

Makro i Rynek

W drodze ku równowadze

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

grudzień 2023



Spis treści

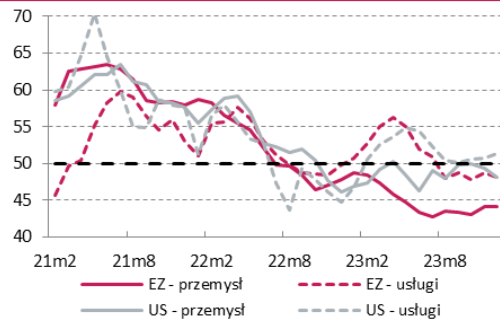
<u>W skrócie</u>	3
<u>Gospodarka globalna</u>	4-6
<u>PKB w Polsce</u>	7-10
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	11
<u>Rynek pracy</u>	12-13
<u>Inflacja</u>	14-16
<u>Polityka pieniężna</u>	17
<u>Polityka fiskalna</u>	18-19
<u>Rynki finansowe EUR/PLN</u>	20-21
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	22
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	23-24
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	25
<u>Dane i prognozy</u>	26

W skrócie...

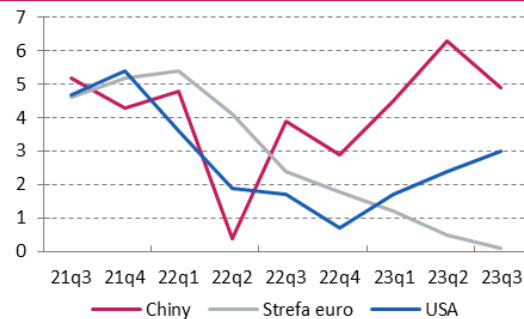
- W tegorocznej edycji plebiscytu PWN na młodzieżowe słowo roku wygrało „rel”. Natomiast ekonomicznym słowem 2023 roku ma szansę być dezinflacja. To tempo i zakres dezinflacji, której nie należy mylić ze spadkiem cen, zdominowały ekonomiczną dyskusję mijającego roku. Zniżająca inflacja, w nieco szybszym tempie niż zakładano na początku roku, nasiliła oczekiwania na szybsze rozpoczęcie łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne, co szczególnie widoczne było w ostatnich miesiącach mijającego roku. Obecnie rynki finansowe wyceniają, scenariusz, w którym stopy procentowe w USA oraz strefie euro spadną o 150 pkt. baz. W Czechach stopy procentowe mogą spaść w przyszłym roku o 300 pkt. baz., a na Węgrzech o nawet 600 pkt. baz. Polska na tym tle prezentuje się skromnie. Po nagłym zwrocie RPP i cięciu stóp we wrześniu i październiku o łącznie 100 pkt. baz. w naszym scenariuszu zakładamy, że w 2024 r. RPP zetnię stopy procentowe o nie więcej niż 100 pkt. baz. Należy jednak zaznaczyć, że w Polsce stopy procentowe zaczęły spadać z najniższego poziomu spośród krajów naszego regionu i łagodzenie polityki pieniężnej rozpoczęło się najwcześniej.
- Zmniejszająca się presja inflacyjna wsparła odbudowę koniunktury w polskiej gospodarce, ponieważ wzrost siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych sprzyjał odbiciu konsumpcji. Dane wysokiej częstotliwości publikowane w II poł. 2023 r. wpisują się w obraz utrwalającej się odbudowy koniunktury. **W naszej ocenie wzrost gospodarczy przyspieszy w 2024 r. do 2,9% z szacowanych w tym roku 0,7%.** Zmieni się względem minionego roku struktura wzrostu. **Popyt konsumpcyjny będzie głównym motorem gospodarki,** ponieważ rosnąca siła nabywcza dochodów z pracy, wsparta wypłatą transferów społecznych, sprzyjać będzie wzrostowi wydatków konsumpcyjnych. Spowolni zaś wzrost inwestycji w środki trwałe, głównie ze względu na wygaśnięcie inwestycji finansowanych ze środków UE. Szanse na poprawę w obszarze inwestycji daje ocieplenie relacji z UE po wyborach parlamentarnych, zwiększające szansę na szybkie uruchomienie środków z KPO. Ich pozyskanie wesprze inwestycje w tak kluczowych obszarach jak transformacja energetyczna i digitalizacja. Tempo odbudowy wzrostu spowalniać będzie natomiast słaba koniunktura w Niemczech. Struktura wzrostu PKB, gdzie silny wkład będzie miała konsumpcja prywatna, nie będzie niestety sprzyjała szybkiemu powrotowi inflacji do celu NBP. Szczególnie, że **na rekordowo niskim poziomie utrzymywać się będzie stopa bezrobocia.**
- **Rok 2024 będzie okresem kontynuacji dezinflacji,** choć w wolniejszym tempie niż w roku 2023. Przebieg ścieżki inflacji w 2024 r. zdeteminowany będzie w dużej mierze decyzjami co do działań ostonowych w zakresie cen nośników energii i żywności. Dotychczas zapowiedziane rozwiązania, które zapewniają zamrożenie cen nośników energii na obecnym poziomie do połowy 2024 roku, a także utrzymanie zerowej stawki VAT na podstawową żywność przynajmniej w 1Q 2024 powodują, że w 2Q przyszłego roku wskaźnik CPI może otrzeć się o górną granicę odchyień inflacji od celu NBP. Wycofanie się z działań ostonowych spowoduje jednak odbicie inflacji CPI w drugiej połowie roku powyżej 6% r/r. **Trwały powrót inflacji do celu NBP wciąż pozostaje odległą perspektywą.**
- **Do marca 2024 r. stopy procentowe będą w naszej ocenie utrzymywane na obecnym poziomie, jednak nie oznaczają to, iż polityka pieniężna w 2024 r. będzie nudna.** Widzimy przestrzeń do spadku stóp procentowych w 2024 r., jednak ich zakres nie jest duży i w naszej ocenie wyniesie nie więcej niż 100 pkt. baz. Oczekiwane dość agresywne cięcia stóp proc. przez Fed i EBC oznaczać będzie możliwość złagodzenia polityki pieniężnej w Polsce bez negatywnej presji na złoto. Cięcia stóp powinny być jednak dozowane ostrożnie. Ekspansywna polityka fiskalna, niskie bezrobocie, relatywnie wysoka dynamika płać i podwyższone oczekiwania inflacyjne będą spowalniały tempo dezinflacji, a tym samym ograniczały tempo łagodzenia polityki monetarnej.
- Postępująca poprawa krajowych perspektyw gospodarczych oraz powyborcza zmiana postrzegania polskiej waluty przez inwestorów zagranicznych tworzą **umiarkowanie optymistyczne perspektywy złotego na 2024 rok.** Po silnym ruchu w 4Q 2023, uważamy, iż zakres potencjalnego umocnienia polskiej waluty w kolejnych miesiącach nie będzie znaczący, zaś kurs EUR/PLN powinien pozostawać relatywnie bardziej stabilny i zbliżony do wieloletniej średniej w okolicy 4,30.

Gospodarka globalna - w 2024 r. gospodarka światowa nadal pod wpływem wysokich stóp procentowych, choć aktywność w strefie euro powinna się poprawiać

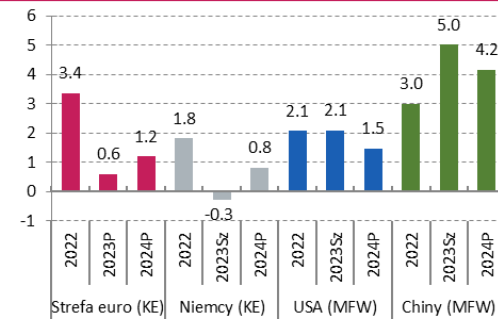
Indeksy PMI dla przemysłu i usług w strefie euro oraz USA (pkt)



Dynamika PKB (% r/r)



Prognozy wzrostu wybranych gospodarek (%)

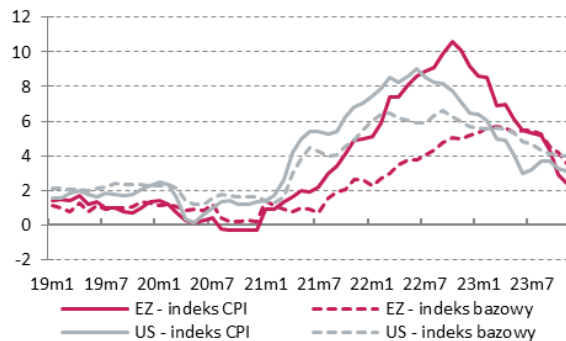


- W 2023 r. wzrost gospodarczy na świecie spowolnił w wyniku nadal wysokiej inflacji w wielu gospodarkach i zacieśniania polityki pieniężnej. Niemniej, wzrost światowej gospodarki w 2023 r. okazał się nieco lepszy od prognoz sprzed roku. Jest to dobra informacja zważywszy na obawy o kondycję globalnej gospodarki, po tym jak na wiosnę doszło do upadku banków w Stanach Zjednoczonych, a w 2Q 2023 gospodarka chińska wzrosła o zaledwie 0,5% kw/kw. W szczególności pozytywną niespodzianką okazała się aktywność w Stanach Zjednoczonych, gdzie według Międzynarodowego Funduszu Walutowego PKB wzrósł w całym 2023 r. o 2,1%. Również w przypadku strefy euro PKB w 2023 r. wzrósł silniej od pierwotnych oczekiwań, aczkolwiek był on wolniejszy niż w USA (0,6% według Komisji Europejskiej). W szczególności w Niemczech PKB skurczył się o ok. 0,3%. Natomiast PKB Chin wzrósł w 2023 r., wg. MFW o 5,0%, a więc silniej niż przed rokiem, czemu pomogło zniesienie rok temu surowych obostrzeń przeciwpandemicznych. Problemy zadłużeniowe w tej gospodarce nie uległy jednak istotnemu złagodzeniu. Ostatecznie koniunktura w otoczeniu zewnętrznym miała w 2023 r. negatywny wpływ na krajową gospodarkę.
- Gospodarka światowa w 2024 r., pomimo prawdopodobnych obniżek stóp procentowych, nadal będzie pod wpływem restrykcyjnych warunków finansowych. MFW wskazuje, że wzrost globalnego PKB wyniesie 2,9%, a więc nie będzie szybszy niż w 2023 r. (3,0%). Zapewne zmieni się jednak geograficzna struktura wzrostu. Według MFW wzrost gospodarczy w USA ma spowolnić do 1,6% z 2,1%, przy spodziewanej poprawie aktywności w strefie euro. Co prawda początek 2024 r. w unii walutowej najpewniej będzie słaby, niemniej w całym roku wzrost przyspieszy, wg Komisji Europejskiej, do 1,2%. W przypadku Chin oczekuje się nieznacznie wolniejszego wzrostu niż w 2023 r. Naszym zdaniem bilans ryzyk dla globalnego wzrostu w 2024 r. jest skierowany w dół. Poza geopolityką (np. eskalacja wojen) i środowiskiem naturalnym, najważniejsze czynniki niepewności dotyczą problemów zadłużeniowych w Chinach, wyższej od oczekiwań inflacji, a także mocniejszego od zakładanego wpływu wysokich stóp procentowych na koniunkturę. W przypadku najważniejszych gospodarek na świecie ryzyko odnosi się zwłaszcza do USA, choć ze względu na fakt, że rok 2024 będzie okresem wyborów prezydenckich, łagodzący wpływ powinna mieć polityka fiskalna. Z kolei dla Niemiec stanowi ona negatywny czynnik ryzyka, gdyż z powodów prawnych budżet federalny ma w 2024 r. powrócić do równowagi.

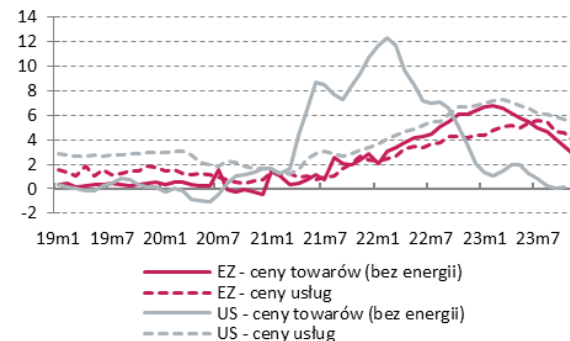
Źródło: Macrobond, Komisja Europejska, MFW

Gospodarka globalna – w 2024 r. dalszy spadek inflacji na świecie, choć już wolniejszy

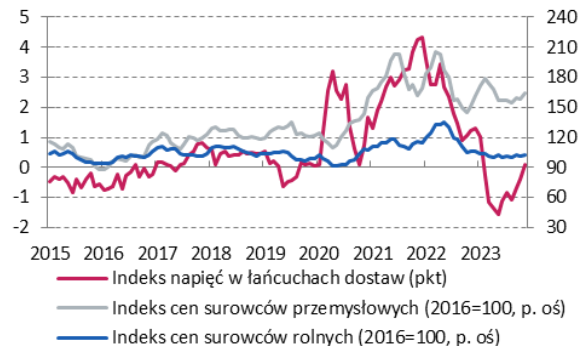
Inflacja w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych (% y/y)



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



Indeksy cen surowców MFW i napięcia w łańcuchach dostaw

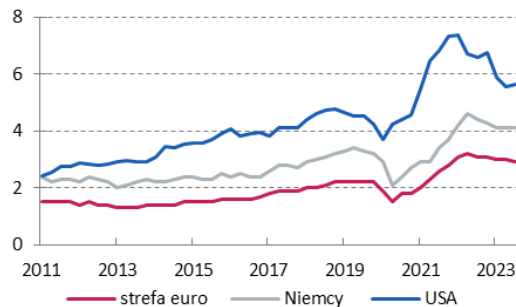


- Po tym jak na przełomie 2022 i 2023 r. inflacja osiągnęła w wielu gospodarkach wartości najwyższe od dekad, większość 2023 r. była okresem spowalniania wzrostu cen. Przede wszystkim wygasły efekty silnych wzrostów w 2022 r. cen surowców oraz znacząco zmniejszyły się napięcia w łańcuchach dostaw. Niemniej spadki cen miały jeszcze szerszy zakres. W strefie euro inflacja konsumencka (HICP) obniżyła się w listopadzie 2023 r. do 2,4% r/r, przy czym na początku 2023 r. wynosił 8,6% r/r. Natomiast w Stanów Zjednoczonych inflacja CPI wyniosła w listopadzie 3,1% r/r wobec 6,4% r/r w styczniu. Dezinflacja, oprócz cen energii i paliw, widoczna była w szczególności w cenach towarów, czemu obok lepszej sytuacji w łańcuchach dostaw sprzyjały spadki cen metali na globalnych rynkach. Obniżyła się także inflacja cen usług, choć zaskakiwała ona swoją uporczywością, wynikającą z ciasnego w wielu gospodarkach rynku pracy.
- Proces dezinflacji będzie kontynuowany także w 2024 r. wraz z utrwaleniem się impulsu ze strony wysokich stóp procentowych oraz spadkiem oczekiwań inflacyjnych firm i gospodarstw domowych. W szczególności dalej powinna obniżyć się inflacja cen towarów oraz w mniejszym stopniu, inflacja cen usług. Według MFW inflacja CPI w gospodarkach rozwiniętych ma obniżyć się w 2024 r. do 3,0% r/r z 4,6% r/r w 2023 r., co oznacza, że dezinflacja będzie dużo mniej wyraźna niż przed rokiem. Ustąpił bowiem pozytywny wpływ wygasania szoku w cenach surowców (rolnych, energetycznych). Dodatkowo, ceny surowców energetycznych i metali najpewniej wzrosną, w reakcji na spodziewaną na 2024 r. intensyfikację wymiany handlowej na świecie. Ponadto, oczekiwania różnych instytucji (MFW, Komisja Europejska, Fed, EBC) wskazują, że pomimo prognozowanego niezbyt szybkiego wzrostu gospodarczego bezrobocie pozostanie niskie, co sprzyałoby nadal podwyższonemu wzrostowi kosztów pracy. Niemniej, z powodu perspektyw stopniowego obniżania się inflacji banki centralne na świecie przechodzą w fazę łagodzenia polityki pieniężnej. Oczekiwania co do inflacji obciążone są wysoką niepewnością, związaną m.in. z reakcją cen na wysokie stopy procentowe, z czynnikami geopolitycznymi skutkującymi zmianami cen surowców na rynkach światowych, podażą surowców i towarów rolnych, a także polityką handlową na świecie i polityką wydobywczą kartelu OPEC+.

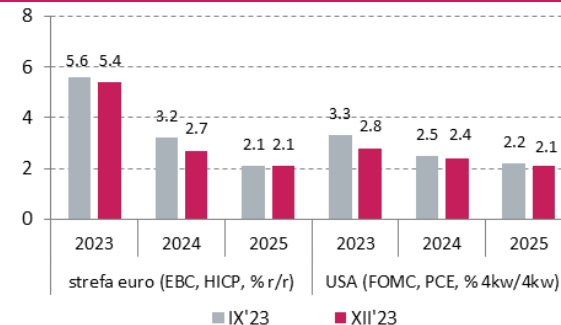
Źródło: Macrobond, MFW

Gospodarka globalna - Rok 2024 przyniesie złagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, choć początek cyklu oraz jego tempo obciążone są wysoką niepewnością

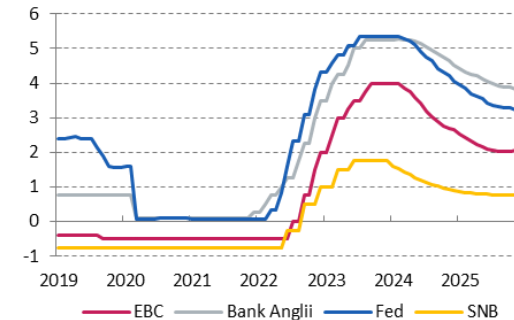
Wolne miejsca pracy jako % wszystkich miejsc pracy



Prognozy inflacji konsumenckiej (% r/r)



Oczekiwania rynkowe dotyczące stóp procentowych (%)

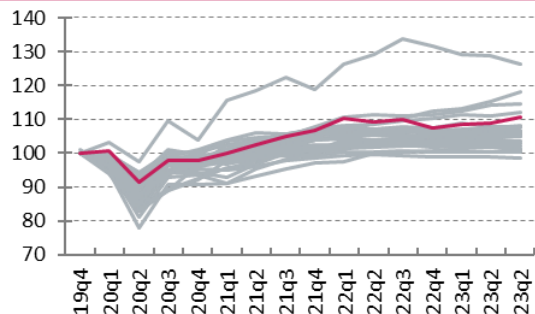


- W 2023 r. główne banki centralne na świecie kontynuowały rozpoczęty w 2022 r. cykl zacieśniania polityki pieniężnej a docelowy poziom stóp procentowych okazał się wyższy od oczekiwań z początku roku. W Stanach Zjednoczonych zaskoczyła odporność gospodarki na restrykcyjne warunki finansowania, natomiast w strefie euro w I poł. roku wskaźnik HICP przewyższał prognozy. II poł. 2023 r. przyniosła jednak pogłębienie spadków inflacji. W takich warunkach Fed zakończył cykl podwyżek w lipcu, a EBC w sierpniu, choć retoryka pozostawała jastrzębia. Wrz. z dalszym spadkiem inflacji i rozładowywaniem się napięć na rynku pracy Fed po posiedzeniu w grudniu poinformował, że członkowie poruszali już kwestię obniżek kosztu pieniądza. W kontraście, EBC zachował większą powściągliwość.
- W ostatnich tygodniach 2023 r. rynki finansowe nasiliły oczekiwania co do przyspieszenia pierwszej obniżki stóp procentowych oraz łagodnej skali zacieśniania polityki monetarnej w 2024 r. w gospodarkach rozwiniętych. Po grudniowym posiedzeniu Fed, rynki przypisują największe prawdopodobieństwo pierwszej obniżki już na posiedzeniu w marcu, a do końca 2024 r. główna stopa procentowa ma obniżyć się z obecnego przedziału 5,25-5,50% o 150 pkt baz., tj. do 4,00-4,25%. Oznacza to 6 obniżek o 25 pkt baz. Skala ta jest dwa razy większa niż mediana oczekiwań członków Fed zaprezentowanych na ostatnim posiedzeniu w 2023 r. (75 pkt baz). W przypadku EBC rynki finansowe oczekują cięcia stóp w marcu lub w kwietniu 2024 r., a łagodna skala obniżek do końca roku jest zbliżona do tej wycenianej dla Rezerwy Federalnej, czyli stopa depozytowa miałaby obniżyć się z 4,00% do ok. 2,25-2,50%. W naszej ocenie cięcia stóp procentowych w 2024 r. w USA będą materializować się zgodnie z obecnymi oczekiwaniami rynkowymi. Natomiast w przypadku EBC wydaje nam się, że rynkowa wycena jest zbyt agresywna i przyjmujemy mniejszą niż w przypadku amerykańskiej Rezerwy Federalnej skalę obniżek stóp procentowych w 2024 r. Sądzymy bowiem, że Fed ma większą przestrzeń do obniżek, gdyż obecny poziom stóp procentowych jest wyższy. Ponadto wolniejsze tempo łagodzenia polityki monetarnej przez EBC oddziaływałoby w kierunku mocniejszego kursu euro względem dolara, co pomagałoby w realizacji celu inflacyjnego. Prognozy wskazują też na odbicie aktywności gospodarczej w strefie euro w II poł. 2024 r. Chcielibyśmy przy tym podkreślić, że rok 2024 będzie kolejnym, z wysoką niepewnością dotyczącą polityki monetarnej na świecie. Tym większe będzie znaczenie napływających danych dla oceny perspektyw działań banków centralnych.

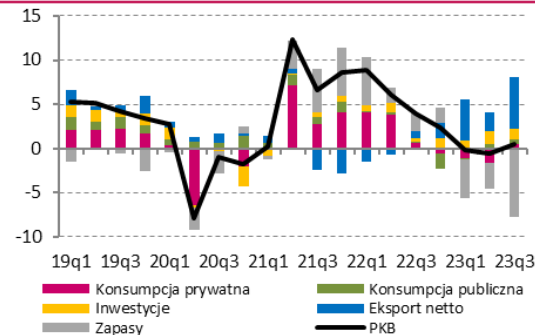
Źródło: Macrobond, EBC, Fed,

PKB w Polsce – Druga połowa 2023 r. przyniosła odbudowę koniunktury w polskiej gospodarce, która będzie kontynuowana także w 2024 r.

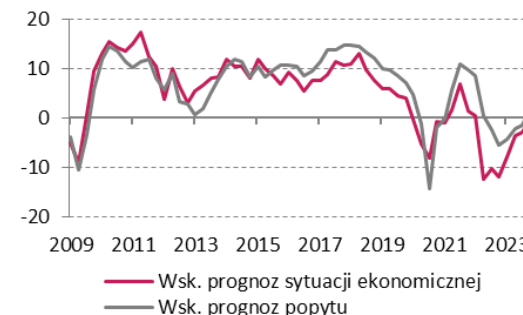
Dynamika PKB w Polsce na tle krajów UE (kw/kw, dane odsezonowane, 4Q 2019=100)



Dynamika PKB oraz jej struktura (ceny stałe, %, r/r)



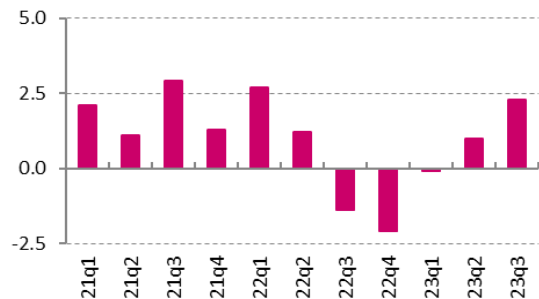
Wskaźnik prognoz popytu oraz sytuacji finansowej – Szybki Monitoring NBP (sa, pkt)



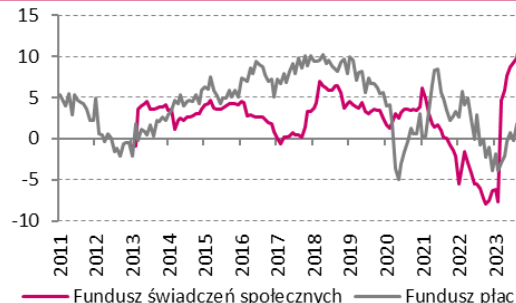
- W roku 2023 polska gospodarka urosła według naszych szacunków o 0,7%, co wyłączając pandemię COVID-19 będzie najstabszym wzrostem PKB od 1995 r. To wynik zgodny z naszymi oczekiwaniami sprzed roku. Wysoka inflacja, restrykcyjne warunki finansowe, spadek globalnego popytu i wygaśnięcie popytowego impulsu po wybuchu wojny w Ukrainie były dominującymi czynnikami odpowiedzialnymi za osłabienie aktywności w polskiej gospodarce na przełomie 2022 i 2023 r. Pogorszenie koniunktury miało globalny charakter, jednak polska gospodarka na tle UE charakteryzowała się relatywnie słabszą skalą dekonunktury, m.in. dzięki ekspansywnej polityce fiskalnej i rozbudowanym transferom społecznym, które wsparły konsumpcję prywatną.
- Nieco odmienna od naszych oczekiwań była struktura wzrostu gospodarczego. Znacznie korzystniejszy wpływ na roczną dynamikę PKB miał eksport netto, co było efektem silnego ograniczenia importu oraz nieznacznego spadku wolumenów eksportu w obliczu globalnej dekonunktury. Znacznie bardziej negatywny wpływ na wyniki PKB miała natomiast zmiana zapasów, które były silnie ograniczane w warunkach słabnącego popytu. Tym bardziej, że w roku 2022 firmy akumulowały majątek obrotowy w warunkach dynamicznie rosnącej inflacji oraz utrzymujących się zaburzeń w łańcuchach dostaw. Pozytywnie zaskoczyły inwestycje w środki trwałe, których wzrost wspierany był przez projekty infrastrukturalne współfinansowane ze środków poprzedniej perspektywy finansowej budżetu Unii Europejskiej.
- Wyniki gospodarki za 2Q i 3Q 2023, kiedy kwartalna dynamika PKB po odsezonowaniu była dodatnia, a także dane wysokiej częstotliwości potwierdzają wejście polskiej gospodarki na ścieżkę odbudowy koniunktury. W naszej ocenie wzrost gospodarczy przyspieszy w 2024 r. do 2,9% z szacowanych w tym roku 0,7%. Zmieni się także struktura wzrostu względem mijającego roku. Popyt konsumpcyjny będzie głównym motorem gospodarki, spowolnią zaś inwestycje w środki trwałe. Wraz z odbudową popytu krajowego, ujemny wkład do rocznej dynamiki PKB będzie miał eksport netto, choć wpływ ten nie będzie silny. Ryzyka dla naszej prognozy wzrostu PKB skierowane są w górę i wynikają z możliwej szybszej absorpcji środków unijnych wspierających inwestycje w środki trwałe, bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej nowego rządu wspierającej konsumpcję. Tempo odbudowy wzrostu spowolniąć będzie natomiast słaba koniunktura w Niemczech.

PKB w Polsce – w II poł. 2023 konsumpcja zaczęła się odradzać wraz z obniżającą się inflacją. W 2024 r. popyt konsumpcyjny będzie głównym motorem polskiej gospodarki.

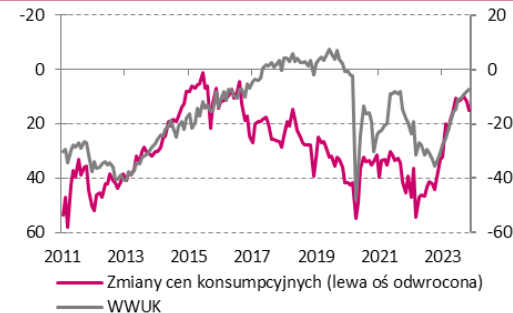
Konsumpcja indywidualna (% kw/kw, sa)



Realna dynamika funduszu płac w sek. przeds. oraz świadczeń społecznych (% r/r)



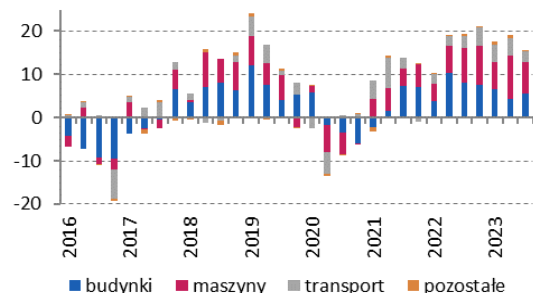
Wskaźniki ufnosci konsumenckiej (pkt)



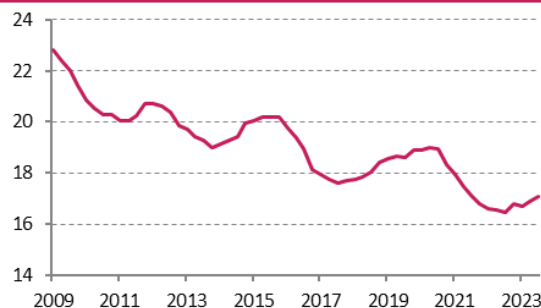
- Wysoka inflacja, wyczerpanie nadwyżkowych oszczędności oraz restrykcyjne warunki finansowe stanowiły główne czynniki odpowiedzialne za spadek konsumpcji indywidualnej na przełomie 2022 i 2023 r. Trend ten wzmocnił efekt wysokiej bazy odniesienia z początku 2022 r., kiedy konsumpcja prywatna była wspierana napływem uchodźców z Ukrainy. Wraz ze spadkiem inflacji, poprawiającym realne dochody gospodarstw domowych i towarzyszącą temu poprawą nastrojów konsumentów, popyt konsumpcyjny zaczął się odradzać i już w 2Q 2023r. kwartalna dynamika konsumpcji (po odsezonowaniu) powróciła do dodatnich poziomów, a w 3Q wyniosła aż 2,3% kw/kw. Do wartości dodatnich powróciła też roczna dynamika konsumpcji. Wsparciem spożycia prywatnego była też wypłata świadczeń i transferów społecznych (13-ta i 14-ta emerytura, dodatki ostonowe), czy też wakacje kredytowe. W rezultacie wynik konsumpcji w 2023 r. będzie lepszy niż nasze szacunki z poprzedniego raportu, choć ze względu na wyraźnie wyższą inflację słabszy niż nasze oczekiwania sprzed roku.
- Ostatnie miesiące 2023 roku przyniosły coraz wyraźniejsze dowody utrwalania się odbudowy konsumpcji, która w 2024 r. będzie w naszej ocenie głównym motorem gospodarki. To niewątpliwie zasługa dalszego spadku inflacji i odbudowy siły nabywczej dochodów z pracy. Już w sierpniu realna dynamika funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw powróciła do wartości dodatnich i w październiku wyniosła aż 6,1% r/r. Utrzymaniu dynamiki płac na podwyższonym poziomie sprzyjać będzie planowany wzrost płacy minimalnej, a także zadeklarowane przez nowy rząd podwyżki płac dla nauczycieli oraz pracowników sfery budżetowej. Wsparciem dochodów gosp. domowych będzie także kontynuacja wypłat transferów społecznych, w tym waloryzacja świadczenia 500+. Wraz z lepszą sytuacją dochodową, a także utrzymującym się niskim bezrobociem poprawiać się powinny nastroje konsumentów, które pozytywnie skorelowane są z ich skłonnością do konsumpcji. Już w listopadzie wyprzedzający wskaźnik ufnosci konsumenckiej powrócił do poziomów sprzed wybuchu pandemii. Dodatkowym impulsem prokonsumpcyjnym będzie sugerowane przez przedstawicieli nowego rządu przedłużenie wakacji kredytowych oraz zamrożenie cen energii. W rezultacie, dynamika konsumpcji prywatnej w przyszłym roku przyspieszy w naszej ocenie do 3,8%, tj. nieco silniej niż nasze prognozy sprzed trzech miesięcy. Taka struktura wzrostu PKB nie będzie niestety sprzyjała szybkiemu powrotowi inflacji do celu NBP.

PKB w Polsce – Środki z poprzedniej perspektywy finansowej UE wsparły wyniki inwestycji w 2023 r. Perspektywy na rok 2024 nie są optymistyczne, choć szansą jest silniejszy napływ środków z UE.

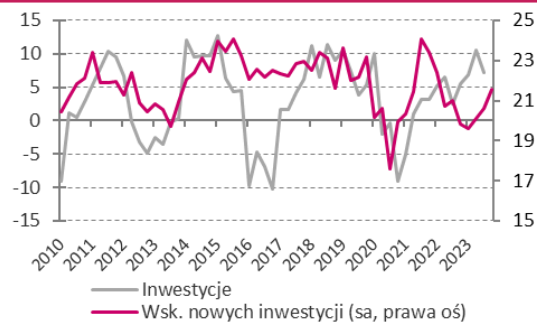
Struktura inwestycji w środki trwałe wg klas aktywów (firmy pow. 49 osób, ceny nominalne)



Stopa inwestycji w gospodarce (% PKB)



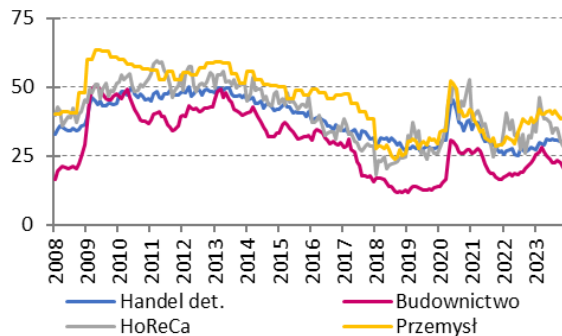
Inwestycje (% r/r) oraz wskaźnik nowych inwestycji (pkt., sa, Szybki Monitoring NBP)



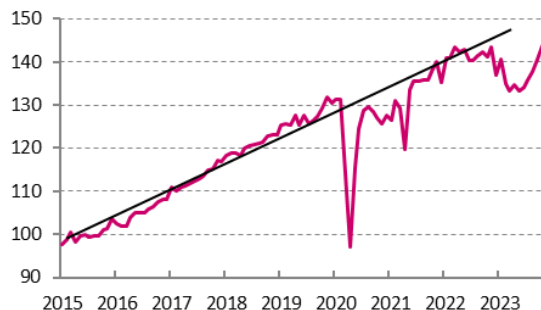
- Inwestycje w środki trwałe okazały się w 2023 r. silniejszym filarem gospodarki niż oczekiwania sprzed roku. Pomimo wysokiej inflacji i wysokich stóp procentowych dynamika inwestycji w całym 2023 r. wzrosła do szacowanych przez nas 7,4% z 4,9% w roku 2022. Pozytywna niespodzianka to w dużej mierze efekt silniejszego wzrostu inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych z funduszy europejskich. Zbliżający się koniec okresu rozliczenia środków z poprzedniej perspektywy finansowej zintensyfikował realizację inwestycji publicznych. Widoczne to było szczególnie na poziomie samorządów, gdzie inwestycje w okresie 1-3Q br. wzrosły nominalnie o ponad 54% r/r. Solidnie rosły też, choć w wolniejszym tempie, inwestycje przedsiębiorstw w maszyny i urządzenia, szczególnie w grupie dużych i średnich przedsiębiorstw. Sprzyjała temu niewątpliwie dobra sytuacja finansowa dużych firm, utrzymujące się problemy z pozyskaniem pracowników, szczególnie wyspecjalizowanych, co wymusza inwestycje w automatyzację i digitalizację. Stopa inwestycji nieznacznie wzrosła względem 2022 r., jednak wciąż utrzymuje się na historycznie bardzo niskich poziomach (17,1% PKB na koniec 3Q 2023).
- W naszej ocenie rok 2024 przyniesie wyhamowanie dynamiki inwestycji, w dużej mierze ze względu na wygaśnięcie inwestycji współfinansowanych z poprzedniej perspektywy finansowej, a także powolny rozruch środków z nowego budżetu UE. Szanse na poprawę w tym zakresie daje ocieplenie relacji z UE po wyborach parlamentarnych, zwiększające szanse na szybkie uruchomienie środków z KPO. Ich pozyskanie wesprze inwestycje w tak kluczowych obszarach jak transformacja energetyczna i digitalizacja. Wyniki badań koniunktury sugerują możliwe nieznaczne przyspieszenie inwestycji przedsiębiorstw, jednak wskaźnik nowych inwestycji w badaniu NBP Szybki Monitoring utrzymuje się poniżej średniej długoterminowej. Aktywności inwestycyjnej firm sprzyjać powinno oczekiwane odbicie popytu konsumpcyjnego w warunkach relatywnie wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych i utrzymujących się problemów z pozyskaniem pracowników. Wysokie koszty energii sprzyjać powinny natomiast inwestycjom w poprawę efektywności energetycznej. Koncentrować się one będą zapewne w grupie średnich i dużych przedsiębiorstw, ponieważ mniejsze firmy mogą być pod presją spadających marż. Wraz ze spadkiem stóp procentowych oczekujemy także odradzania się inwestycji mieszkaniowych. Dodatni wkład do inwestycji może mieć także kontynuacja nakładów na obronność.

PKB w Polsce - Dane wysokiej częstotliwości

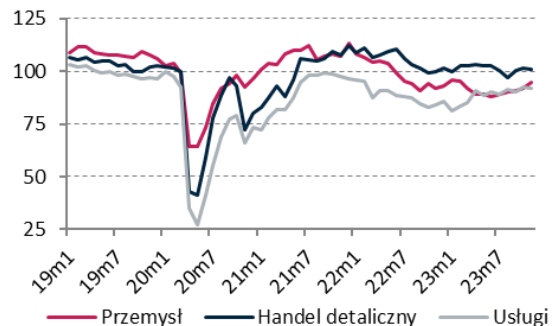
Odsetek firm dla których brak popytu stanowi barierę działalności gospodarczej (%)



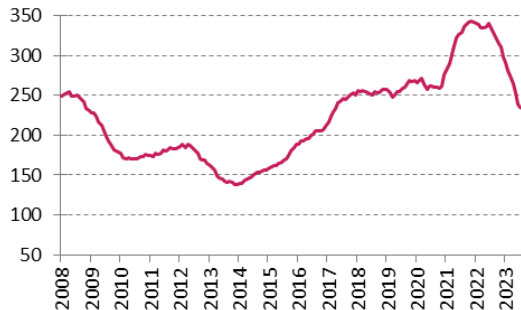
Sprzedaż detaliczna (sa, indeks jednopodstawowy, 2015=100)



Wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS (pkt)



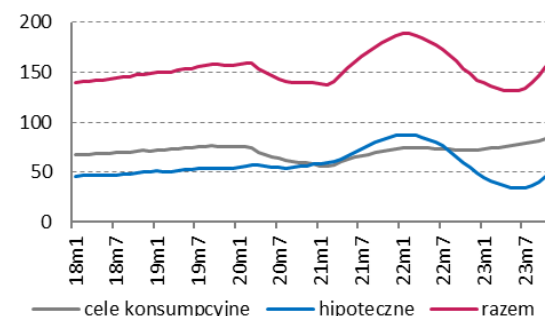
Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia (suma krocząca 12M, tys.)



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

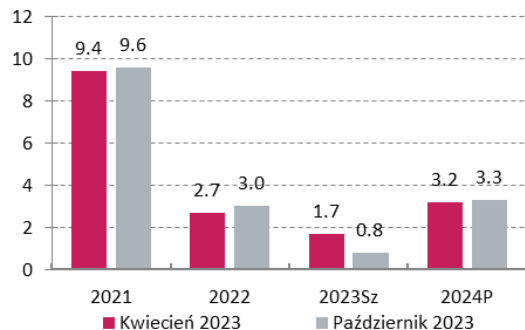


Wartość nowo udzielonych kredytów dla gosp. domowych (mld PLN, suma krocząca 12m)

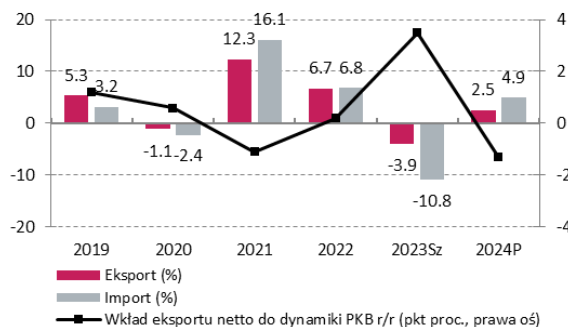


Wymiana handlowa z zagranicą - Po kurczeniu się w 2023 r. eksportu i importu, rok 2024 powinien przynieść odreagowanie wymiany handlowej

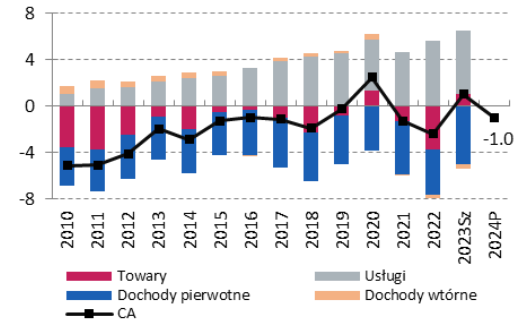
Rewizja prognoz wolumenu handlu towarowego na świecie wg WTO (%)



Eksport, import i wkład eksportu netto do dynamiki r/r PKB



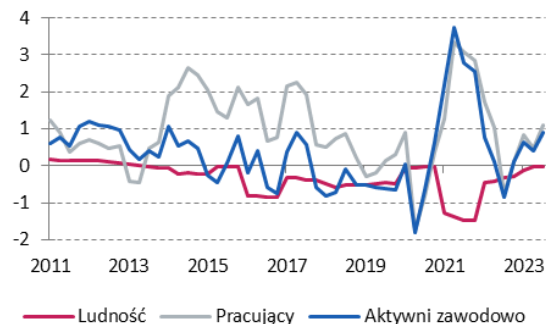
Saldo rachunku obrotów bieżących i jego struktura (% PKB)



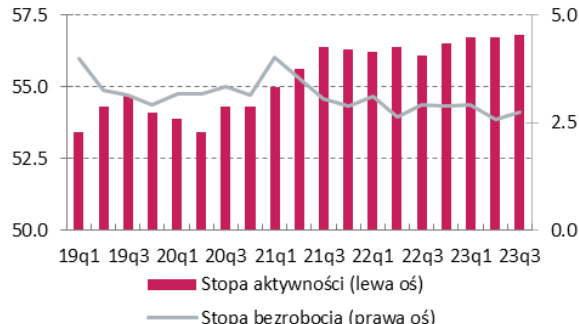
- W 2023 r. globalna wymiana handlowa silnie spowolniła, w wyniku wysokiej inflacji i zacieśniania polityki pieniężnej na świecie. Jednocześnie odbudowa popytu w chińskiej gospodarce, drugiej największej na świecie, nie była szybka. W przypadku Polski spadek wolumenu handlu międzynarodowego w 2023 r. okazał się jednym z silniejszych w UE, choć wynikało to w pewnym stopniu z efektów wysokiej bazy odniesienia, po okresie silnej ekspansji polskich firm. Na Polskę niekorzystny wpływ w 2023 r. miało w szczególności spowolnienie aktywności u najważniejszego partnera handlowego - w strefie euro, zwłaszcza w Niemczech, które w 2023 r. znalazły się w recesji. Słaby popyt zagraniczny przełożył się na eksport towarów i usług, który według naszych szacunków spadł (licząc w cenach stałych) o 3,9%, po wzroście o 6,7% w 2022 r. Import towarów i usług, związany z kurczeniem się popytu wewnętrznego, obniżył się jednak dużo mocniej, bo aż o 10,8%. Tym samym, saldo obrotów handlowych z zagranicą silnie wspierało roczną dynamikę PKB, a saldo rachunku bieżącego, tj. zestawienie wszystkich bieżących transakcji z zagranicą, poprawiło się w 2023 r. do 1,0% PKB z deficytu 2,4% PKB rok wcześniej. Wynik ten okazał się pozytywną niespodzianką.
- Spodziewamy się, że po recesji w eksporcie i imporcie w 2023 r., rok 2024 przyniesie odbudowę wymiany handlowej Polski z zagranicą. Wraz z prognozowaną poprawą wolumenu handlu na świecie krajowy eksport powinien powrócić do wzrostu (2,5%). Wsparciem będzie być przy tym kurs złotego, który powinien sprzyjać konkurencyjności cenowej towarów i usług, a także wynikiem eksporterów. Spodziewamy się ponadto, że wraz z odbiciem popytu krajowego wspieranym ekspansywną polityką fiskalną import towarów i usług w 2024 r. wzrośnie o 4,9%, a więc bardziej niż eksport. Oznacza to, że saldo obrotów handlowych z zagranicą już nie będzie wpływało dodatnio na dynamikę PKB, jak w 2023 r. Przełożyłoby się to także na saldo obrotów bieżących, które naszym zdaniem powróci w 2024 r. do deficytu, aczkolwiek umiarkowanego (-1,0% PKB). O ile perspektywy wymiany handlowej Polski w 2024 r. wydają się być umiarkowanie optymistyczne, o tyle w dłuższym okresie eksport będzie stanowił szansę dla wzrostu polskiej gospodarki. Wiąże się to z wysoką dywersyfikacją produktową eksportu oraz tendencjami near-shoringu i friend-shoringu w globalnym handlu po wybuchu pandemii i wojny na Ukrainie.

Rynek pracy - Popyt na pracę w Polsce w 2024 r. powinien się poprawiać, aczkolwiek zmiany silne nie będą

Ludność, pracujący i aktywni zawodowo wg BAEL (% r/r)



Stopa aktywności zawodowej i stopa bezrobocia wg BAEL (%)



Wskaźnik zatrudnienia wg Szybkiego Monitoringu NBP (pkt)



- Rynek pracy w Polsce w 2023 r. wykazał się sporą odpornością na spowolnienie gospodarcze, co było pozytywną niespodzianką. Liczba pracujących według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności wzrosła w 1Q 2023 do 16,9 mln, wartości najwyższej w historii dostępnych danych, po czym stabilizowała się przez resztę 2023 r. Jednocześnie stopa bezrobocia kształtowała się na historycznym minimach. Odporność ta wynikała jednak w dużym stopniu z inflacyjnego środowiska gospodarczego, gdzie w związku z dobrymi wynikami finansowymi firmy mogły „chomikować” pracowników w obawie o trudności z ich pozyskaniem w okresie lepszej koniunktury. Podkreślimy, że pomimo spowolnienia gospodarczego oceniana przez firmy bariera rozwoju, jaką jest dostęp do pracowników, była w 2023 r. tylko nieznacznie niższa niż w latach 2021 i 2022. Niemniej gorsza koniunktura wpłynęła na spadek popytu na pracę w 2023 r. Wskazuje na to m.in. niższy udział wakatów w liczbie wszystkich miejsc pracy (spadek z 1,3% w szczycie na początku 2022 r. do stabilizacji na poziomie 0,9% w 2023 r.). Ponadto w październiku 2023 r. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w ujęciu r/r, najbardziej w branżach najsilniej dotkniętych osłabieniem koniunktury (budownictwo, przemysł).
- W naszej ocenie dobra sytuacja na krajowym rynku pracy z niskim bezrobociem będzie utrzymywała się także w 2024 r. Sądzymy, że na początku roku zatrudnienie będzie się stabilizowało, ze względu opóźnioną reakcję rynku pracy na poprawiającą się aktywność gospodarczą. W dalszej części 2024 r. zakładamy poprawę popytu na pracę, co sygnalizuje wzrostowy trend wskaźników GUS prognozowanego przez firmy zatrudnienia oraz wyniki ostatniej edycji Szybkiego Monitoringu NBP. W naszej ocenie jednak w 2024 r. wzrost liczby zatrudnionych nie będzie silny. Naszym zdaniem wynika to przede wszystkim z oczekiwań co do kosztów pracy. Wraz z obniżającą się inflacją, wynagrodzenia stanowiąc będą, po silnej podwyżce płacy minimalnej, wyzwanie dla przedsiębiorstw, zwłaszcza tych mniejszych. W warunkach wysokich kosztów pracy w części sektorów może ulec złagodzeniu konkurencja o pracownika, dla ochrony zysków. Niemniej w niektórych branżach, np. w części usług i handlu, firmy nadal będą napotykać wysoką barierę podaży pracy, utrzymując wysokie wzrosty płac.

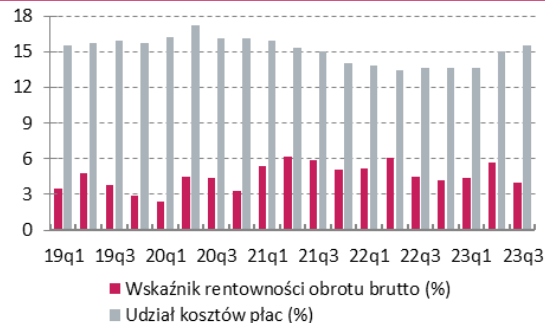
Źródło: GUS, Macrobond, NBP

Rynek pracy - w 2024 r. spodziewamy się nieco wolniejszego wzrostu płac, pomimo silnej podwyżki płacy minimalnej

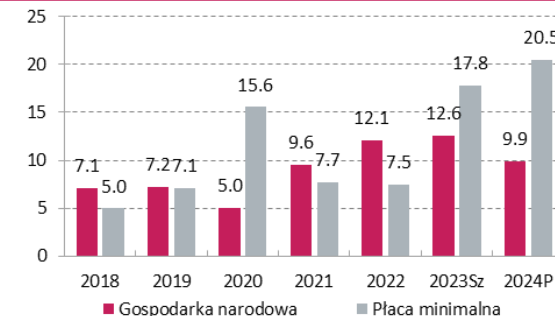
Udział wolnych miejsc pracy w całości miejsc pracy średnio w 2023 (%)



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



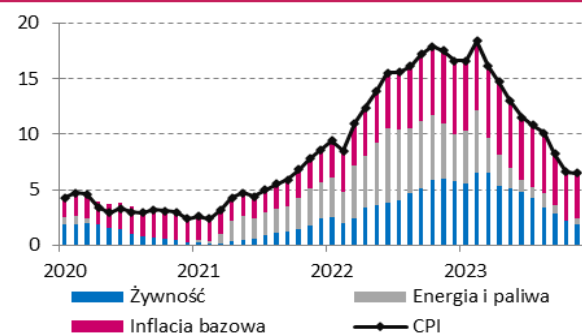
Prognoza wynagrodzeń i płaca minimalna (% r/r)



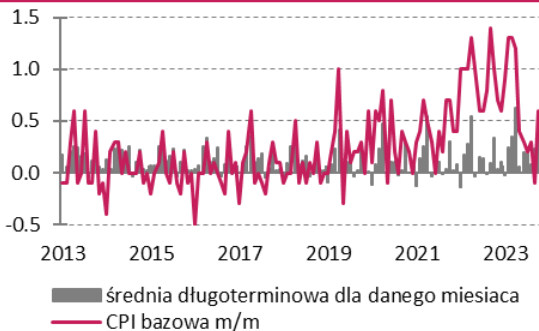
- Pozytywna niespodzianka w popycie na pracę w 2023 r. wpłynęła także na szybszy niż zakładaliśmy wzrost płac. Rok temu przyjęliśmy wzrost przeciętnej płacy w 2023 r. o 10,9% r/r, przy czym obecnie szacujemy, że wyniesie on 12,6% r/r, co oznacza przyspieszenie z 12,1% r/r w 2022 r. Należy zauważyć jednak, że wzrost płac w 2023 r. był najszybszy w 1Q 2023, po czym stopniowo, aczkolwiek niezbyt silnie, spowalniał, wraz z obniżającą się inflacją. Za niższą dynamikę płac odpowiadał przede wszystkim sektor prywatny, gdyż płace w sferze budżetowej średnio w okresie 1Q-3Q 2023 rosły o 13,1% r/r wobec 9,1% r/r w 2022 r. Dane pokazują także spore zróżnicowanie między sektorami gospodarki (ponad 15,0% r/r w transporcie, opiece zdrowotnej i działalności wspierającej, natomiast 7,1% r/r w budownictwie). Wysokiej dynamice płac sprzyjała ponadprzeciętna rentowność przedsiębiorstw w warunkach nadal wysokiej inflacji.
- W naszej ocenie w 2024 r. wzrost płac w gospodarce narodowej wyniesie 9,9% r/r, a więc nadal będzie szybki. Oczekiwania te wynikają m.in. z planowanej na 2024 r. silnej podwyżki płacy minimalnej przekraczającej 20,0% r/r. Według Oceny Skutków Regulacji do rozporządzenia o płacy minimalnej objętych nią może być ok. 3,6 mln pracujących z 13,5 mln osób na etacie, tj. 26,7%. Jest to wartość wysoka na tle innych gospodarek europejskich. Ponadto, bezrobocie najpewniej pozostanie niskie i naszym zdaniem utrzyma się podwyższona presja płacowa, zwłaszcza wśród pracowników o wysokich i unikalnych kwalifikacjach. Jednocześnie nowy rząd zapowiada silne podwyżki wynagrodzeń w edukacji oraz, w mniejszej skali, w sferze budżetowej. Niemniej, naszym zdaniem wzrost płac w skali całej gospodarki będzie nadal stopniowo spowalniał, wraz z obniżającą się inflacją. Sądzymy bowiem, że przedsiębiorstwa nie zechcą zwiększać udziału pracy w całości kosztów, gdyż w warunkach niższej inflacji trudniej będzie o ochronę marż. Jest to zgodne z wynikami Szybkiego Monitoringu NBP, według których obniżył się odsetek przedsiębiorstw przewidujących zwiększenie wynagrodzeń w ciągu najbliższych 12 miesięcy do 37,9% z 42,4% w poprzedniej rundzie ankiety. Należy jednak zauważyć, że wartości te przekraczają średnią wieloletnią, co utwierdza nas w przekonaniu, że dynamika płac w 2024 będzie sporo wyższa niż długoterminowa średnia (ok. 6,0% r/r). Będzie to znacząco utrudniało powrót inflacji do celu.

Inflacja – Rok 2023 był okresem dezinflacji, której skala była nieco silniejsza niż nasze oczekiwania sprzed roku.

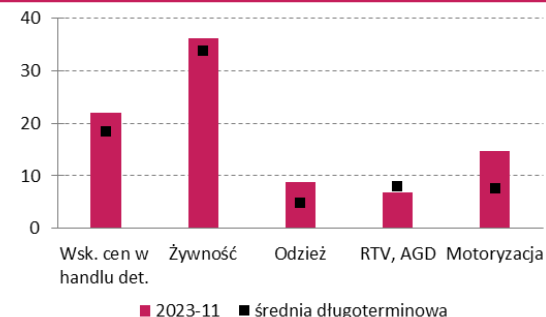
Inflacja CPI i jej struktura (% r/r)



Inflacja bazowa netto (% m/m)



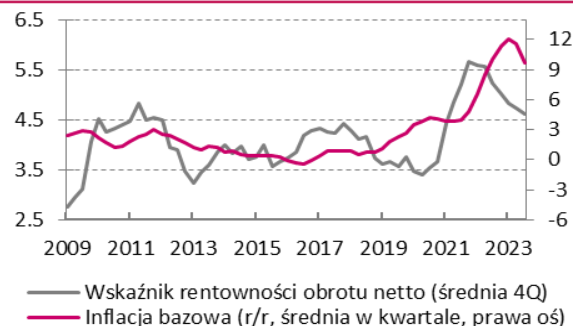
Wskaźnik spodziewanych cen w badaniach koniunktury GUS (pkt)



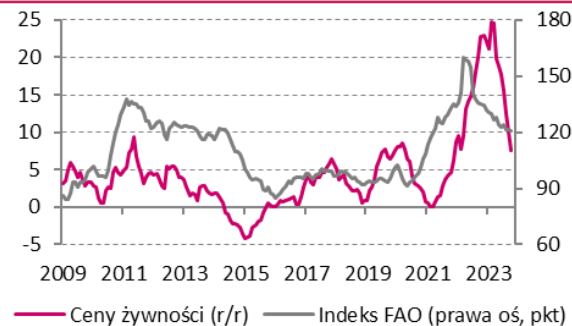
- Zgodnie z oczekiwaniami rok 2023 był okresem dezinflacji. Po wzroście do 18,4% r/r w lutym 2023 r. inflacja CPI zaczęła obniżać się, a tempo spadku inflacji było nieco silniejsze niż oczekiwaliśmy przed rokiem. Wpłynęło na to szybsze ustępowanie negatywnych szoków podaźowych na rynkach surowców przemysłowych, a także rządowe działania regulacyjne, które obniżyły inflację konsumencką (zamrożenie cen energii elektrycznej i gazu, wsteczna obniżka ich cen, obniżka stawki VAT na podstawową żywność, darmowe leki dla seniorów i dzieci). Łagodzeniu napięć cenowych sprzyjał też spadek inflacji w otoczeniu zewnętrznym, czemu niewątpliwie pomagała zniżka cen frachtu oraz rozładowanie napięć w globalnych łańcuchach dostaw. Czynniki te wsparły spadek cen importu, a w rezultacie cen produkcji sprzedanej przemysłu (indeks PPI spadł do -4,1% r/r w październiku z 25,6% r/r w połowie 2022 r.). Z czasem przełożyło się na wyhamowanie inflacji cen towarów na poziomie konsumenta (5,9% r/r w listopadzie wobec 20,2% r/r w lutym). Silniejszą uporczywością charakteryzowały się natomiast ceny usług, których dynamika pozostawała wysoka. To w dużej mierze efekt rosnących kosztów pracy, które mogły być częściowo przerzucane przez usługodawców na konsumentów. W rezultacie inflacja bazowa obniżała się znacznie wolniej niż ogólny wskaźnik CPI. Rok 2023 zamknie się inflacją CPI na poziomie ok. 6,6% r/r tj. niemal 12 pkt. proc. poniżej szczytu z lutego. Inflacja bardzo szybko spadła do poziomu jednocyfrowego, jednak jej sprowadzenie do celu NBP pozostaje odległą perspektywą.
- Wskaźniki spodziewanych cen w badaniach koniunktury GUS utrzymują się wciąż powyżej długoterminowej średniej, niemniej są obecnie wyraźnie niższe w stosunku do szczytów z 2022 r. Znajduje to odzwierciedlenie w wyhamowaniu presji cenowej w komponentach bazowych. W II poł. 2023 r. miesięczne dynamiki inflacji bazowej zbliżyły się do wartości średnich długoterminowych dla poszczególnych miesięcy, m.in. na skutek stabilizacji cen dóbr (sprzęt AGD, RTV). Firmom coraz trudniej także przerzucać rosnące koszty działalności na ceny detaliczne, co znalazło odzwierciedlenie w spadku wskaźników rentowności w grupie dużych i średnich firm oraz nadwyżki operacyjnej brutto w sektorze gospodarstw domowych, która stanowi przybliżenie wyników mikro firm.

Inflacja - Rok 2024 będzie w naszej ocenie okresem dalszej dezinflacji, jednak jej zakres jest obecnie znacznie mniejszy niż w minionym roku. Zakres działań ostonowych pozostaje głównym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji.

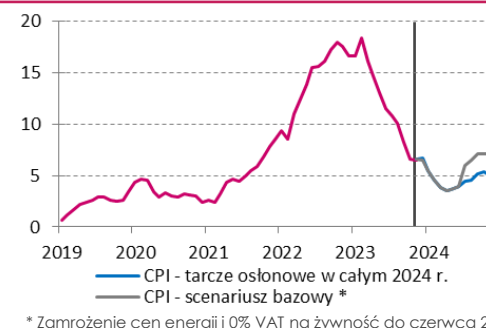
Wskaźnik rentowności obrotu netto (duże i średnie firmy) oraz inflacja bazowa



Indeks żywności FAO oraz dynamika cen żywności



Prognoza inflacji CPI (% r/r)



- Rok 2024 będzie okresem kontynuacji dezinflacji, choć w dużo wolniejszym tempie niż w roku 2023. Przebieg ścieżki inflacji w dużej mierze decyzjami co do działań ostonowych w zakresie cen nośników energii i żywności. Dotychczas zapowiedziane rozwiązania zapewniają zamrożenie cen nośników energii na obecnym poziomie do połowy 2024 roku, a także utrzymanie zerowej stawki VAT na podstawową żywność przynajmniej w 1Q 2024. W takim scenariuszu inflacja CPI w miesiącach wiosennych może spaść poniżej 4% r/r, ocierając się od górnej granicę dopuszczalnych odchyśleń inflacji od celu NBP (3,5% r/r). Ruch ten będzie jednak przejściowy, bo wycofanie się z działań ostonowych spowoduje wzrost inflacji CPI w drugiej połowie roku powyżej 6% r/r. Na ten moment taki scenariusz uznajemy za bazowy i oznaczać on będzie spadek średniorocznej inflacji w 2024 r. do 5,5% r/r z 11,6% r/r w 2023 r. Ewentualne przedłużenie zaproponowanych działań ostonowych na cały 2024 r. oznaczałoby obniżenie się średniorocznej inflacji w przyszłym roku poniżej 5%.
- Zamrożenie cen energii elektrycznej oraz utrzymanie zerowej stawki VAT na żywność będą głównymi czynnikami wspierającym spadek presji inflacyjnej na początku 2024 roku. Zniżce inflacji pomagać też będzie mocny złoty, który od początku października zyskał względem koszyka walut nieco ponad 7%. W połączeniu z postępującą dezinflacją w gospodarkach naszych partnerów handlowych pozwoli na złagodzenie presji cenowej na poziomie dóbr importowanych. Szczególnie, że należy zakładać utrzymanie drożności łańcuchów dostaw.
- Trwały powrót inflacji do celu pozostaje wciąż odległą perspektywą. W naszej ocenie wskaźnik CPI powróci do celu NBP w drugiej połowie 2025 r. Niskie bezrobocie, rosnące koszty pracy (w tym wzrost płacy minimalnej o 20%), odbudowa konsumpcji prywatnej, ekspansywna polityka fiskalna, a także odradzający się popyt na kredyt będą spowalniały proces dezinflacji. Podobny skutek może przynieść odblokowanie środków z KPO, co wpłynie na wzrost zagregowanego popytu w gospodarce. Źródłem niepewności dla ścieżki inflacji są też niestabilne warunki pogodowe, które mogą przekładać się na kształtowanie cen żywności, a także niepewna sytuacja geopolityczna, która może zwiększyć zmienność cen nośników energii.

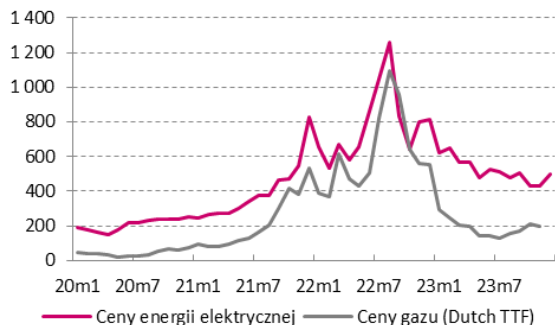
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Inflacja w Polsce - w wykresach

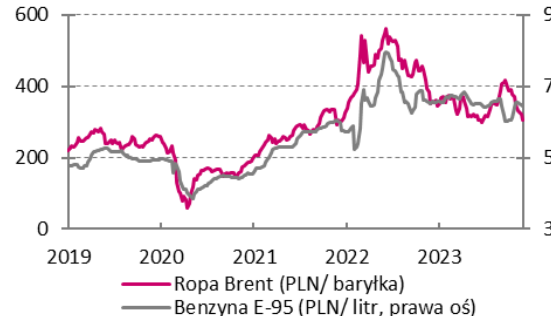
Heatmapa procesów inflacyjnych w Polsce

	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	2023-09	2023-10	2023-11
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	99.8	100.0	100.2
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	100.4	100.2	100.0
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	100.1	100.3	100.2
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	99.7	99.9	100.2
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	99.9	100.3	100.3
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	99.1	99.7	100.3
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	98.7	99.3	99.7	99.9	
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	98.7	99.3	99.8	100.0	
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	109.4	106.6	99.3
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	98.8	94.6	97.2
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	99.1	99.3	99.7	99.0	99.7
Ceny importu m/m (3mma)	102.1	101.7	102.6	103.0	102.6	101.1	100.4	100.9	101.4	101.7	101.4	98.6	98.2	97.0	98.9	97.7	97.6	99.5	95.3	98.0			
Ceny spodziewanych cen - handel det. (pkt) *	24.5	19.2	23.4	24.1	24.4	24.2	20.8	22.1	24.4	23.2	23.4	23.0	22.0	17.2	13.3	14.4	7.1	5.8	1.4	1.0	1.7	3.7	3.7
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	-1.7	0.0	2.9

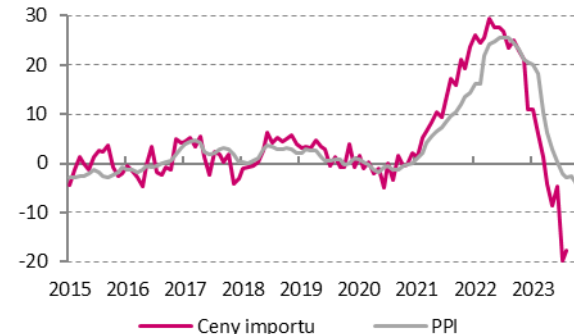
Ceny gazu i energii elektrycznej (w PLN)



Ceny ropy naftowej oraz ceny detaliczne benzyny na stacjach paliw



Ceny importu oraz indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu (% r/r)

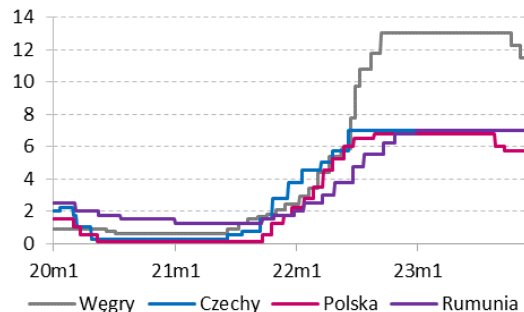


Źródło: Macrobond, Refinitiv Datastream

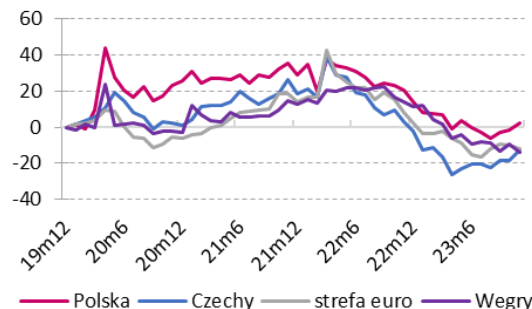
* Odchylenie od średniej wieloletniej

Polityka pieniężna - Polityka pieniężna w trybie wait and see. Dostrzegamy przestrzeń do obniżek stóp procentowych w 2024 r., jednak luzowanie polityki pieniężnej powinno być dozowane stopniowo.

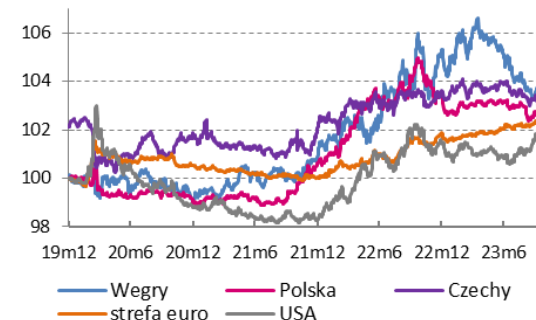
Stopa referencyjna w krajach CEE (%)



Wskaźnik oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych (sa, pkt., grudzień 2019 = 0)



Indeks restrykcyjności warunków finansowych (pkt. 31.12.2020=100)

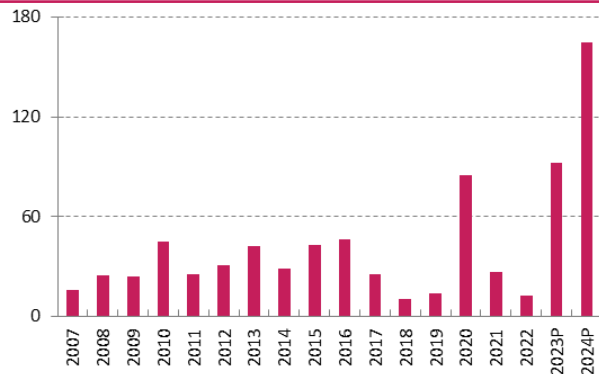


- Polityka pieniężna w roku 2023 zdecydowanie nie była nudna, podobnie jak we wcześniejszych trzech latach. Przez większą część minionego roku stopy procentowe były utrzymywane na poziomie najwyższym od 2002 r., co było zgodne z naszymi oczekiwaniami. We wrześniu RPP dokonała nagłego zwrotu w polityce pieniężnej i obniżyła stopy procentowe o 75 pkt. baz., pomimo odległej perspektywy powrotu inflacji do celu NBP. Łącznie we wrześniu i październiku stopy zostały ścięte o 100 pkt. baz., co w naszej ocenie było ruchem przedwczesnym, szczególnie, iż stopy procentowe w Polsce były i tak najniższe wśród krajów naszego regionu. Po wyborach parlamentarnych, w których władzę przejęła ówczesna opozycja, RPP zaostriżyła narrację i komunikuje stabilizację stóp procentowych w najbliższych miesiącach, uzależniając decyzje od napływających danych z gospodarki oraz perspektyw polityki fiskalnej nowego rządu. Utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie do marca 2024 r. uznajemy za scenariusz bazowy.
- Dostrzegamy przestrzeń do spadku stóp procentowych w 2024 r., jednak ich zakres nie będzie duży i w naszej ocenie stopy procentowe spadną o nie więcej niż 100 pkt. baz. Proces dezinflacji w przyszłym roku wyraźnie spowolni względem roku 2023, jednak w horyzoncie działania polityki pieniężnej inflacja będzie zbliżała się do celu NBP. Sprzyjać temu będzie mocniejszy złoty, który od połowy października zyskał ok. 7% względem koszyka walut, przekładając się na zaostrenie warunków finansowych. Naszym bazowym scenariuszem pozostaje utrzymanie mocnego złotego w całym 2024 r. Oczekiwane cięcia stóp także przez Fed i EBC oznaczać będzie możliwość złagodzenia polityki pieniężnej w Polsce bez negatywnej presji na złotego.
- Cięcia stóp powinny być dozowane ostrożnie. Ekspansywna polityka fiskalna, niskie bezrobocie, relatywnie wysoka dynamika płac i wciąż podwyższone oczekiwania inflacyjne będą spowalniały tempo dezinflacji, a tym samym ograniczały przestrzeń do złagodzenia polityki monetarnej. Ryzyka dla naszego scenariusza skierowane są w stronę nieco późniejszego restartu obniżek stóp procentowych, a głównym źródłem niepewności co do ścieżki stóp proc. w przyszłym roku jest kształt polityki fiskalnej nowego rządu, a także wciąż nie do końca czytelna funkcja reakcji RPP.

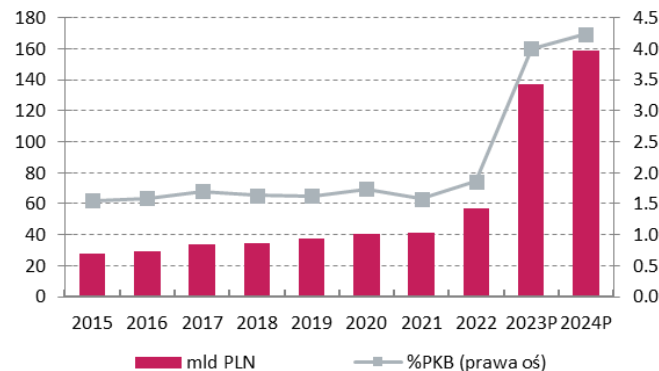
Źródło: Bloomberg, Macrobond

Polityka fiskalna – Projekt ustawy budżetowej na 2024 r. z dużym deficytem

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



Wydatki na obronność i plany z projektu ustawy budżetowej

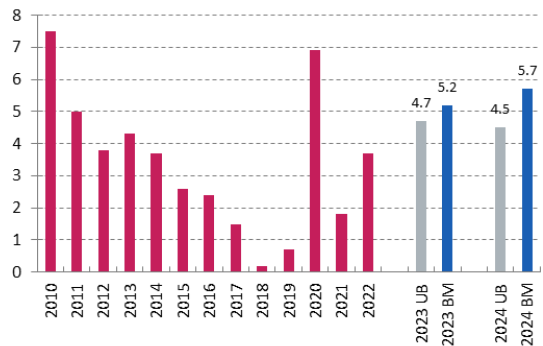


- Polska polityka fiskalna w ostatnim roku naznaczona była intensywnymi wydatkami zbrojeniowymi, ale także perspektywą wyborów: parlamentarnych na jesieni 2023 r. oraz samorządowych i europejskich w I. poł. 2024 r. Na cały 2023 r. przedłużono działania ostonowe w zakresie cen żywności i energii, które znacząco wpływały na słabsze dochody i większe wydatki budżetowe. Ponadto w połowie 2023 r. zaskakująco znowelizowano ustawę budżetową na 2023 r. zwiększając deficyt budżetu państwa z 68 mld PLN do 92 mld PLN. Nowelizacja uwzględniała m.in. dodatkowe wynagrodzenia w niektórych sektorach oraz koszty programu darmowych leków dla dzieci i seniorów, a więc obietnice wyborcze. Według znowelizowanej ustawy deficyt całego sektora finansów publicznych wynieść miał w 2023 r. 4,7% PKB, jednak w naszej ocenie będzie on ostatecznie wyższy i sięgnie 5,2% PKB. Wynika to m.in. z spodziewanych nieco słabszych względem założeń dochodów budżetowych – październiku osiągnięto 79% założeń, a więc mniej niż w analogicznym okresie 2022 r. (87%).
- Pod koniec sierpnia br. rząd przedstawił projekt ustawy budżetowej na 2024 r., który także ma charakter wyborczy i radykalnie zwiększa deficyt budżetu państwa. Wynieść ma on 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. Dochody budżetu państwa zaplanowano na 684 mld PLN (+13,7% r/r). Uwarunkowania makroekonomiczne dochodów (wzrost PKB w 2024 r. o 3,0% i inflacja 6,6% r/r) w naszej ocenie są realistyczne, jednak nie dają wiele miejsca do negatywnych niespodzianek. Wydatki miały natomiast wynieść 848 mld PLN (22,3 r/r). Bardzo silnie, bo aż o 75,7% podwyższono wydatki na rzecz osób fizycznych, które obejmują m.in. zwiększenie programu 500+ do 800 PLN (szerszą analizę planów budżetowych przedstawiliśmy [w raporcie kwartalnym 3Q 2023](#)). Deficyt sektora finansów publicznym zapisano natomiast na poziomie 4,5% PKB, gdzie aż 4,0 pkt proc. to wydatki na bezpieczeństwo militarne. Należy zauważyć, że projekt ustawy nie zakładał kosztów działań ostonowych w zakresie cen żywności i energii.

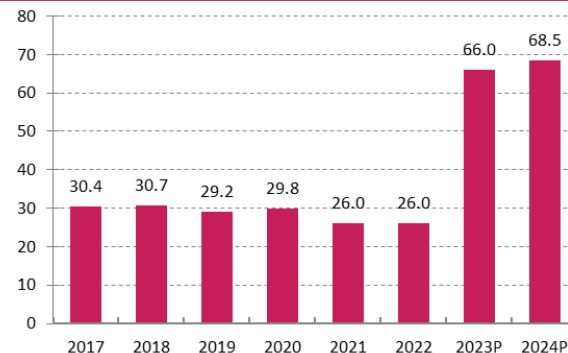
Źródło: Macrobond, KPRM, Bank Millennium

Polityka fiskalna - Deficyt budżetu państwa zapewne będzie w 2024 r. wyraźnie wyższy niż projekcie ustawie budżetowej

Deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)*



Założenia co do kosztów obsługi zadłużenia w ustawach budżetowych (mld PLN)



- W naszej ocenie deficyt sektora finansów publicznych w 2024 r. znacząco przekroczy 4,5% PKB założone z ustawy budżetowej i wyniesie 5,7% PKB. W grudniu 2023 r. nowo wybrany parlament zamroził do czerwca 2024 r. ceny energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła dla gospodarstw domowych, wprowadzając jednocześnie maksymalne ceny energii elektrycznej dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz rolników. Co więcej, odchodzący rząd utrzymał 0% stawki podatku VAT na podstawową żywność do końca 1Q 2024. Szacujemy, że łączny koszt tych rozwiązań to ok. 0,7-0,8% PKB. Dodatkowo, rząd podtrzymuje zapowiedzi podwyżki dla nauczycieli w wysokości 30%, a także wyższy niż przyjęto w ustawie budżetowej wzrost płac dla pracowników sfery budżetowej. Co więcej, nowy rząd postuluje automatyczną drugą w danym roku waloryzację rent i emerytur, gdyby inflacja przekraczała 5,0% r/r, co może zmaterializować się w 2024 r. Bieżące plany zakładają także transfer 1500 PLN na dziecko w ramach programu „Aktywna mama” (tzw. babciowe). Łączny koszt rządowych deklaracji wynosi ok. 0,7-0,9% PKB. Sądzymy ponadto, że w jakiejś formie zostaną przedłużone na II poł. 2024 r. działania osłonowe w zakresie cen żywności i energii. Będzie bowiem istniała pewna przestrzeń do pokrycia tych wydatków z budżetu państwa, m.in. z powodu spodziewanego braku uruchomienia w 2024 r. unijnej procedury nadmiernego deficytu (wydatki na zbrojenia mają być wyłączone z tego mechanizmu) oraz ewentualnych działań po stronie oszczędności.
- Polityka fiskalna w 2024 r. będzie ekspansywna i na oczekiwania te nie wpływają trwające pod koniec grudnia 2023 r. prace nowego rządu nad zmianami w ustawie budżetowej. Co więcej, nie można wykluczyć, że po przeglądzie finansów publicznych i po okresie wyborczym dojdzie do nowelizacji tej ustawy. Większość elementów w planie nowego rządu nie stanowi zaskoczenia, a brak w exposé premiera dodatkowych wydatków należy ocenić pozytywnie. Może to być sygnał racjonalizowania polityki fiskalnej w przyszłości, podobnie jak zapowiedzi powołania Rady Fiskalnej. Nowe władze będą musiały zmierzyć się z potrzebą poprawy transparentności finansów publicznych oraz, w dłuższym okresie, z konsolidacją fiskalną i transformacją energetyczną.

Źródło: Macrobond, KPRM, Bank Millennium, *(UB – projekt ustawy budżetowej na 2024 r., BM – prognoza Banku Millennium)

Rynki finansowe PLN - Perspektywy złotego w 2024 r. pozostają umiarkowanie optymistyczne, lecz przestrzeń do umocnienia kurczy się

Perspektywy krajowej waluty

Postępująca poprawa krajowych perspektyw gospodarczych oraz powyborcza zmiana postrzegania polskiej waluty wśród inwestorów zagranicznych tworzą umiarkowanie optymistyczne perspektywy złotego na 2024 rok. Co prawda uważamy, iż zakres potencjalnej aprecjacji polskiej waluty w kolejnych miesiącach nie powinien być znaczący, to kurs EUR/PLN pozostanie relatywnie bardziej stabilny i zbliżony do wieloletniej średniej (okolice 4,30) sprzed anomalii rynkowych wywołanych pandemią COVID-19 i wojną na Ukrainie.

O ile po stronie czynników krajowych nie widzimy potencjału do nasilenia aprecjacji złotego, o tyle mniej gołębnie nastawienie Rady Polityki Pieniężnej, prawdopodobne odblokowanie środków z Krajowego Planu Odbudowy, czy potencjał do większej dyscypliny finansów publicznych w długim terminie będą sprzyjać systematycznemu ograniczaniu nierównowag krajowej gospodarki. W ten sposób tworzyć się będzie korzystne środowisko dla wartości złotego. Efektem będzie także mniejsza wrażliwość - na tle koszyka walut tej części regionu - na potencjalne epizody wzrostu awersji do ryzykach na rynkach globalnych. Ponadto w przypadku polityki monetarnej większe prawdopodobieństwo przypisujemy możliwości wydłużenia okresu stabilizacji stóp procentowych, co na tle zbliżającego się cięcia kosztu pieniądza w strefie euro może nieco poprawiać warunki carry trade. Bardziej restrykcyjna postawa RPP odróżniać się będzie także na tle pozostałych banków centralnych regionu. W rezultacie złoty może - podobnie jak w drugim połowie 2023 roku - pozytywnie wyróżniać się spośród walut koszyka Europy Środkowo-Wsch. Istotne w trendzie łagodnego umocnienia złotego w 2024 r. będzie także zachowanie eurodolara. Uważamy, iż euro będzie zyskiwało na wartości względem dolara, co historycznie stanowiło wsparcie dla bardziej ryzykownych aktywów, w tym złotego. W efekcie kurs EUR/PLN przez większą część roku oscylować powinien wokół poziomu 4,30 +/- 10 gr.

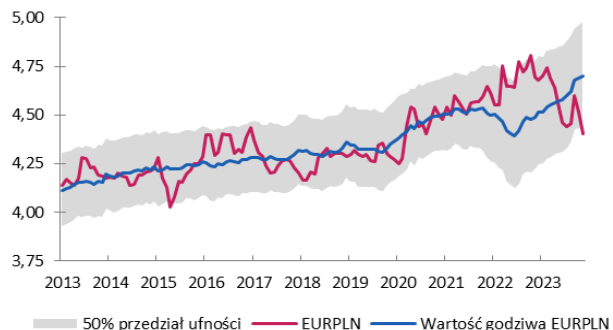
Za podstawowe ryzyko dla naszego scenariusza uznajemy silniejsze spowolnienie gospodarcze w USA. Jego implikacjami byłoby hamowanie globalnego wzrostu utrudniające odbicie gospodarcze w strefie euro oraz wzrost awersji do ryzyka. Zmienność generować mogą ponadto aspekty geopolityczne.

Bilans szans i zagrożeń dla kursu EUR/PLN

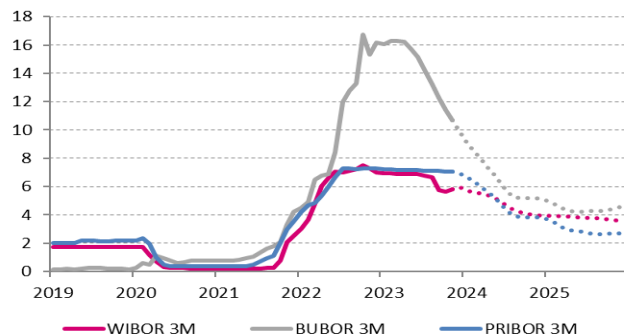
Bilans ryzyk	Czynniki działające na umocnienie złotego	EUR/PLN ↓	Czynniki działające na osłabienie złotego	EUR/PLN ↑
krótki termin (do 3M)	- Zwyzka eurodolara motywowana m.in. przyspieszeniem cięć stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w 2024 roku - Zmniejszenie napięć politycznych na linii Polska-UE, w tym formalne odblokowanie środków z Krajowego Planu Odbudowy, - Postępująca dezinflacja skutkująca wzrostem realnych (dodatnich) stóp procentowych - Lepsza od prognoz sytuacja gospodarcza w Polsce - Względnie stabilne ceny surowców energetycznych podczas sezonu zimowego		- Bardziej agresywna postawa największych banków centralnych w kwestii zacieśniania polityki pieniężnej (pogorszenie warunków carry trade pomiędzy Polską a strefą euro i USA) - Brak poprawy koniunktury w strefie euro, w szczególności opóźniające się odbicie gospodarcze w Niemczech - Escalacja kryzysu militarnego na Ukrainie i ponowna ucieczka kapitału do tzw. bezpiecznych przystani - Wzrost ryzyka geopolitycznego w różnych częściach świata - Postawienie preza Narodowego przez Trybunałem Stanu	
długi termin (powyżej 3M)	- Lepsze perspektywy krajowej gospodarki wspierane szybszym odbiciem koniunktury w Europie Zachodniej, w szczególności w Niemczech - Materializacja scenariusza soft-landing w amerykańskiej gospodarce - Utrzymywanie jastrzębiej narracji Rady Polityki Pieniężnej i okresu wait-and-see, w szczególności na tle zbliżających się cięć stóp procentowych w gospodarkach rozwiniętych - Napiw BIZ (near/friend-shoring) oraz kapitału zagranicznego na rynek długu - Topniejące nierównowagi makroekonomiczne w Polsce tj. postępująca dezinflacja - Brak eskalacji działań wojennych między Rosją a Ukrainą - Możliwość podwyżki perspektywy ratingu Polski przez niektóre agencje - Utrzymanie relatywnie wysokich stawek fx swap zmniejszających płynność i ograniczających chęć spekulacji na polskiej walucie		- Przedłużająca się recesja w Europie Zachodniej - Dalsza blokada funduszy z KPO - Rosnące obawy związane z wystąpieniem recesji w globalnej gospodarce, w szczególności pod wpływem tzw. hard-landing w USA - Aktywna interwencja militarna na terytorium Ukrainy oraz wzrost napięcia geopolitycznego na świecie - Nagły zwrot Rady Polityki Pieniężnej do cięcia stóp procentowych, nieczytelna funkcja reakcji Rady, - Pogłębienie deficytu CA (spadek eksportu i jednoczesny wzrost importu towarzyszący odbudowie potencjału militarnego) - Ostrzeżenia agencji ratingowych związane z systematycznie pogarszającą się sytuacją fiskalną w Polsce - Niepewność towarzysząca wyborem prezydentem w USA	

Rynki finansowe PLN

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



Oczekiwania rynkowe co do zmian stóp procentowych w Europie Środkowo-Wschodniej (%)



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

		Poziom	Δ 3M	Δ 1Y	Δ 3Y
REER (%)	2023-11	98,0	-1,8	12,0	14,2
Stopa referencyjna (pkt. proc.)	2023-12	5,75	-0,25	-1	5,65
CPI (pkt. proc.)	2023-11	6,6	-3,5	-10,9	3,6
Realne stopy procentowe (pkt. proc.)	2023-11	-0,9	2,5	9,9	2,1
Stopa bezrobocia (pkt. proc.)	2023-11	5,0	0,0	-0,1	-1,1
C/A (% PKB)	2023-09	0,6	0,7	3,6	-1,2
Rachunek finansowy (% PKB)	2023-09	1,3	0,5	4,1	-1,7
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2023-09	0,0	0,0	-0,4	-1,9
Aktywa rezerwowe NBP (% PKB)	2023-09	23,6	0,9	-1,9	0,3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (PLN, % PKB)	2023-06	-32,2	-0,2	3,9	9,1
Bilans handlowy (PLN, % PKB)	2023-09	1,3	0,3	3,7	0,0
CDS (pkt.)	2023-11	64,8	-1,7	-66,3	7,1
Deficyt general government (% PKB)	Q2 2023	-4,7	-0,7	-3,3	1,0
Terms of trade	2023-09	109,7	9,0	13,6	10,5
Podaż pieniądza M3 (% PKB)	2023-09	73,6	1,04	-3,13	-9,12

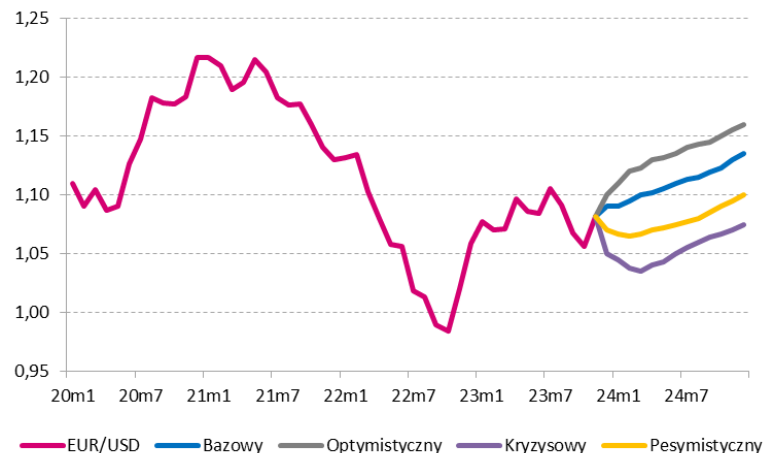
Zrównoważenie gospodarki i postępujące niwelowanie nierównowag makroekonomicznych sprzyja utrzymywaniu relatywnie mocnego złotego. Jednocześnie model wartości godziwej kursu EUR/PLN Banku Millennium sugeruje, iż przestrzeń do aprecjacji polskiej waluty uległa już znaczącemu ograniczeniu i – na podstawie czynników uwzględnionych w modelu – trudno będzie o wygenerowanie istotnego impulsu prototowego.

Rynki finansowe EUR/USD - Eurodolar z potencjałem do kontynuacji wzrostów w 2024 roku

Scenariusze kursu EUR/USD

Polityka pieniężna FED i EBC	Światowa koniunktura	Ryzyko geopolityczne	Rynki surowcowe	
Wyższy wzrost gospodarczy w USA i EMU skutkuje uporczywością inflacji, w konsekwencji cięcia stóp procentowych w 2024 są płytsze	Poprawa perspektyw wzrostu PKB na świecie także dzięki stymulacji fiskalnej w wybranych krajach, szybszy wzrost gospodarczy w Chinach	Zaęgnięcie konfliktu na Ukrainie, spadek napięć geopolitycznych w innych częściach świata, kontynuacja różnów USA - Chiny	Brak zaburzeń w dostawach surowców, kartel OPEC zwiększa wydobycie odpowiadając na wyższy wzrost gospodarczy, ciepła zima, pełne magazyny	scenariusz optymistyczny
Początek łagodzenia monetarnego największych banków na przełomie I/Q2 2024. Mocniejsze cięcia stóp proc. w USA niż w strefie euro	Spowalniający wzrost gosp. w USA w ramach scenariusza <i>soft-landing</i> . Zgodnie z oczekiwaniami łagodne odbicie koniunktury w strefie euro. Stabilna sytuacja gosp. w Chinach	Brak eskalacji działań militarnych na Ukrainie i stabilizowanie się sytuacji na Bliskim Wschodzie. Sporadyczne i krótkotrwałe eskalacje napięć geopolitycznych na świecie	Brak zaburzeń w dostawach surowców, pełne magazyny gazu, dostępność surowców rolnych, utrzymanie ograniczeń wydobycia przez kartel OPEC	scenariusz bazowy
Szybsze i głębsze obniżki stóp procentowych przede wszystkim w strefie euro, ale i USA motywowane koniecznością wsparcia słabnącego wzrostu gosp.	Nieco silniejsze niż tzw. <i>soft-landing</i> hamowanie gospodarki USA Słabsza od oczekiwań koniunktura w EMU i Chinach częściowo z uwagi na niższy wzrost gosp. na świecie	Utrzymanie napięć o charakterze geopolitycznym, eskalacja działań militarnych na terytorium Ukrainy oraz Bliskim Wschodzie	Niepewność geopolityczna na Bliskim Wschodzie skutkuje podwyższoną zmiennością surowców energetycznych.	scenariusz pesymistyczny
Gwałtowne cięcia stóp proc. największych banków centralnych z uwagi na globalną recesję	Scenariusz tzw. <i>hard-landing</i> w amerykańskiej gospodarce oraz stagnacja w Chinach uderzają w światowe tempo PKB	Eskalacja działań wojennych na Bliskim Wschodzie i Europie Wschodniej, powrót wojny handlowej USA-Chiny, spór o Tajwan	Ograniczenia w dostawach żywności przez Morze Czarne i surowców energetycznych z Bliskiego Wschodu, kłeska suszy	scenariusz kryzysowy

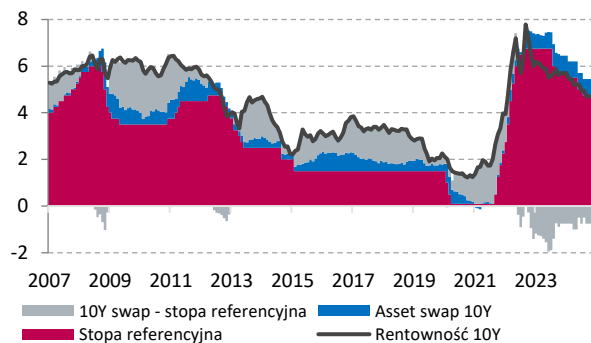
Kurs EUR/USD i prognozy scenariuszowe



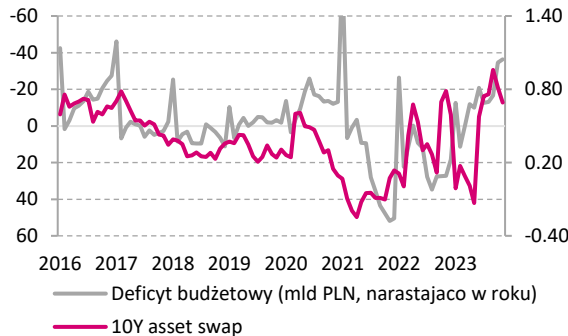
- Zakładamy, iż 2024 rok będzie okresem kontynuacji wzrostu eurodolara zainicjowanego w drugiej połowie tego roku. Argumentami, które w naszej ocenie zadecydują o zwykłym trendzie kursu EUR/USD będzie zmiana – w stosunku do 2023 roku – perspektyw gospodarczych w strefie euro i USA. Ostatnie kwartały 2023 roku to zaskakująco solidne tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych oraz recesja w niektórych gospodarkach Europy Zachodniej, w tym w Niemczech. Tymczasem rok 2024 przyniesie zanegowanie tych tendencji. Łagodnego odbicia koniunktury oczekujemy w strefie euro. W USA natomiast realizować się będzie scenariusz tzw. *soft-landing*, przy czym bilans ryzyk w naszej ocenie jest asymetryczny tj. w kierunku mocniejszego spowolnienia. Odmienne – w stosunku do 2023 roku - prezentują się także perspektywy polityki pieniężnej największych banków centralnych świata. Obecnie rynek zdyskontował - naszym zdaniem zbyt agresywne - łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro w 2024 roku (niemal 175 pkt. baz.). Jest ono silniejsze niż wyceniane przez rynki oczekiwania co do skali przyszłorocznego cyklu cięć stóp procentowych Fed. Tymczasem to Fed może wykazać się większą determinacją do obniżek kosztu pieniądza na czym m.in. opieramy nasz scenariusz stopniowego wzrostu notowań EUR/USD.
- Dodatkowym argumentem przemawiającym za umocnieniem euro będzie stopniowo poprawiający się - w ślad za niezłą koniunkturą globalną (zdaniem MFW światowe PKB wzrośnie o 2.9% r/r) i brakiem eskalacji ryzyka geopolitycznego - apetyt na ryzyko. Historycznie wspierał on euro, a negatywnie oddziaływał na tzw. walutowe bezpieczne przystanie tj. dolara, czy franka szwajcarskiego. Podsumowując uważamy, iż kurs EUR/USD kierować się będzie w okolice poziomu 1,15 na koniec roku. Mnogość ryzyk w tym związanych z wyborami prezydenckimi w USA sprawi jednak, że przed nami także kolejny rok podwyższonej zmienności eurodolara.

Rynki finansowe obligacje krajowe – Spadek dochodowości SPW w przyszłym roku będzie kontynuowany, choć w mniejszym zakresie niż w 2023 roku

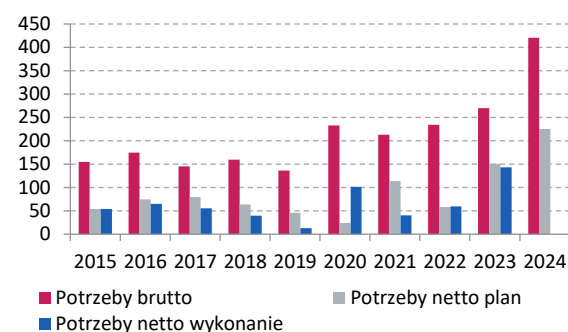
Składowe rentowności polskiej 10-letniej obligacji skarbowej (%)



Deficyt budżetowy i stawki asset swap (pkt. proc., prawa oś)



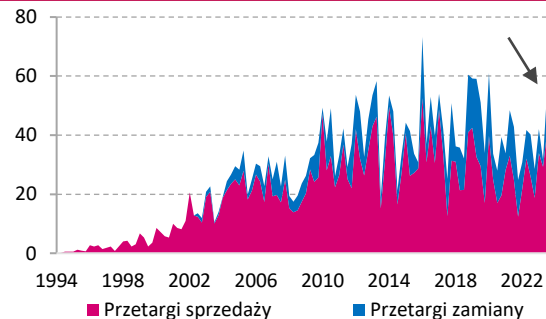
Potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa (mld PLN)



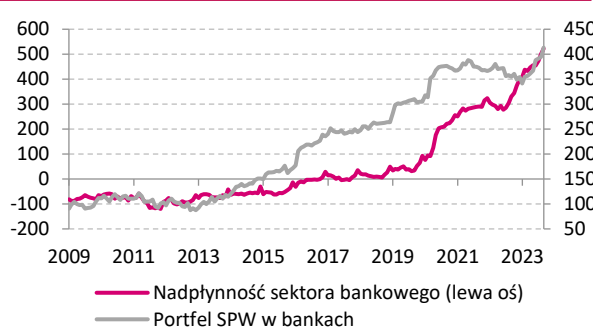
- Od ponad roku dochodowość polskich obligacji skarbowych pozostają w trendzie spadkowym. Rentowność 10-latki, która na początku 2023 roku wynosiła 6,85% obecnie oscyluje nieco powyżej 5,0%. Głównym czynnikiem przemawiającymi za niższą rentowności były perspektywy polityki pieniężnej. O ile w 3Q 2023 motorem spadku dochodowości było gwałtowne rozpoczęcie cyklu cięć stóp procentowych w Polsce, o tyle obecnie za podstawowy czynnik wspierający niższą rentowności uważamy przetarasowania w rynkowych oczekiwaniach dotyczących przyszłych decyzji Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Inwestorzy zakładają szybkie przejście do cięć stóp procentowych w USA i strefie euro (przełom Q1 i Q2 2024 roku), co pociąga za sobą także zmiany wyceny polskiego rynku długu.
- Nasze oczekiwania na 2024 roku zakładają, iż trend spadku dochodowości skarbowych papierów wartościowych zostanie utrzymany. Jednocześnie jednak jego zakres będzie istotnie mniejszy aniżeli w 2023 roku (rentowność 10-latki na koniec 2024 roku obniży się do poziomu 4,60%) z uwagi na zdyskontowanie kilku pozytywnych dla wyceny długu czynników. Nie uważamy bowiem, by działania Rady Polityki Pieniężnej wykraczały poza obecnie wycenioną ścieżkę zmian stóp procentowych w Polsce. Nasza prognoza zakłada cięcie kosztu pieniądza w 2024 roku o 100 pkt. baz. Jest ona jednak obciążona podwyższonym ryzykiem z uwagi na wciąż niejasną funkcję reakcji Rady, a ryzyka te skierowane są w stronę opóźnienia powrotu RPP do obniżek stóp procentowych. Ponadto naszym zdaniem rynkowe oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego są zbyt agresywne, co może ograniczać potencjał do niższej dochodowości polskiego długu płynącej z rynków bazowych. Jednocześnie wsparcie - choć niewielkie - w trendzie spadku dochodowości w przyszłym roku mogą stanowić zmiany stawek asset swap.

Rynki finansowe obligacje krajowe - Ciężar podaży SPW na rynku krajowym spory, niemniej strona popytowa pozostanie mocna

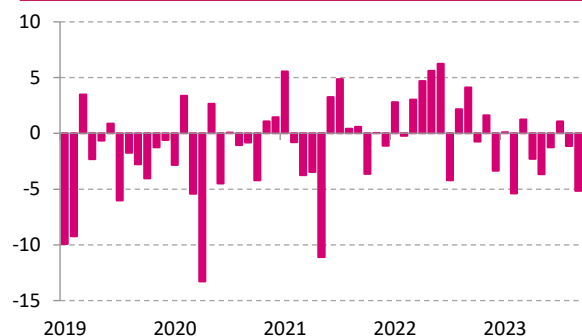
Kwartalna sprzedaż obligacji skarbowych (mld PLN)



Nadpłynność sektora bankowego (depozyty minus kredyty) oraz portfel SPW (mld PLN)



Miesięczna zmiana portfela SPW inwestorów zagranicznych (mld PLN)

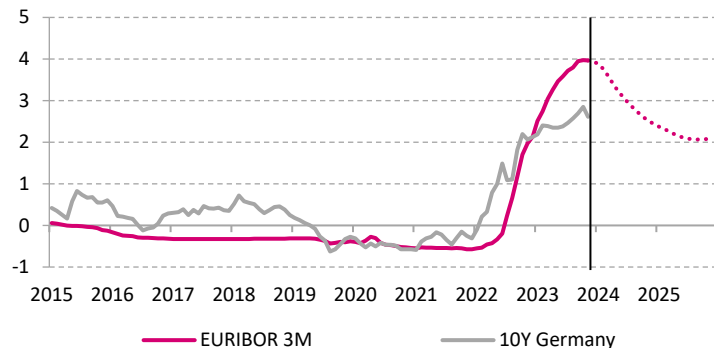


- Zakładamy, że notowania stawek asset swap obniżą się nieznacznie w 2024 roku, co wspierać będzie niższą dochodowość przede wszystkim długoterminowych obligacji. O ile sytuacja budżetowa w 2024 roku pozostanie trudna - tym bardziej, iż realizacja obietnic wyborczych skutkować może koniecznością zwiększenia potrzeb pożyczkowych - to rząd prawdopodobnie zechce poszukać nieco oszczędności, czy skorzystać - podobnie jak poprzedni rząd w noweli tegorocznego budżetu - z poduszki płynnościowej. Co prawda stan środków na rachunkach budżetowych pozostaje wysoki - 117,7 mld PLN na koniec listopada - jednak prawdopodobnie zostanie uszczuplony w grudniu, by przyspieszyć niskie prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.
- Uważamy, iż kwestia podaży obligacji skarbowych pozostanie istotna dla wyceny długu i z racji jej ciężaru (potrzeby pożyczkowe na 2024 rok są rekordowo wysokie) będzie oddziaływać na notowania SPW przez pierwsze półrocze. Jednocześnie jednak obecnie - nieco bardziej optymistycznie niż w poprzednim raporcie - oceniamy możliwość plasowania długu. Od strony podażowej wynika to z faktu pewnego rozładowania napięć fiskalnych z uwagi na uzyskanie części funduszy z Krajowego Planu Odbudowy, które - przypomnijmy - zostały zapisane w przyszłorocznym budżecie (28,6 mld PLN) a których przyznanie obciążone było dotychczas wysokim ryzykiem. Strona popytowa natomiast pozostanie mocna. Główny nabywca krajowych obligacji tj. banki komercyjne będą nadpłynne z uwagi m.in. na ograniczenie akcji kredytowej i utrzymujący się wzrost depozytów. Co więcej, powyborczy entuzjazm do polskich aktywów widoczny dotychczas w notowaniach złotego, czy giełdy w naszej ocenie ma szansę uwidocznić się także na rynku obligacji. Inwestorzy zagraniczni, których obecny udział w portfelu SPW jest najniższy w historii (13,7% całości portfela SPW) mogą - wbrew tendencjom ostatnich kwartałów - zdecydować o napływie na polski rynek długu. W świetle oczekiwanych zmian polityki pieniężnej np. w Czechach (agresywne cięcia stóp procentowych w 2024 roku) dochodowość polskich obligacji może okazać się atrakcyjna dla inwestorów koszykowych.

Źródło: Macrobond, LSEG DataStream

Rynki finansowe obligacje bazowe – Dochodowość obligacji na rynkach bazowych wciąż z potencjałem do spadku

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



Rentowność 10-latk USA (%) oraz indeks zaskoczeń ekonomicznych w Stanach Zjednoczonych (pkt.)



- O ile przez większość 2023 roku rentowności obligacji na rynkach bazowych pozostawały w trendzie wzrostowym, tak 4Q 2023 – wraz z zakończeniem cyklu podwyżek stóp procentowych w USA i strefie euro – przyniósł dynamiczne zanegowanie wcześniejszych tendencji. Jest to pokłosie nasilenia oczekiwań rynku na bliskie przejście Fed i Europejskiego Banku Centralnego do cykli łagodzenia polityki pieniężnej. Dochodowość Bunda, która w październiku oscylowała wokół poziomu 3,0% obecnie wynosi 100 pkt. baz. mniej. Nieco silniejszy był spadek 10-latk USA, która na początku 4Q br. wynosiła powyżej poziomu 5,0% i była najwyższa od 12 lat, by obecnie pogłębiać zniżkę poniżej bariery 4,0%.
- Nadrzędnym tematem dla rynków obligacji w 2024 rok będzie wspomniane rozpoczęcie cyklu łagodzenia monetarnego przez największe banki centralne. Pytaniem otwartym pozostaje 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. Podtrzymujemy naszą ocenę, iż to Fed powinien być bardziej agresywny w cięciu stóp procentowych w 2024 roku niż EBC. W rezultacie to amerykański dług dysponuje naszym zdaniem większą przestrzenią do zniżki dochodowości w 2024 roku niż Bund. Tym bardziej, iż w miarę zbliżania się do wyborów prezydenckich w USA (listopad) nasilać się może poziom awersji do ryzyka. Jednocześnie jednak w przypadku Bunda - wbrew pierwotnym oczekiwaniom - kwestie fiskalne nie będą hamować trendu spadkowego niemieckich obligacji. Rząd Niemiec realizując postanowienia tamtejszego Trybunału Konstytucyjnego postanowił bowiem poprzez oszczędności, a nie zawieszenie reguły ograniczającej zaciąganie nowego długu, rozwiązać problem prawnego zakwestionowania części wydatków w budżecie na 2024. Ponadto krótkoterminowo neutralnie dla wyceny Bunda oceniamy działania EBC po stronie ograniczania bilansu. Dopiero w drugim półroczu 2024 roku bank zamierza bowiem zmniejszać portfel obligacji w ramach programu PEEP. Ryzykiem dla wzrostu wartości Treasuries w 2024 roku pozostaje tempo schładzania tamtejszej gospodarki.

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	0.7	2.9	8.8	6.3	4.1	2.5	-0.3	-0.6	0.5	2.6	2.7	3.0	2.8	3.1
Popyt krajowy	% r/r	-2.7	8.5	5.2	-2.8	4.1	10.8	7.4	3.1	1.0	-4.8	-2.9	-5.2	1.3	4.9	4.2	3.7	4.2
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	-3.4	6.1	5.2	-0.2	3.8	8.8	8.5	2.9	1.0	-2.0	-2.8	0.8	3.3	4.1	4.0	3.1	3.5
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	-2.3	1.2	4.9	7.4	2.0	5.1	6.5	2.5	5.6	6.8	10.5	7.2	5.6	3.6	1.9	1.5	1.8
Wkład eksportu netto	pkt proc.	0.6	-1.1	0.2	3.5	-1.3	-1.5	-0.7	1.1	1.6	4.6	2.1	5.9	1.5	-2.2	-1.1	-0.9	-1.1
Inflacja CPI *	% r/r	3.4	5.1	14.4	11.6	5.5	9.7	13.9	16.3	17.3	17.0	13.1	9.7	6.6	4.7	3.7	6.4	6.8
Inflacja bazowa *	% r/r	3.9	4.1	9.1	10.2	4.8	6.6	8.5	10.0	11.3	12.0	11.6	9.7	7.4	5.8	4.4	4.5	4.6
Ropa naftowa Brent *	USD	43.3	70.7	98.7	82.1	76.1	97.6	111.5	97.4	88.5	82.1	77.7	85.6	83.1	76.3	76.5	75.9	75.5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.8	5.2	5.1	5.2	5.4	5.1	5.0	5.1	5.2	5.0	4.9	5.1
Place w gospodarce narodowej	% r/r	5.1	9.6	12.1	12.6	9.9	9.7	11.8	14.6	12.3	14.3	13.8	11.0	11.3	10.8	10.1	9.3	9.0
Saldo C/A	% PKB	2.5	-1.3	-2.4	1.0	-1.0	-2.3	-3.1	-2.9	-2.4	-0.7	-0.1	0.6	1.0	0.4	0.1	-0.4	-1.0
Saldo sektora general government	% PKB	-6.9	-1.8	-3.7	-5.2	-5.7	-	-	-	-3.7	-	-	-	-5.2	-	-	-	-5.7
Stopa referencyjna	% k.o.	0.10	1.75	6.75	5.75	4.75	3.50	6.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.50	5.25	5.00	4.75
Stopa depozytowa	% k.o.	0.00	1.25	6.25	5.25	4.25	3.00	5.50	6.25	6.25	6.25	6.25	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25
WIBOR 1M	% k.o.	0.20	2.23	6.93	5.64	4.80	4.12	6.59	7.11	6.93	6.84	6.86	6.04	5.64	5.55	5.30	5.05	4.80
WIBOR 3M	% k.o.	0.21	2.54	7.02	5.79	4.70	4.77	7.05	7.21	7.02	6.89	6.90	5.77	5.79	5.45	5.15	4.95	4.70
WIBOR 6M	% k.o.	0.25	2.84	7.14	5.60	4.55	5.05	7.35	7.41	7.14	6.95	6.95	5.63	5.60	5.30	5.00	4.80	4.55
Obligacja 2-letnia	% k.o.	0.02	3.39	6.77	4.95	4.20	5.57	7.60	7.41	6.77	6.11	5.84	5.04	4.95	4.75	4.65	4.45	4.20
Obligacja 10-letnia	% k.o.	1.30	3.64	6.92	5.10	4.60	5.23	6.92	7.13	6.92	6.03	5.76	5.90	5.10	5.00	4.85	4.70	4.60
EUR/PLN	k.o	4.61	4.60	4.69	4.33	4.27	4.64	4.70	4.84	4.69	4.68	4.45	4.64	4.33	4.32	4.30	4.28	4.27
USD/PLN	k.o	3.76	4.06	4.40	3.95	3.70	4.17	4.49	4.94	4.40	4.29	4.11	4.37	3.95	3.92	3.85	3.79	3.70
EUR/USD	k.o.	1.23	1.13	1.07	1.10	1.15	1.11	1.05	0.98	1.07	1.09	1.08	1.06	1.10	1.10	1.12	1.13	1.15
EURIBOR 3M	% k.o.	-0.53	-0.57	2.13	3.90	2.81	-0.46	-0.20	1.17	2.13	3.04	3.58	3.95	3.90	3.75	3.25	3.00	2.81
LIBOR 3M USD/SOFR 3M (od 07.2023 roku)	% k.o.	0.25	0.21	4.77	5.32	3.89	0.96	2.29	3.75	4.77	5.19	5.53	5.27	5.32	5.17	4.73	4.33	3.89

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 i informacje dostępne do dnia 15 grudnia 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 0000011816; NIP 5260212931; kapitał zakładowy 1 213 116 777 złotych, w pełni opłacony.