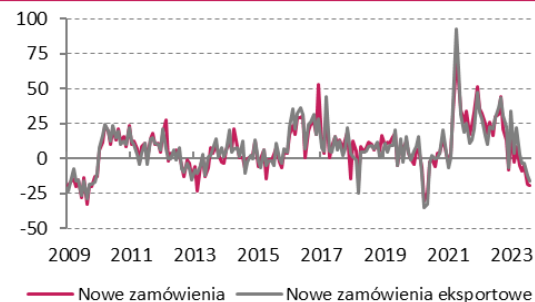
Wskaźnik koniunktury GUS w przemyśle – komponent bieżącej produkcji (pkt)



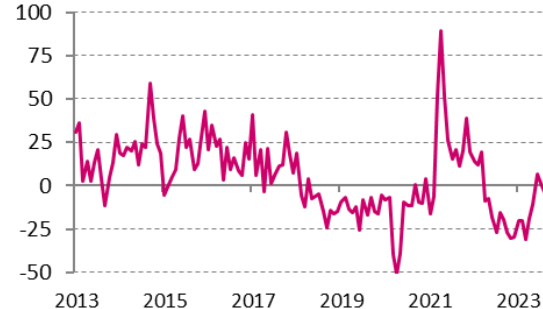
Żużycie energii elektrycznej na dzień roboczy (% r/r)



Nowe zamówienia ogółem i zamówienia eksportowe w przemyśle (% r/r)

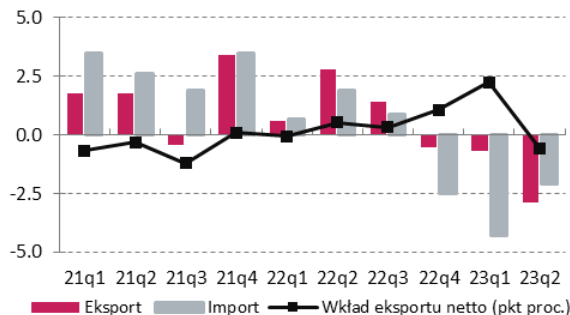


Liczba ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca (% r/r)

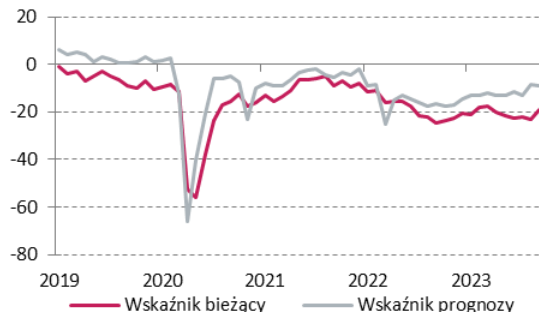


Wymiana handlowa z zagranicą - Dane wskazują, że dynamika polskiego eksportu w latach 2023-2024 będzie niższa od prognoz sprzed 3 miesięcy

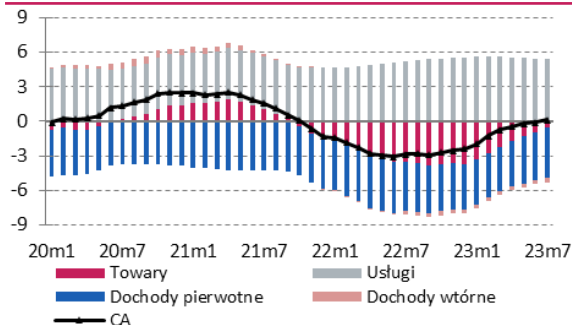
Eksport i import oraz wkład eksportu netto do dynamiki PKB (% kw/kw, sa, ceny stałe)



Wskaźniki zamówień zagranicznych w przemyśle przetwórczym (sa, pkt)



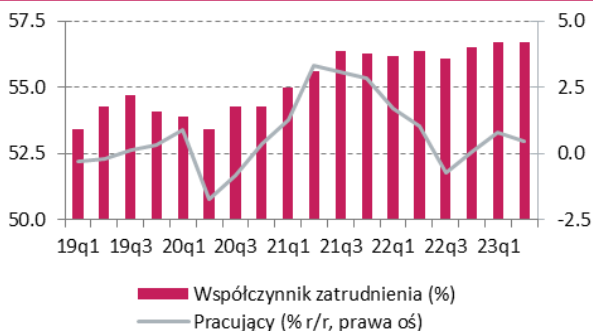
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)



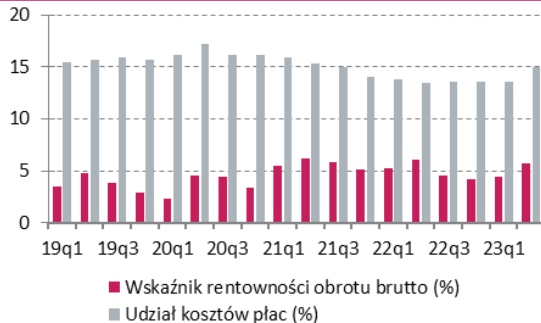
- W 2Q 2023 spadek polskiego eksportu towarów i usług wg rachunków narodowych pogłębił się do -2,9% kw/kw z -0,7% kw/kw w 1Q 2023. Import spadł natomiast w mniejszej skali niż przed kwartałem (-2,1% kw/kw wobec -4,3% kw/kw) i w konsekwencji saldo obrotów handlowych z zagranicą obniżyło w 2Q 2023 dynamikę kw/kw PKB. Słabość eksportu wynikała z popytu z zagranicy ograniczanego przez restrykcyjną politykę monetarną i inflację. Niska aktywność utrzymywała się w 2Q 2023 w strefie euro, która jest odbiorcą 60% polskiego eksportu towarów, a zwłaszcza w Niemczech. 3Q 2023 przyniósł pogłębienie tych negatywnych tendencji – wartość nowych zamówień z zagranicy w polskim przemyśle była w lipcu i sierpniu średnio niższa niż w 2Q 2023. Pomimo tego saldo obrotów bieżących poprawiało się w 2Q 2023 i na początku 3Q, głównie z powodu słabości importu. Na koniec lipca saldo C/A wynosiło już +0,1% PKB, a więc szybko otrząsnęto się z negatywnego szoku wywołanego skutkami wojny na Ukrainie. Poprawa ta sprzyjała do września br. umocnieniu kursu złotego.
- Napływ danych, a także rewizja w dół prognoz wzrostu gospodarczego dla strefy euro, wskazują, że dynamika eksportu towarów i usług według rachunków narodowych w cenach stałych (-0,5%) będzie niższa w 2023 r. niż zakładaliśmy 3 miesiące temu. Prognoza importu została również zrewidowana w dół (do -1,6%). W konsekwencji tych korekt prognoza wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w 2023 r. wynosząca 2,5 pkt proc. jest wyższa niż w czerwcu. Natomiast dla 2024 r. zakładamy, że wkład eksportu netto do PKB obniży się do 0,0 pkt proc., z powodu szybszej odbudowy popytu krajowego niż popytu z zagranicy. W przypadku salda obrotów bieżących podnieśliśmy prognozę na rok 2023 do +0,9% PKB, a dla 2024 r. do -0,6% PKB. Oznacza to, że zakładamy pogorszenie się w 2024 r. salda obrotów bieżących, a uzasadnieniem jest przede wszystkim spodziewane odbicie popytu krajowego. Podkreśliśmy jednak, że o ile krótkookresowe perspektywy eksportu nie są optymistyczne, to w dłuższym okresie możemy liczyć na dalszą ekspansję firm na międzynarodowych rynkach. Sprzyja temu bardzo wysoka dywersyfikacja produktowa polskiego eksportu, a także tendencje near-shoringu i friend-shoringu będące następstwem zmian w globalnym handlu po wybuchu pandemii i wojny na Ukrainie.

Rynek pracy - Koszty pracy będą stanowiły coraz większe wyzwanie dla firm, ale nie spodziewamy się istotnego wzrostu bezrobocia

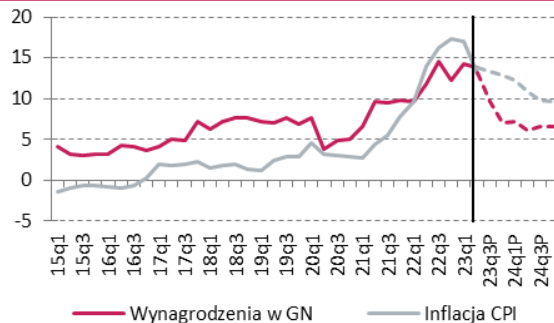
Liczba pracujących i współczynnik zatrudnienia wg BAEL (%)



Wskaźnik obrotu brutto oraz udział kosztów pracy w całości kosztów w firmach 50+



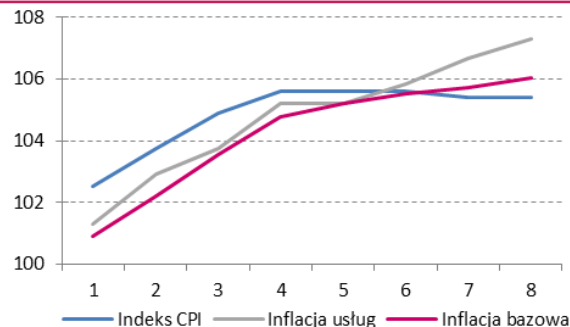
Inflacja i dynamika płac w gospodarce narodowej oraz ich prognozy (% r/r)



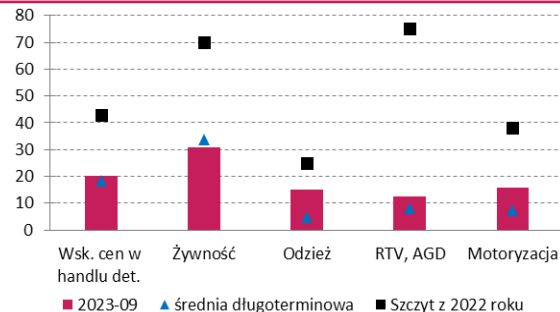
- W 2Q 2023 rynek pracy pozostawał stabilny. Według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności liczba osób klasyfikowanych jako pracujące wyniosła 16,9 mln i pozostała zbliżona do 1Q 2023, gdy odnotowano najwyższą wartość w historii dostępnych danych. W 2Q 2023 nie zmienił się także wskaźnik zatrudnienia, tj. liczba pracujących w odniesieniu do całości populacji (dane BAEL dotyczą ludności w wieku 15-89). Wskaźnik wyniósł 56,7%, tj. utrzymał się na najwyższym poziomie w historii danych. Jest to dobra informacja w kontekście niekorzystnych tendencji demograficznych w Polsce, tj. starzenia się społeczeństwa i kurczenia się populacji. Dane pokazują też stabilny rynek pracy w 3Q 2023. Stopa bezrobocia wg metodologii Eurostat wyniosła w sierpniu 2,8%, podobnie jak na koniec 2Q. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń wśród firm zatrudniających co najmniej 10 osób obniżyła się w niewielkim stopniu - do 11,2% r/r z 12,2% r/r w 2Q 2023.
- Podkreślimy, że większe firmy nadal są w stanie akceptować część żądań płacowych pracowników, gdyż niższe ceny surowców uwolniły przestrzeń w budżetach do podwyżek wynagrodzeń. W mniejszych firmach, głównie usługowych, gdzie udział kosztów pracy jest relatywnie większy, sytuacja może być trudniejsza. Zapewne ulegnie to pogłębieniu od początku 2024 r., gdy płaca minimalna wzrosnąć ma aż do 4242 PLN (+21,0% r/r). Nie zakładamy jednak, aby stopa bezrobocia w nadchodzących kwartałach zmieniła się istotnie. Sądzymy bowiem, że część osób, które mogą stracić pracę powinny dość szybko znaleźć zatrudnienie w innych firmach bądź branżach, gdyż zgłaszany popyt na pracę nadal pozostaje niezły. Wydaje nam się również, że ewentualne korekty w liczbie pracowników mogłyby dotyczyć zwłaszcza pracujących emerytów. Tym samym utrzymujemy prognozę stopy bezrobocia rejestrowanego wynoszącą 5,2% na koniec 2023 r. i 5,3% na koniec 2024 r. W warunkach niskiego bezrobocia dynamika płac pozostanie wysoka, choć powinna się nieco obniżyć. W bieżącej rundzie zrewidowaliśmy prognozę wzrostu płac w 2023 r. do 13,3% z 12,6%, a dla 2024 r. do 10,3% z 9,2%, głównie z powodu większej odporności popytu na pracę w przedsiębiorstwach. Sądzymy też, że liczba pracujących w polskiej gospodarce może być bliska szczytowi (z powodu tendencji demograficznych), co powinno wspierać niską stopę bezrobocia także w horyzoncie poza 2024 r.

Inflacja – Po silnym spadku inflacji w 2023 r. przestrzeń do dalszej niżki wskaźnika CPI w 2024 r. będzie już niewielka.

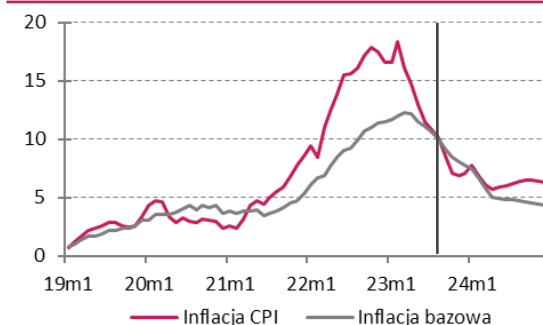
Inflacja CPI w 2023 r. (% r/r, narastająco, grudzień 2022=100)



Indeksy przewidywanych cen w badaniach koniunktury GUS (pkt)



Prognoza inflacji CPI (% r/r)



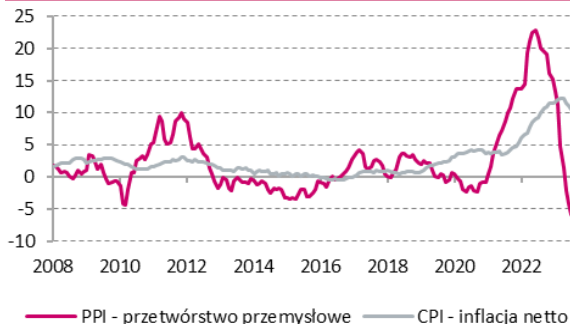
- Inflacja CPI spadała w 3Q br. nieco szybciej niż oczekiwaliśmy, co związane było przede wszystkim z szybszym ustępowaniem negatywnych szoków na rynku paliw i żywności. We wrześniu wskaźnik CPI wyniósł 8,2% r/r i był o nieco ponad 10 pkt. proc. niższy względem szczytu z lutego br. Dezinflacja miała jednak szeroki zakres i widoczna była w znacznej części koszyka inflacyjnego, także w komponentach inflacji bazowej. Wyraźny spadek presji cenowej widzimy szczególnie w przypadku towarów, co wynika ze spadku cen surowców przemysłowych i cen frachtu, udrożnienia łańcuchów dostaw oraz mniejszego popytu. Z tych samych powodów wyraźnie spadła inflacja na poziomie producentów. Odzwierciedlający ją wskaźnik PPI wyniósł w sierpniu -2,8% r/r. Bardziej uporczywy charakter ma inflacja cen usług, co wiążemy m.in. z rosnącymi kosztami pracy. Szacujemy, że w grudniu tego roku wskaźnik CPI wyniesie ok. 7% r/r.
- Po szybkiej niżce inflacji w tym roku, uważamy, że przestrzeń do spadku wskaźnika CPI w przyszłym roku będzie ograniczona. Niskie bezrobocie, rosnące koszty pracy (w tym wzrost płacy minimalnej o ponad 20%), spodziewana przez nas odbudowa konsumpcji prywatnej, wsparta ekspansywną polityką fiskalną będą ograniczały tempo dezinflacji. W takich uwarunkowaniach firmy będą miały bowiem przestrzeń do przerzucania rosnących kosztów działalności na ceny detaliczne. Wskaźniki spodziewanych cen w handlu detalicznym co prawda oddaliły się od ubiegłorocznych szczytów, niemniej w przypadku dóbr trwałych utrzymują się powyżej długoterminowej średniej. Dodatkowo, w naszej ocenie wyczerpuje się przestrzeń do spadków cen surowców, w tym także cen paliw. Dezinflacji nie pomoże też zbyt wczesne w naszej ocenie rozpoczęcie obniżek stóp procentowych, a także działania osłabiające mechanizm transmisji polityki pieniężnej (możliwe przedłużenie wakacji kredytowych, preferencyjny kredyt mieszkaniowy). Osiągnięcie celu inflacyjnego wciąż pozostaje odległą perspektywą. O ile więc na koniec tego roku wskaźnik CPI wyniesie ok. 7% r/r, to średnio w roku 2024 ukształtuje się w naszej ocenie na poziomie 6,5%. Źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w przyszłym roku są czynniki regulacyjne. W naszym scenariuszu zakładamy, że po wyborach parlamentarnych ze względu na ograniczoną przestrzeń fiskalną rząd wycofa się z zamrożenia cen energii elektrycznej oraz przywróci stawkę VAT na żywność do 5% z 0% obecnie.

Inflacja w Polsce - w wykresach

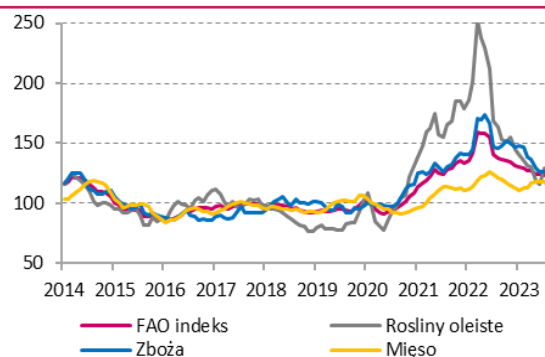
Heatmapa procesów inflacyjnych w Polsce

	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08
Inflacja CPI m/m (3mma)	101.3	100.8	101.6	101.7	102.3	101.7	101.2	100.9	101.0	101.4	101.4	100.9	101.1	101.3	101.6	101.0	100.6	100.2	99.9	99.9
Ceny usług (3mma)	101.0	101.3	101.4	101.2	101.0	101.1	101.1	101.0	101.1	100.9	100.9	100.7	100.9	101.3	101.2	101.3	100.7	100.7	100.5	100.7
Inflacja bazowa netto m/m (3mma)	100.6	100.8	101.0	101.1	101.1	101.0	100.7	100.7	100.9	101.1	101.0	100.8	100.7	100.9	101.2	101.3	101.0	100.6	100.3	100.3
Inflacja bazowa bez cen adm. m/m (3mma)	101.0	100.6	101.4	101.8	102.6	102.0	101.4	101.0	101.0	101.4	101.4	100.9	100.6	100.8	101.2	101.1	100.7	100.2	99.9	99.9
Ceny towarów - bazowe m/m (3mma)	100.3	100.4	100.7	101.0	101.2	100.9	100.4	100.4	100.8	101.2	101.2	100.8	100.6	100.6	101.1	101.3	101.2	100.6	100.2	99.9
Ceny żywności m/m (3mma)	102.2	101.3	101.3	101.9	102.7	102.1	100.8	100.9	101.3	102.1	102.1	102.0	101.7	101.8	102.0	101.5	101.1	100.2	99.6	99.1
PPI ogółem m/m (3mma)	101.6	101.5	103.4	103.4	103.5	101.8	101.4	101.2	100.8	100.6	100.3	100.4	100.8	100.7	100.3	99.2	98.7	98.7	98.9	99.3
PPI przetwórstwo przem. m/m (3mma)	100.9	101.0	102.8	103.2	103.4	101.9	101.3	100.5	100.2	100.5	100.3	100.0	99.3	99.5	99.6	99.5	99.0	98.8	98.8	99.2
Ropa Brent w PLN m/m (3mma)	102.1	106.2	118.8	110.4	109.7	102.6	105.3	98.3	92.8	95.7	96.8	94.5	92.6	95.7	98.7	100.0	95.6	96.7	96.7	103.7
Ceny energii elektrycznej w PLN m/m (3mma)	115.2	103.7	95.5	97.8	108.4	110.4	122.2	124.5	102.6	87.9	89.4	101.1	100.9	94.1	89.3	97.1	90.6	98.3	97.4	100.1
Indeks FAO m/m (3mma)	100.6	101.5	106.2	105.5	104.0	98.9	96.2	95.5	95.9	98.8	99.3	99.0	98.7	98.7	98.8	99.3	98.6	99.3	99.0	99.3
Indeks spodziewanych cen - handel det. (pkt) *	24.6	19.3	23.5	24.2	24.5	24.3	20.9	22.2	24.5	23.3	23.5	23.1	22.1	17.3	13.4	14.5	7.2	5.9	1.5	1.1
Indeks spodziewanych cen - przemysł (pkt) *	33.7	24.9	28.9	33.1	28.4	25.3	18.2	17.7	21.8	19.5	16.5	19.2	21.5	14.2	8.4	4.8	0.3	-2.4	-3.8	-5.0

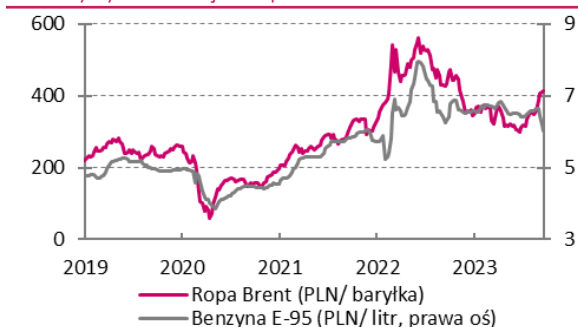
Inflacja w przetwórstwie przemysłowym oraz inflacja bazowa CPI (% r/r)



Indeks cen żywności FAO (pkt.)



Ceny ropy naftowej oraz ceny detaliczne benzyny na stacjach paliw

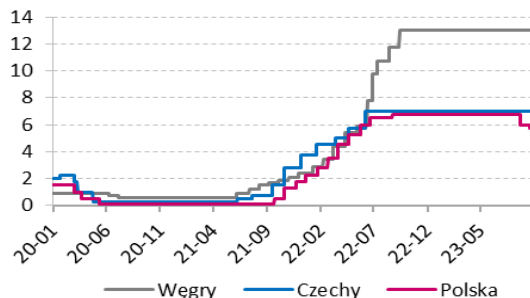


Źródło: Macrobond, Refinitiv Datastream

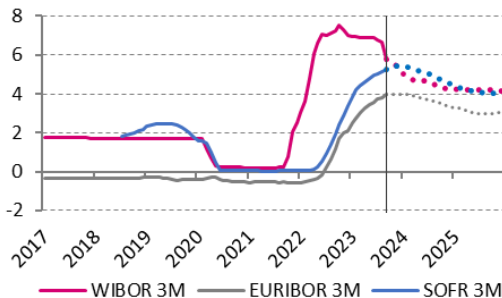
* Odchylenie od średniej wieloletniej

Polityka pieniężna - Oczekujemy, iż po silnym, i przedwczesnym w naszej ocenie, cięciu stóp proc. we wrześniu i październiku RPP będzie ostrożniej dozowała łagodzenie polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach

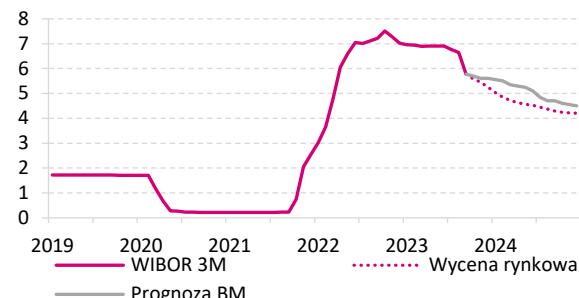
Stopa referencyjna w krajach CEE-3 (%)



Forwardowe stawki WIBOR 3M, EURIBOR 3M oraz SOFR 3M (%)



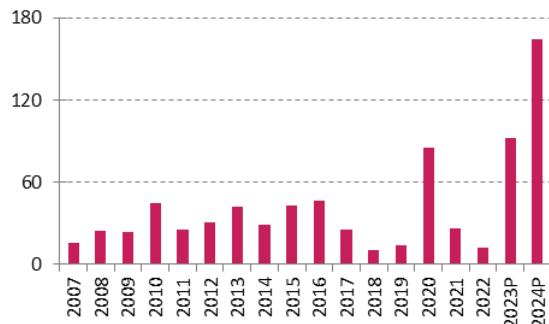
Oczekiwana ścieżka stóp procentowych (%)



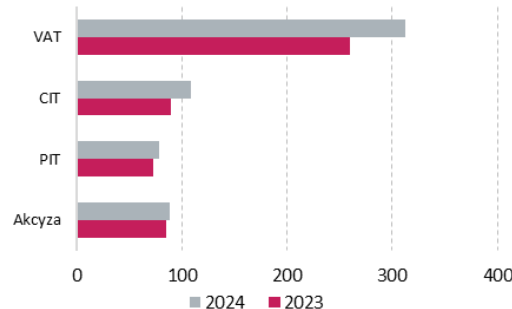
- Rada Polityki Pieniężnej dokonała we wrześniu nagłego zwrotu w polityce monetarnej i niespodziewanie obniżyła stopy procentowe o 75 pkt. baz., pomimo wciąż odległej perspektywy powrotu inflacji do celu NBP, a także wbrew komunikacji sugerującej stabilizację stóp procentowych w warunkach dwucyfrowej inflacji. Silna wyprzedaż złotego po zaskakującym cięciu stóp wpłynęła na spowolnienie tempa luzowania monetarnego i w październiku RPP ścięła stopy o 25 pkt. baz. Głównym argumentem RPP za obniżkami stóp jest zmniejszenie się presji inflacyjnej, choć zwracamy uwagę, iż powrót inflacji do celu wciąż pozostaje odległą perspektywą, a luzowanie polityki monetarnej w Polsce kontrastuje z jastrzębią narracją nie tylko EBC i Fed, ale także banków centralnych w naszej części Europy.
- Uważamy, że w kolejnych miesiącach Rada będzie ostrożniej dozowała kolejne obniżki stóp. Biorąc pod uwagę szacowany przez nas spadek wskaźnika CPI w październiku poniżej 7% r/r, spodziewamy się jeszcze jednego cięcia w tym roku o 25 pkt. baz. Decydujące dla decyzji RPP będzie kształtowanie się kursu walutowego. Przestrzeń do dalszego luzowania monetarnego w naszej ocenie wyczerpuje się w głównej mierze ze względu na kurczący się potencjał do spadku inflacji w roku przyszłym, a także wciąż odległą perspektywę jej powrotu do celu NBP. Zakres dalszych obniżek będzie ograniczać też jastrzębia narracja innych banków centralnych. Utrzymanie stóp procentowych na wysokim poziomie przez Fed i EBC nie będą dawały dużej przestrzeni do spadku stóp procentowych w krajach rozwijających się. Kontynuacja agresywnego luzowania monetarnego w Polsce prowadziłoby bowiem do osłabienia złotego, którego RPP prawdopodobnie będzie chciała uniknąć. W naszym scenariuszu zakładamy, że do końca przyszłego roku stopa referencyjna spadnie do 4,50%. Nieczytelna funkcja reakcji banku centralnego stanowi czynnik niepewności co do tempa dochodzenia do tego poziomu, choć w naszej ocenie będzie to proces stopniowy. Obecnie rynki finansowe wyceniają scenariusz spadku stopy referencyjnej do 4% na koniec 2024 r., co naszym zdaniem jest scenariuszem nieco zbyt agresywnym. Źródłem niepewności dla ścieżki stóp procentowych jest też wynik wyborów parlamentarnych i kształt polityki gospodarczej w przyszłym roku. Podtrzymujemy jednak naszą ocenę, że po wyborach parlamentarnych RPP będzie w wolniejszym tempie obniżała stopy procentowe.

Polityka fiskalna - Plany budżetowe na 2024 r. pod wpływem wyborów parlamentarnych

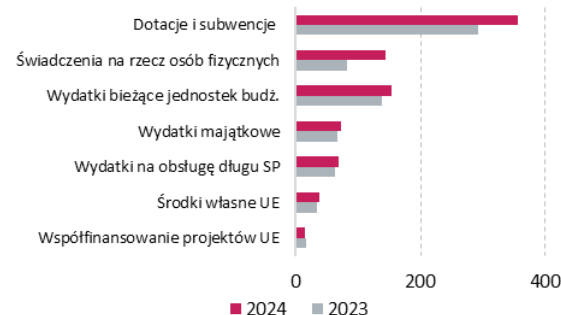
Deficyt budżetu centralnego i założenia z projektu ustawy budżetowej (mld PLN)



Plany dochodów najważniejszych podatków w 2023 i 2024 (mld PLN)



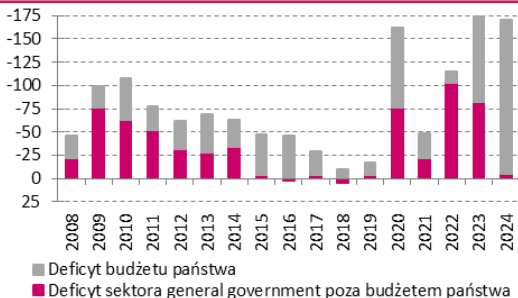
Struktura wydatków budżetu państwa w 2023-2024 (mld PLN)



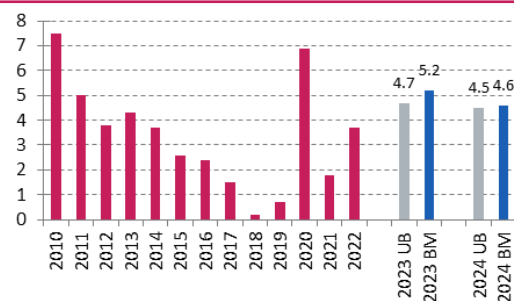
- Pod koniec sierpnia br. rząd przedstawił projekt ustawy budżetowej na 2024 r., który radykalnie zwiększa deficyt budżetu państwa. Deficyt wynieść ma w 2024 r. aż 165 mld PLN, co oznacza wzrost o 73 mld PLN w stosunku do założenia w znowelizowanej ustawie budżetowej na 2023 r., gdzie zapisano deficyt 92 mld PLN.
- Według projektu ustawy dochody budżetu państwa wynieść mają w 2024 r. 684 mld PLN (+13,7% r/r), co oznacza wzrost ich udziału do PKB do 18,1% PKB z 17,3% PKB w 2023 r. Uwarunkowania makroekonomiczne dochodów (wzrost PKB w 2024 r. o 3,0% i inflacja 6,6% r/r) w naszej ocenie są realistyczne. Naszym zdaniem założenia co do dochodów nie dają jednak wiele miejsca do negatywnych niespodzianek. Zwracamy uwagę na założenie wzrostu dochodów z podatku VAT w 2024 r. do 312,5 mld PLN, a więc o 20,4% przy prognozie wzrostu nominalnego PKB tylko o 9,5%. Nie daje to wystarczającej przestrzeni do przedłużenia na 2024 r. zerowej stawki podatku VAT na część żywności. Ponadto w naszej ocenie rząd dość optymistycznie założył dochody z podatku CIT.
- Największe wrażenie robią jednak zapisy dotyczące wydatków budżetowych w 2024 r. Maja one wzrosnąć do 848 mld PLN (+22,3% r/r), a więc do 22,5% PKB z 20,1% PKB w 2023 r. Bardzo silnie, bo o 75,7% podwyższono wydatki na rzecz osób fizycznych. W ich skład wchodzi wydatki m.in. na służbę zdrowia, renty i emerytury, ale także transfery społeczne takie jak 800 plus. Tylko ten jeden program podnosi wydatki o 25 mld PLN względem 2023 r. Po stronie wydatkowej zaplanowano ponadto zwiększenie płac w sektorze budżetowym o 12,3%. Zmiana struktury wydatków potwierdza wyborczy charakter budżetu. Istotne jest także to, czego projekt nie zawiera. Nie przewidziano w nim wydatków na utrzymanie rekompensat dla dostawców energii elektrycznej, gazu ziemnego, ciepła i węgla, które łącznie wg obliczeń NBP wyniosą w 2023 r. 1,9% PKB. Ponadto niewielka różnica między planami deficytu budżetowego (165 mld PLN) i deficytu sektora *general government* (ok. 170 mld PLN) sugerują, że włączono do budżetu centralnego wydatki, które w ostatnich trzech latach finansowano poprzez fundusze celowe (np. Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych). Z punktu widzenia przejrzystości finansów publicznych jest to dobra informacja i stanowi ona wypełnienie jednego z kamieni milowych dla otrzymania środków w ramach Krajowego Planu Odbudowy.

Polityka fiskalna - w niedalekiej przyszłości finanse publiczne będą musiały zostać skonsolidowane

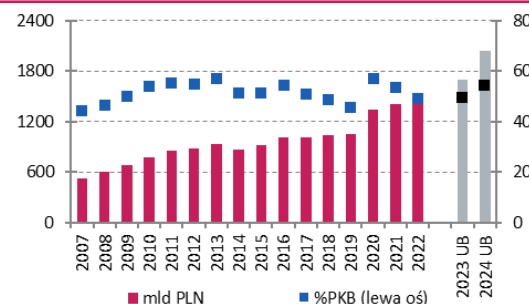
Struktura deficytu sektora general government (mld PLN)



Deficyt sektora GG oraz plany z projektu ustawy budżet. (UB) i prognozy Banku (% PKB)



Dług sektora general government oraz założenia w budżecie (mld PLN, % PKB)



- W konsekwencji planów wysokiego deficytu budżetowego znacząco wzrosną potrzeby pożyczkowe w 2024 r. W ujęciu brutto, tj. z uwzględnieniem rolowania zapadających w 2024 r. obligacji wyemitowanych w poprzednich latach, mają one wynieść aż 420,6 mld PLN wobec 280,9 mld PLN zaplanowanych na 2023 r.
- Według nieco innej metodologii, tj. stosowanej przez Eurostat, deficyt sektora finansów publicznych sięgnąć ma w 2024 r. ok. 170 mld PLN, tj. 4,5% PKB. Oznacza to niewielki spadek z 4,7% PKB planowanego na koniec 2023 r. Według naszych szacunków deficyt na koniec 2023 r. będzie nieco wyższy niż plany i zbliży się do 5,2% PKB, a głównym czynnikiem odpowiadającym za tę różnicę są przede wszystkim nieco słabsze od założeń w ustawie budżetowej spodziewane dochody. W konsekwencji zakładanego deficytu wzrośnie w 2024 r. dług publiczny, według założeń do ustawy budżetowej, do 54,0% PKB z 49,3% PKB szacowanego na 2023 r. Pomijając pandemiczny 2020 r. jest to najwyższa wartość od 2016 r. Zauważmy, że planowane deficyty SFP na 2023 i 2024 r. przekraczają poziom 3,0% PKB, tj. próg uruchamiający unijną procedurę nadmiernego deficytu. W 2023 r. była ona zawieszona i jak na razie nie wiemy, czy od 2024 r. ponownie będzie w mocy. Konsekwencją uruchomienia procedury jest konieczność przedstawienia planów konsolidacji finansów publicznych, wraz z terminami realizacji poszczególnych etapów, co ogranicza możliwości rządu. Biorąc pod uwagę sytuację geopolityczną oraz skalę programów społecznych przypuszczamy, że proces konsolidacji finansów publicznych będzie długi, gdyż część działań ograniczających deficyt będzie trudna ze względów politycznych. Tym bardziej prawdopodobna jest naszym zdaniem motywacja do utrzymywania wyższej inflacji, która zmniejsza realną wartość zadłużenia.
- Założony w projekcie ustawy budżetowej deficyt SFP w 2024 r. na poziomie 4,5% PKB jest zgodny z naszą prognozą sprzed 3 miesięcy (4,6% PKB). Zaznaczamy jednak, że przedstawione plany wydatków mają inną strukturę. My przyjmowaliśmy utrzymanie zerowej stawki podatku VAT na część towarów żywnościowych, a także wsparcia dotyczącego cen energii elektrycznej i gazu (choć w mniejszej skali niż w 2023 r.). Nie można wykluczyć jednak, że jakaś forma pomocy w tym zakresie zostanie utrzymana, co oznaczałoby wyższy deficyt w 2024 r. niż założono. Czynnikiem niepewności dla polityki fiskalnej w 2024 r. pozostają wyniki wyborów parlamentarnych. Niemniej, niezależnie od rezultatu nie spodziewamy się, aby nastąpiły znaczące zmiany w zakresie transferów społecznych.

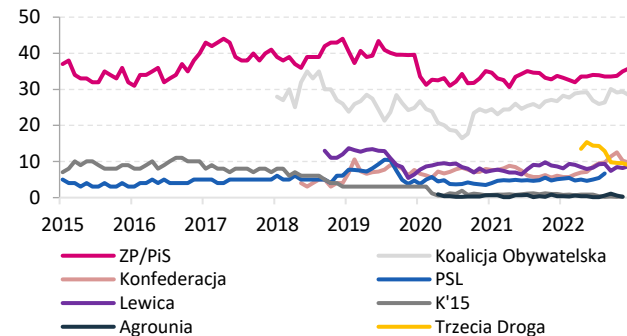
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów, Bank Millennium, general government (GG) – sektor finansów publicznych

Wybory parlamentarne 2023 - Wybory do Parlamentu źródłem niepewności dla polityki gospodarczej w 2024 r.

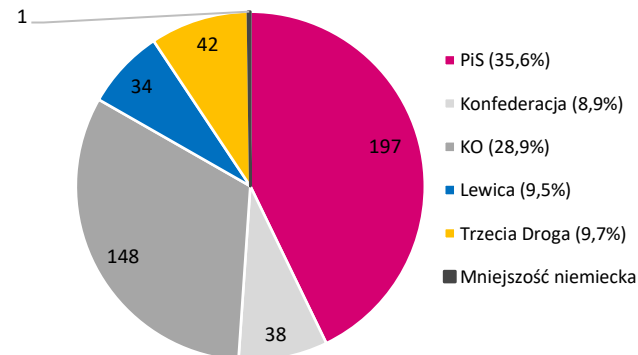
Scenariusze wyborcze i ich potencjalny wpływ na gospodarkę i kurs złotego

Scenariusz	Polityka gospodarcza	PLN	Gospodarka
PiS - rząd większościowy w koalicji	Relatywnie luźna polityka fiskalna i monetarna zorientowana na wsparcie polityki gosp. rządu.	Presja na słabszego złotego, m.in. ze względu na relacje z UE oraz relatywnie luźną politykę pieniężną. Większa zmienność ze względu na niepewność co do polityki gosp.	Gospodarka napędzana przez konsumpcję, ryzyko wzrostu deficytu C/A. Powolny powrót inflacji do celu NBP. Brak poprawy w relacjach z UE.
PiS - rząd mniejszościowy z okazjonalnym poparciem innych partii	Relatywnie luźna polityka fiskalna i monetarna. Wysoka niepewność średniookresowych perspektyw polityki gospodarczej.	Presja na osłabienie złotego, wysoka zmienność kursu walutowego.	Wolna dezinflacja, wzrost gospodarczy napędzany głównie przez konsumpcję. Brak przestrzeni na poprawę relacji z UE. Niepewność co do polityki gospodarczej rządu.
PiS - samodzielny rząd większościowy	Utrzymanie status quo. Relatywnie ekspansywna polityka fiskalna i monetarna.	Utrzymanie status quo i zmniejszenie się zmienności notowań. Relatywnie słaby złoty, m.in. ze względu na relacje z UE oraz względnie luźną politykę pieniężną.	Wyhamowanie spadku inflacji, gospodarka napędzana przez konsumpcję, powiększenie deficytu C/A. Utrzymanie inflacji powyżej celu NBP. Brak poprawy w relacjach z UE.
Rząd zbudowany przez obecną opozycję	Utrzymanie relatywnie luźnej polityki fiskalnej w krótkim okresie, w tym rozbudowanych akcentów socjalnych. Większa skłonność do konsolidacji fiskalnej w dłuższym terminie (realizowanie procedury nadmiernego deficytu). Bardziej restrykcyjna względem pozostałych scenariuszy polityka monetarna.	Możliwe umocnienie złotego, ze względu na większe szanse poprawy relacji z UE, napływ środków z KPO oraz możliwe zaostreżenie retoryki przez RPP.	Szybsza dezinflacja, wspierana silniejszym złotym. Utrzymanie transferów socjalnych stymulujących konsumpcję. Bardziej zrównoważony wzrost w dłuższym okresie (przyspieszenie inwestycji).
Przedterminowe wybory	Niepewność co do perspektyw polityki gospodarczej. Wciąż luźna polityka fiskalna, w warunkach zbliżającej się kolejnej kampanii wyborczej, z ryzykiem wzrostu ekspansji fiskalnej.	Presja na słabego złotego z powodu podwyższonej niepewności co do perspektyw gospodarki.	Powolny spadek inflacji, stymulowanie konsumpcji prywatnej, utrzymanie się negatywnych relacji z UE.

Sondaże wyborcze (%)



Symulacja podziału mandatów do Sejmu w najbliższych wyborach *

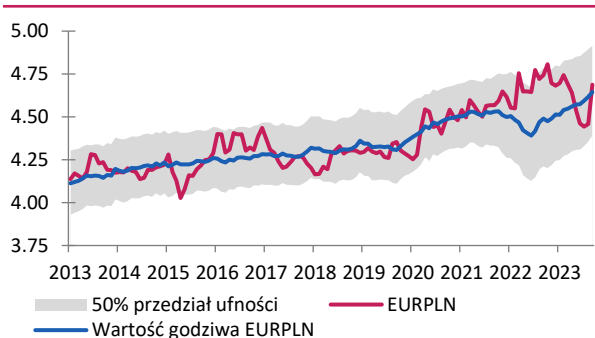


Źródło: Macrobond, ewybory.eu, Bank Millennium

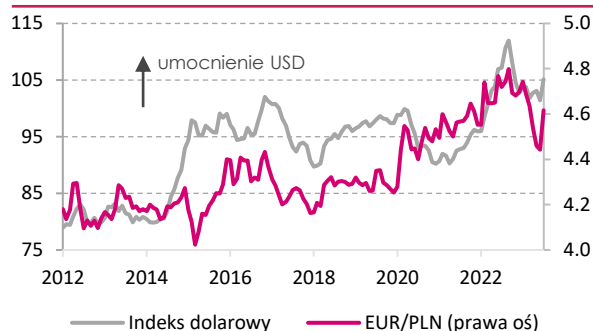
*symulacja na podstawie danych serwisu ewybory.eu z dnia 04.10.2023r. przeprowadzona z użyciem kalkulatora wyborczego www.kalkulatorsejmowy.pl

Rynki finansowe EUR/PLN – Drugie półrocze przyniosło umiarkowane pogorszenie perspektywy złotego

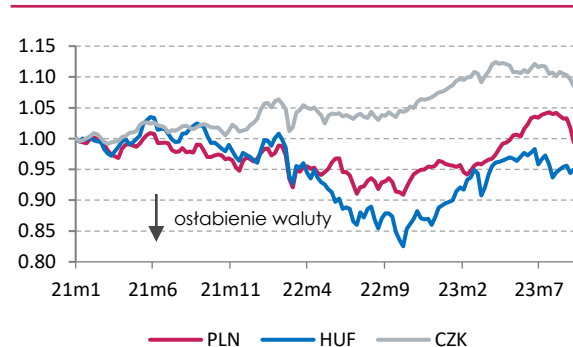
Kurs EUR/PLN i jego wartość godziwa według modelu ekonometrycznego Banku Millennium



Kurs EUR/PLN oraz notowania indeksu dolarowego (pkt)



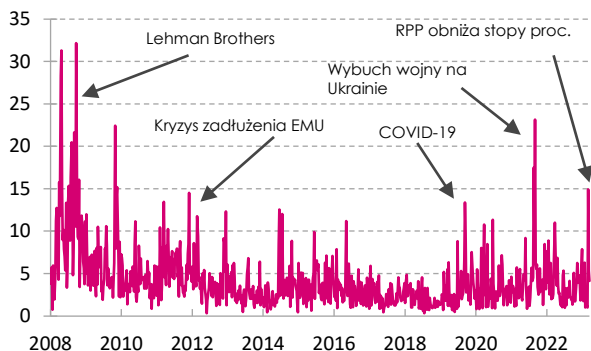
Zmiana kursu NEER krajów CEE-3 (01.01.2021=1)



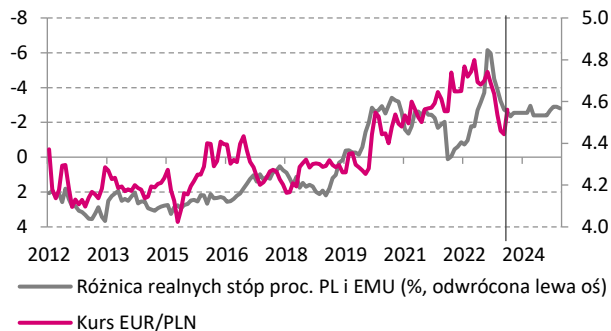
- Po spektakularnym umocnieniu w 2Q 2023 (6% w relacji do euro i 5% do dolara), gdy złoty był najlepiej radzącą sobie walutą rynków wschodzących, w 3Q 2023 – w szczególności we wrześniu – polska waluta znalazła się pod presją sprzedających. Kurs EUR/PLN, który jeszcze pod koniec lipca chwilowo obniżył się do poziomu 4,3950 obecnie porusza się wokół 4,63. Z nawiązką zrealizował się zatem nakreślony przez nas w poprzednim raporcie scenariusz przejściowej zniżki kursu EUR/PLN do poziomu 4,40 i ataku na poziom 4,50. Materializacji uległy lokalne ryzyka tj. chęć przedwczesnego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych przez RPP (pogorszenie carry trade na tle wciąż jastrzębich największych banków centralnych świata), czy wzrost napięć fiskalnych towarzyszący specyfice roku wyborczego. Dodatkowo na te wydarzenia nałożył się globalny trend umocnienia dolara, który historycznie był niekorzystny dla tzw. bardziej ryzykownych aktywów.
- Do perspektyw złotego podchodzimy ostrożnie z uwagi na wysoką zmienność, ale też umiarkowanie optymistycznie. Za szczególnie istotny uznajemy fakt, iż działania RPP pogorszyły perspektywy polskiej waluty. Według naszego modelu wartości godziwej kursu EUR/PLN agresywne cięcie stóp procentowych sprawiło, że złoty po 3 miesiącach przewartościowania (pierwsza taka sytuacja od 2020 r.) znalazł się w obszarze niedowartościowania. Jednakże jest ono niewielkie, gdyż poziom wartości godziwej jest zbliżony do bieżących notowań EUR/PLN. Dlatego – z fundamentalnego punktu widzenia – przestrzeń do dalszej deprecjacji złotego jest naszym zdaniem ograniczona. Nawet jeśli złoty w krótkim terminie będzie pod presją ze względu na rosnące ryzyko lokalne (decyzje RPP, wynik wyborów, presja fiskalna). Należy podkreślić, iż mnogość krajowych czynników ryzyka oraz dynamicznie zmieniające się notowania globalnych rynków finansowych sprawiają, że w najbliższych miesiącach oczekujemy podwyższonej zmienności polskiej waluty.

Rynki finansowe EUR/PLN – Ścieżka stóp procentowych NBP istotna dla wartości polskiej waluty w krótkim i średnim terminie

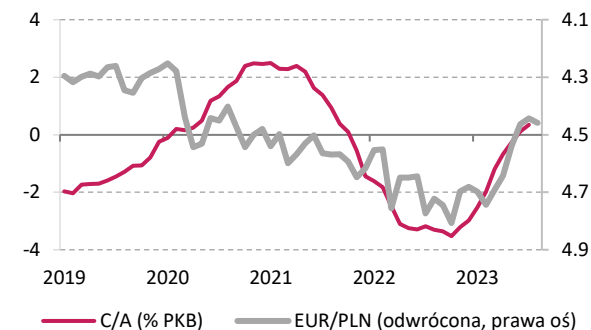
Tygodniowa zmienność kursu EUR/PLN (grosze)



Różnica realnych stóp procentowych w Polsce i strefie euro (%) oraz kurs EUR/PLN



Rachunek obrotów bieżących oraz notowania kursu EUR/PLN

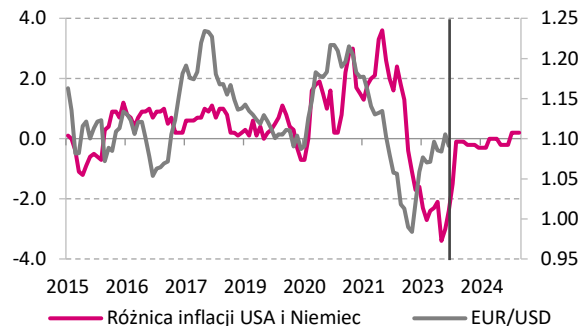


- W naszej ocenie możliwe jest zejście notowań EUR/PLN w okolice 4,55 na koniec 2023 roku. Oznacza to tylko nieznaczny (5-groszowy) rewizję w górę prognozy w stosunku do poprzedniego raportu. Warto podkreślić, iż prognoza końca roku obciążona jest podwyższonym ryzykiem ze względu na możliwość interwencji walutowych Narodowego Banku Polskiego w celu osłabienia złotego, by poprawić wynik finansowy banku centralnego. Za podstawowy argument oczekiwanego umocnienia złotego uznajemy przetasowania w rynkowych oczekiwaniach co do ścieżki stóp procentowych w Polsce. Uważamy je za zbyt agresywne, co w momencie ich ograniczenia (mniejsze cięcia stóp procentowych) stanowić będzie o umiarkowanej sile złotego. W naszej ocenie może to nastąpić jeszcze w tym roku. Wsparciem dla walut rynków wschodzących w średnim terminie będzie ponadto spodziewany wzrost notowań eurodolara oparty m.in. na możliwych pozytywnych niespodziankach z wydobywających się z recesji Niemiec. Podobnie jak konsekwentny spadek awersji do ryzyka wynikający – przede wszystkim w przypadku złotego – ze statusu waluty przyfrontowej.
- Jak wskazaliśmy zakres umocnienia nie będzie jednak znaczący. W naszej ocenie polską walutę przestaną bowiem wspierać niektóre z dotychczasowych argumentów prozłotowych. Dobrym przykładem są m.in. dane o rachunku obrotów bieżących (jeden z filarów umocnienia złotego w poprzednich miesiącach). Z uwagi na niższą od oczekiwań aktywność w Europie Zachodniej spodziewamy się słabszego od wcześniejszych założeń salda obrotów towarowych w najbliższych kwartałach. Ryzykiem pozostają także relacje rządu z Unią Europejską i groźba utraty lub ograniczenia europejskich funduszy (KPO/Fundusz Spójności). To z kolei prawdopodobnie spotkałoby się z negatywnymi reakcjami agencji ratingowych. Ryzykiem jest także kształtowanie się carry trade wobec jastrzębicy naracji największych banków centralnych świata.

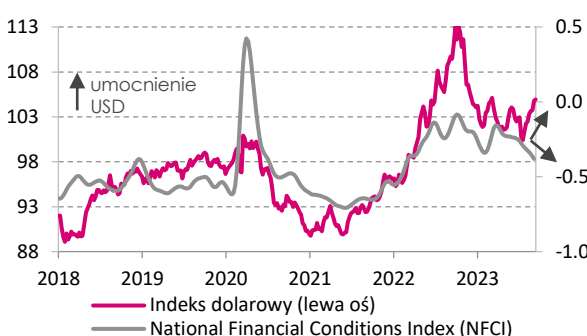
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Rynki finansowe EUR/USD - Eurodolar z potencjałem do wzrostu notowań w średnim terminie

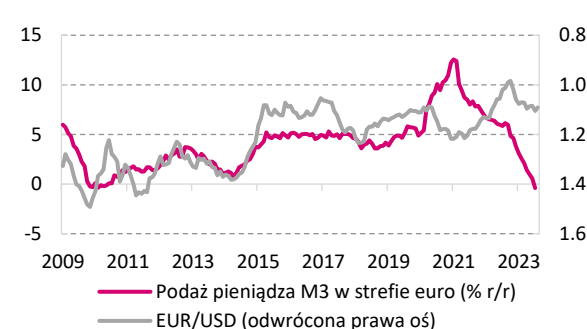
Kurs EUR/USD i różnice inflacji pomiędzy USA (CPI, % r/r) i Niemcami (CPI, % r/r)



Indeks dolarowy (pkt.) oraz indeks warunków finansowych w USA (NFICI, pkt.)



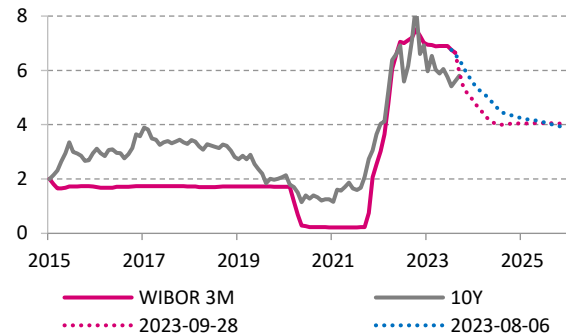
Podaż pieniądza M3 w strefie euro oraz notowania EUR/USD



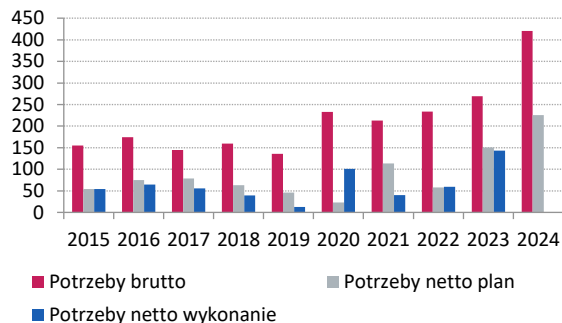
- Od połowy lipca kurs EUR/USD obniżył się o 7 centów i obecnie wynosi 1,05. Źródłem presji na umocnienie dolara są coraz słabsze wyniki gospodarki strefy euro, które są m.in. skutkiem dotychczasowego znaczącego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed i EBC. Historycznie zaś okresy globalnej dekoniunktury sprzyjały wycenieniu amerykańskiej waluty (*risk aversion*). Uważamy jednak, iż trend spadku kursu EUR/USD stopniowo dobiega końca.
- Nasze oczekiwania zakładają, iż na koniec 2023 roku kurs EUR/USD powróci w okolice 1,09, co oznacza stosunkowo niewielką rewizję w dół w stosunku do prognozy z poprzedniego raportu. Uważamy, iż dolar w dużej mierze zdyskontował już argumenty przemawiające za jego dotychczasową siłą (nasilenie obaw recesyjnych na świecie). Tymczasem wrześniowe posiedzenia Fed i EBC ukazały wyraźny rozdźwięk w prognozach PKB w kolejnych latach. Uważamy, iż zakładany przez Fed w 2024 roku scenariusz miękkiego lądowania i tylko 50 bps cięcia stóp procentowych są zbyt optymistycznymi założeniami, zważywszy na znaczące ryzyka recesyjne dla amerykańskiej gospodarki. W konsekwencji prawdopodobnie mocniejszego łagodzenia polityki monetarnej w 2024 roku zmniejszeniu – na niekorzyść dolara – ulec może carry trade. W strefie euro natomiast w przyszłym roku rozpocznie się proces wychodzenia z koniunkturalnego dołka, w szczególności gospodarki niemieckiej, gdzie w ocenie Komisji Europejskiej odbicie gospodarki będzie najsilniejsze w całej strefie euro. Rodzić to może przestrzeń do pozytywnych niespodzianek w danych makroekonomicznych, a tym samym stanowić o potencjale wzrostu wartości euro. Krótkoterminowym ryzykiem dla naszego scenariusza pozostaje listopadowa decyzja Fed w sprawie stóp procentowych. Ewentualna podwyżka – kończąca cykl zacieśniania monetarnego – jedynie opóźniłaby moment powrotu EUR/USD na wzrostową ścieżkę i nie wpłynęłaby naszym zdaniem na średnioterminowe oczekiwania.

Rynki finansowe obligacje krajowe - Perspektywy krajowej polityki pieniężnej nadal głównym argumentem za stopniowym spadkiem dochodowości 2-latek

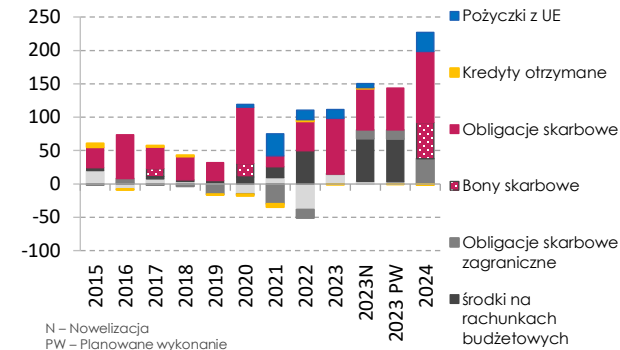
Rentowność polskiej 10-letniej obligacji skarbowej i WIBOR 3M (%)



Potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa (mld PLN)



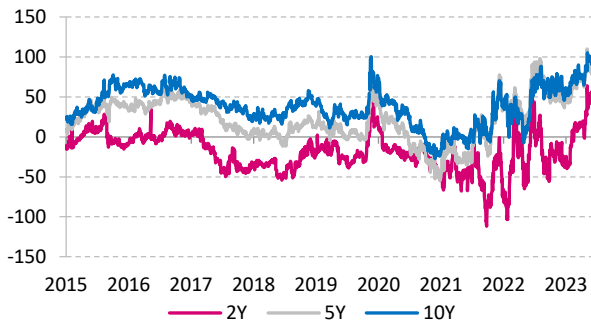
Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto (mld PLN)



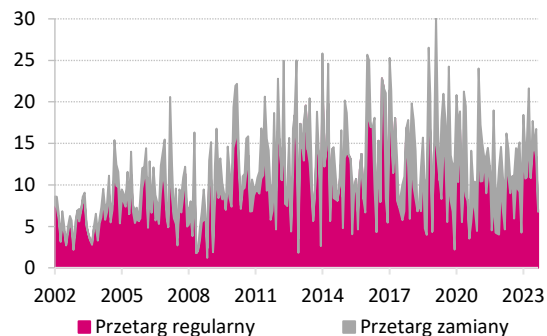
- Dochodowość polskich obligacji skarbowych pozostaje od niemal roku w trendzie spadkowym. W 3Q 2023 trend ten uległ nasileniu, z uwagi na szybsze i bardziej agresywne od oczekiwań rozpoczęcie cyklu luzowania monetarnego przez Radę Polityki Pieniężnej. Niezmiennie uważamy, iż perspektywy krajowych stóp procentowych będą podstawowym argumentem za oczekiwanym stopniowym spadkiem dochodowości skarbowych papierów wartościowych na przełomie 2023 i 2024 roku. Wpływ decyzji Rady nie będzie jednak równomierny dla wszystkich segmentów krzywej. Najśliniej cięcia stóp procentowych odczuwać będzie krótki koniec krzywej. Jest to zgodne z historycznie wysoką wrażliwością krótkoterminowego długu na zmiany kosztu pieniądza. Długi koniec krzywej natomiast nie będzie w naszej ocenie tak podatny na wpływ działań RPP. Motywujemy to możliwym łagodnym wzrostem stawek asset swap, który będzie – do pewnego stopnia – zmniejszał przestrzeń do spadku dochodowości wynikającą z oczekiwanych obniżek stóp procentowych.
- W 2024 roku potrzeby pożyczkowe brutto, ale i netto rosną odpowiednio do rekordowych (nominalnie) 420,6 mld PLN i 225,4 mld PLN. By sprostać tym wymaganiom Ministerstwo Finansów zdecydowało o powrocie – po trzech latach przerwy i drugi raz od 2017 roku - do bonów skarbowych (ok. 54 mld PLN). Skrócenie zapadalności emitowanego długu stoi w kontrze do trendów ostatnich lat. Niewykluczone natomiast, iż wzorem ostatnich lat (w szczególności 2023 roku) Ministerstwo Finansów zdecyduje o użyciu środków na rachunkach budżetowych, by ograniczyć potrzebę emisji SPW. Przypominamy jednak, iż w planach na 2024 rok resort finansów zapisał wpływy środków z Krajowego Planu Odbudowy (28,6 mld PLN), które w naszej ocenie będą trudne do uzyskania z uwagi na niespełnienie tzw. kamieni milowych. W efekcie poduszka płynnościowa Ministerstwa Finansów prawdopodobnie „poświęcona” będzie na uzupełnienie potencjalnego braku KPO. W skrajnym przypadku nie wykluczamy także możliwości zaangażowania NBP w proces potencjalnego nabywania SPW.

Rynki finansowe obligacje krajowe - Długi koniec krzywej doświadcza nasilenia ryzyk zewnętrznych i napięć fiskalnych

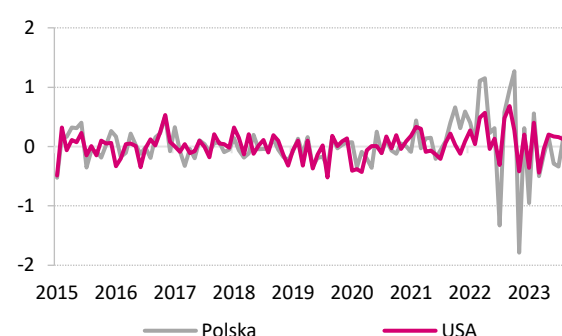
Notowania krajowych stawek asset swap (pkt. baz.)



Miesięczna sprzedaż obligacji skarbowych (mld PLN)



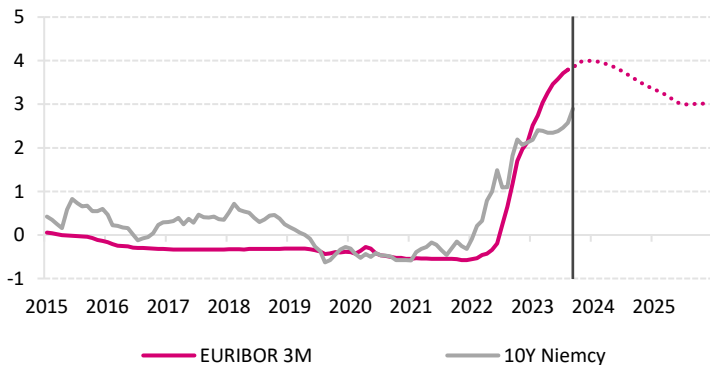
Miesięczna zmiana 10-letniego długu skarbowego (pkt. proc.)



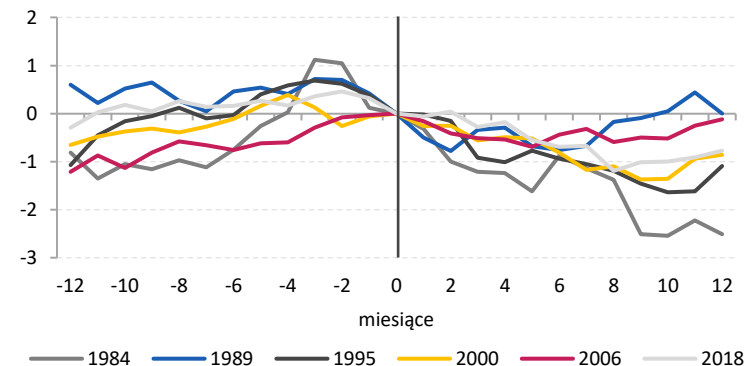
- Kwestie fiskalne będą zatem widoczne w przyszłorocznej sytuacji na krajowym rynku długu. W efekcie oczekujemy utrzymania wystromienia krzywej, które uwidocznio się w ostatnich tygodniach. Tym bardziej, iż krótkoterminowym, dodatkowym hamulcem ograniczającym zniżkę dochodowości polskiej 10-latk, będzie sytuacja na rynkach bazowych. Mimo, iż nie oczekujemy kolejnych podwyżek stóp procentowych w strefie euro ani Stanach Zjednoczonych, to perspektywa pierwszych cięć pozostaje dość odległa (połowa 2024 roku). W rezultacie zarówno dochodowość Bunda, jak i Treasuries będzie utrzymywała się na historycznie wysokich poziomach.
- Podsumowując jedynie kosmetycznie modyfikujemy naszą prognozę z poprzedniego raportu, gdy zakładaliśmy, iż na koniec 2023 roku rentowność 10-latk spadnie do poziomu 5,60% (obecnie 5,70%). Jednocześnie widzimy ryzyko wolniejszego spadku dochodowości długiego końca krzywej w kolejnych kwartałach z uwagi na niekorzystny miks czynników krajowych i zewnętrznych. Skoncentrowany on będzie przede wszystkim w 1Q 2024. Wtedy to – nawiązując do analogii historycznych – ciężar podaży emitowanego długu będzie największy, trendy deflacyjne istotnie wygasną, a stopy procentowe w gospodarkach rozwiniętych będą stabilne. Zdecydowaliśmy się zatem nieznacznie podwyższyć - w stosunku do poprzedniego raportu - prognozę rentowności 10-latk na koniec 2024 roku (do 4,80% z 4,60%) z zastrzeżeniem, iż ryzyka w dalszym ciągu pozostają asymetryczne (w kierunku wyższego poziomu dochodowości). Tym bardziej, iż uważamy, że w najbliższych kwartałach wycena skarbowych papierów wartościowych będzie doświadczać podwyższonej zmienności. Ryzykiem pozostaje również możliwe zaostrenie narracji NBP po wyborach parlamentarnych. Poza aspektami lokalnymi zmienność potęgować będą spodziewane w przyszłym roku znaczące zmiany dochodowości rynków bazowych. Będą one wynikiem oczekiwanej zmiany cyklu w polityce pieniężnej EBC i Fed.

Rynki finansowe obligacje bazowe – W naszej ocenie dochodowości obligacji rynków bazowych wkrótce rozpoczną trend zniżkowy

Notowania stawki EURIBOR 3M i 10-letniego długu Niemiec (%)



Zmiana rentowności 10-latk amerykańskiej przed i po ostatniej podwyżce stóp proc. Fed w cyklu (pkt. proc.)



- Rentowności obligacji rynków bazowych pozostają w trendzie wzrostowym. Jest on wynikiem utrzymania jastrzębiej narracji Fed i Europejskiego Banku Centralnego w związku z wysoką uporczywością światowej inflacji. W rezultacie inwestorzy stopniowo, acz systematycznie podwyższali swoje oczekiwania co do docelowego poziomu stopy procentowej, ale i opóźniali moment pierwszych obniżek stóp procentowych, czego rynkowym odzwierciedleniem były wyższe rentowności. Obecnie w trend ten wpisuje się prawdopodobny scenariusz miękkiego lądowania amerykańskiej gospodarki (odporność na działania Rezerwy Federalnej) oraz drożęjąca ropa naftowa (ryzyko dla ścieżki inflacji). W efekcie rentowność 10-latk USA ustanowiła najwyższy od 2007 roku poziom (4,80%). Dochodowość Bunda na poziomie 3,0% jest natomiast najwyższa od 12 lat.
- W naszej ocenie zarówno Fed, jak i EBC zakończyły już cykl zacieśniania monetarnego. Pytaniem otwartym pozostaje natomiast termin i skala obniżek stóp procentowych w przyszłym roku. Jest ona obarczona niepewnością (wpływ danych makro) a przez to zachowanie obligacji cechować będzie podwyższona zmienność. Uważamy jednak, że obniżki stóp procentowych będą fundamentem decydującym o zmianie kierunku kształtowania się rentowności Bunda i Treasuries. Sądymy jednocześnie, iż rynek m.in. częściowo w ślad za oficjalnymi oczekiwaniami Rezerwy Federalnej zbyt ostrożnie zakłada przyszłoroczne tempo spadku stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Uważamy, że Fed będzie bardziej agresywny niż obecnie wyceniane przez rynek i wskazywane w dotplot 50 pkt. baz. cięcia w 2024 roku.. W przypadku długu państw strefy euro w 2024 roku również oczekujemy spadku rentowności jednak zważywszy na prawdopodobnie mniej agresywną niż w przypadku Fed postawę EBC oraz impulsy fiskalne w niektórych krajach (np. Włochy) będzie on ograniczony. Jednocześnie powiększeniu ulegać może spread pomiędzy Bundem a 10-latkami państw południa unii monetarnej.

Dane i prognozy

		2020	2021	2022	2023	2024	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	-2.0	6.9	5.3	0.6	2.9	8.8	6.1	3.9	2.3	-0.3	-0.6	0.3	2.6	2.5	3.1	2.8	2.9
Popyt krajowy	% r/r	-2.7	8.5	5.2	-1.9	2.9	10.8	7.2	3.1	0.6	-5.2	-4.1	-1.6	1.8	2.1	3.0	2.9	3.2
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	-3.4	6.1	5.2	-0.8	3.1	6.8	6.7	1.1	-1.1	-2.0	-2.7	-1.0	2.1	2.4	2.8	3.1	3.2
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	-2.3	1.2	4.9	6.4	2.3	5.4	7.1	2.5	5.4	5.5	7.9	7.2	5.8	4.1	2.5	2.0	1.2
Wkład eksportu netto	pkt proc.	0.6	-1.1	0.1	2.5	0.0	-1.4	-0.7	0.8	1.7	4.3	3.1	1.9	0.8	0.4	0.1	-0.1	-0.3
Inflacja CPI *	% r/r	3.4	5.1	14.4	11.7	6.4	9.7	13.9	16.3	17.3	17.0	13.1	9.7	7.0	7.0	5.9	6.4	6.2
Inflacja bazowa *	% r/r	3.9	4.1	9.1	10.4	5.3	6.6	8.5	10.0	11.3	12.0	11.6	9.8	8.0	6.4	4.8	4.9	5.2
Ropa naftowa Brent *	USD	43.3	70.7	98.7	85.3	90.8	97.6	111.5	97.4	88.5	82.1	77.7	85.6	95.6	92.5	91.4	90.2	89.1
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	6.8	5.8	5.2	5.2	5.3	5.8	5.2	5.1	5.2	5.4	5.0	5.0	5.2	5.5	5.1	5.3	5.3
Place w gospodarce narodowej	% r/r	5.1	9.6	12.1	13.3	10.3	9.7	11.8	14.6	12.3	14.3	13.8	12.9	12.1	11.5	10.4	9.8	9.6
Saldo C/A	% PKB	2.5	-1.3	-2.4	0.9	-0.6	-2.3	-3.1	-2.9	-2.4	-0.7	-0.1	0.7	0.9	0.4	0.2	-0.2	-0.6
Saldo sektora general government	% PKB	-6.9	-1.8	-3.7	-5.2	-4.6	-	-	-	-3.7	-	-	-	-5.2	-	-	-	-4.6
Stopa referencyjna	% k.o.	0.10	1.75	6.75	5.50	4.50	3.50	6.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.00	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
Stopa depozytowa	% k.o.	0.00	1.25	6.25	5.00	4.00	3.00	5.50	6.25	6.25	6.25	6.25	5.50	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00
WIBOR 1M	% k.o.	0.20	2.23	6.93	5.55	4.55	4.12	6.59	7.11	6.93	6.84	6.86	6.04	5.55	5.30	5.05	4.80	4.55
WIBOR 3M	% k.o.	0.21	2.54	7.02	5.60	4.50	4.77	7.05	7.21	7.02	6.89	6.90	5.77	5.60	5.35	5.00	4.70	4.50
WIBOR 6M	% k.o.	0.25	2.84	7.14	5.45	4.20	5.05	7.35	7.41	7.14	6.95	6.95	5.63	5.45	5.20	4.90	4.50	4.20
Obligacja 2-letnia	% k.o.	0.02	3.39	6.77	4.90	4.00	5.57	7.60	7.41	6.77	6.11	5.85	5.04	4.90	4.75	4.50	4.30	4.00
Obligacja 10-letnia	% k.o.	1.30	3.64	6.92	5.70	4.90	5.23	6.92	7.13	6.92	6.03	5.80	5.90	5.70	5.60	5.45	5.15	4.90
EUR/PLN	k.o	4.61	4.60	4.69	4.55	4.45	4.64	4.70	4.84	4.69	4.68	4.45	4.64	4.55	4.55	4.50	4.50	4.45
USD/PLN	k.o	3.76	4.06	4.40	4.20	3.94	4.17	4.49	4.94	4.40	4.29	4.08	4.37	4.20	4.14	4.05	3.98	3.94
EUR/USD	k.o.	1.23	1.13	1.07	1.08	1.13	1.11	1.05	0.98	1.07	1.09	1.09	1.06	1.08	1.10	1.11	1.13	1.13
EURIBOR 3M	% k.o.	-0.53	-0.57	2.13	4.00	3.45	-0.46	-0.20	1.17	2.13	3.04	3.56	3.95	4.00	4.00	3.85	3.65	3.45
LIBOR 3M USD/SOFR 3M (od 07.2023 roku)	% k.o.	0.25	0.21	4.77	5.34	4.09	0.96	2.29	3.75	4.77	5.19	5.53	5.27	5.34	5.34	4.98	4.41	4.09

Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Szare pola – prognozy Banku Millennium, k.o. - koniec okresu; * - średnio w okresie, kursy walutowe - fixing NBP

Prognozy Banku Millennium zostały sporządzone w oparciu o dane dostępne do dnia 4 października 2023 r.

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.sutowicz@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 kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek 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 dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte informacje nie były błędne lub nieprawdliwe 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 000001186; NIP 5260212931; kapitał zakładowy 1 213 116 777 złotych, w pełni opłacony.