

Kurier ekonomiczny ING

Polska i świat

Prognozy na 2023: Między młotem (inflacji) a kowadłem (spowolnienia gospodarczego)

Rafał Benecki, Adam Antoniak, Leszek Kąsek, Piotr Popławski, Michał Rubaszek

Grudzień 2022/Styczeń 2023

thinkforward



W skrócie – rynki i świat

- W gospodarce światowej widać coraz silniejsze symptomy dezinflacji. Zaburzenia w łańcuchach dostaw osłabły, w największych gospodarkach widać istotną poprawę nierównowagi popytu (spowolnienie gospodarcze) i podaży (wzrost dostaw) jaką przyniosła pandemia. Obrazuje to dużo wolniejszy wzrost cen komponentów i produkcji gotowej w największych gospodarkach. Także koszty frachtu z Azji są już niższe niż przed pandemią. Spadły ceny surowców, tj. żywności i gazu. Ryzyka na 2023 są jednak istotne. W 2023 prawdopodobne są ponowne wzrosty cen nośników energii czy metali przemysłowych. W 2022 nastąpił niewielki wzrost mocy produkcyjnych wydobywców, więc gdy odbije gospodarka chińska i zachodnia wróci problem strukturalnego deficytu na tych rynkach.
- W 2023 USA czeka prawdopodobnie spowolnienie. Spadki popytu i cen na amerykańskim rynku nieruchomości oznaczają, że branża budowlana będzie w szczególnie trudnym położeniu. Co więcej, od miesiący tempo wzrostu wynagrodzeń nie nadąża za inflacją, mimo ogólnie dobrej sytuacji na rynku pracy. W efekcie można oczekiwać wyhamowania konsumpcji, która ciągnęła wzrost w USA w tym roku. Nie widać przy tym szans na większy impuls fiskalny. Demokraci utracili większość w Izbie Reprezentantów i Prezydentowi J. Bidenowi trudno będzie znaleźć poparcie dla nowych programów wydatkowych. Inflacja w USA najprawdopodobniej osiągnęła już szczyt i przy słabnącej koniunkturze w 2023 spadnie o blisko połowę. Oznacza to, że prawdopodobnie Fed zakończy swój cykl podwyżek w 2kw23. FOMC obawia się przedwczesnego poluzowania polityki, ale już obecnie zastanawia się czy podnieść stopy do poziomu wskazanego w „dotplot”. Dane za 4kw22 pokazują jednak, że dochody Amerykanów ucierpiały mniej od oczekiwań pomimo szoku inflacyjnego, co rodzi szanse, że spowolnienie będzie mniej dotkliwe.
- Koniunktura w strefie euro prawdopodobnie okaże się jeszcze słabsza, prowadząc do płytkiej recesji, ale też słabego ożywienia w 2poł23. Bez dostaw z Rosji Europa będzie zmagać się z uzupełnieniem zapasów gazu na kolejną zimę. Jeżeli dojdzie do odbicia popytu z Azji na gaz (i inne surowce), oznacza to kolejny rok wysokich cen. W Europie proces przenoszenia wysokich kosztów na konsumentów jeszcze się nie zakończył, a jego nową odsłonę zobaczymy w 1kw23. Oznacza to utrzymanie dość wysokiej jak na strefę euro inflacji (ponad 5%/r/r). Będzie to jeszcze mocniej niż w USA uderzać w dochody rozporządzalne gospodarstw domowych, gdyż płace i ogólnie rynek pracy są w Europie słabsze niż w USA. W razie mroźnej zimy w 2023 konieczne będą przymusowe ograniczenia w dostępie do energii dla przemysłu. Możliwość kolejnych zaskoczeń inflacyjnych w 1kw23 i ciągle niski poziom stóp procentowych oznacza, że mimo recesji w strefie euro, w 2023 EBC będzie kontynuować cykl podwyżek do poziomu 3-3,5% na przełomie 1 i 2kw23, potem może złagodzić ton. Nie zdecyduje się na luzowanie przed 4Q24.
- Spodziewamy się, że w 1poł23 kurs €/US\$ zbliży się do parytetu. Z początkiem 2023 powinny być odbudowywane pozycje na spadek €/US\$, wspierane przez nadal korzystny dla dolara dysparytet względem euro. Niepewne perspektywy gospodarcze dla strefy euro na kolejną zimę (bez dostaw gazu z Rosji trudno będzie zapełnić magazyny, szczególnie gdyby popyt na LNG z Chin odbił) oznaczają, że €/US\$ może pozostać blisko parytetu przez wiele miesięcy. Podwyżkom stóp EBC może towarzyszyć osłabienie obligacji zadłużonych krajów peryferyjnych strefy euro. W efekcie podwyżki EBC będą mniej wspierać euro. Widzimy jednak szanse na wyższą ścieżkę €/US\$ niż nasz bazowy scenariusz, gdyby obniżki Fed rozpoczęły się w 2023, a EBC później.

W skrócie – Polska

- Rok 2023 przyniesie spore hamowanie tempa PKB z 5%/r w 2022 do 1%/r w 2023 (konsensus 0,5%/r). Uzasadnieniem naszych mniej pesymistycznych przewidywań niż konsensus są: (1) objawy odporności polskiej gospodarki na szoki (pandemiczny, inflacyjny, wojenny, surowcowy, podwyżek stóp w Polsce i zagranicą), widoczne już w 2pół22 kiedy gospodarka zaczęła poważnie hamować, (2) możliwe nowe wydatki socjalne, bardziej powszechne niż ostatnio prezentowane programy celowane, pojawią się one bliżej terminu jesiennych wyborów, (3) rosnące szanse na nieco lepszą koniunkturę globalną w 2023 roku (wcześniejsze otwarcie Chin, możliwe uniknięcie recesji w USA i przełożenie tego na europejski eksport). Przy dużej skali rewizji danych GUS różnica 0,5pp to niewiele, a prognozy PKB z przedziału 0-1% należy uznać za konsensus.
- W 2023 roku nastąpi istotny spadek inflacji CPI (z około 21%/r w lut-23 do 10,3%/r w 4kw23), ale przy niekorzystnej strukturze. Spadnie wkład do CPI cen żywności (m.in. przez efekty bazy) i energii (przez trudne do utrzymania poza 2023 rokiem operacje mrożenia cen). Inflacja bazowa wciąż jednak będzie uporczywie wysoka, co oznacza że sprowadzenie CPI do celu w 2024-25 roku będzie bardzo trudne. Skala hamowania popytu konsumpcyjnego w 2023 roku może okazać się niewystarczająca, aby istotnie ograniczyć przerzucanie kosztów firm na ceny detaliczne. Fed i ECB otwarcie mówią, że do ograniczenia długotrwałej inflacji potrzeba większego schłodzenia popytu (dlatego kontynuują podwyżki w 2023). W naszym przypadku polityka mix jest tylko minimalnie restrykcyjna, a pamiętamy że gospodarka przeżywała kilka lat boomu konsumpcyjnego. Obawiamy się także powrotu wysokich cen surowców, gdy odbije koniunktura w Chinach, a Europa Zachodnia zacznie zapęłniać magazyny na zimę 2023-24. W 2022 nastąpił niewielki wzrost mocy wydobywców surowców energetycznych czy metali przemysłowych, więc gdy odbije gospodarka globalna wróci problem strukturalnego deficytu na tych rynkach.
- Cykl podwyżek stóp NBP dobiegł końca. Rada jasno zdefiniowała swój *cel de facto*: to powolna dezinflacja i zapewnienie łagodnego hamowania PKB. W ocenie Prezesa NBP przeszłe podwyżki były wystarczające, aby istotnie ograniczyć presję popytową. Do podwyżki stóp nie przekonała Rada nawet listopadowa projekcja z rewizją inflacji bazowej w górę o 1/3. Najprawdopodobniej uporczywie wysoka inflacja nie daje pola do obniżek w 2023, mimo spowolnienia koniunktury. W 2024 gdy odbije gospodarka, a rząd zacznie urealniać detaliczne ceny energii, CPI pozostanie wciąż istotnie ponad celem NBP *de jure* (2,5%+/-1%). Pierwszy realistyczny moment na obniżki stóp to raczej rok 2025.
- Na początku 2023 widzimy ryzyko przeceny złotego. Z nowym rokiem mogą być ponownie budowane pozycje na osłabienie walut CEE do dolara. Uważamy również, że inwestorzy przeliczą się zakładając szybkie obniżki stóp w USA, czy napływ środków z KPO zaraz w nowym roku (widzimy raczej uruchomienie 1-2 transz, niż całość 74 mld środków planowanych w KPO na 2022-23). Ujemna dynamika produkcji w 1kw23 może wzmacniać oczekiwania na obniżki stóp jeszcze w 2023. Ryzykiem dla PLN jest orzeczenie TSUE ws kredytów walutowych, które może zmusić banki do zabezpieczania roszczeń poprzez sprzedaż złotego.
- Z początkiem 2023 roku spodziewamy się stromienia krzywych IRS oraz SPW. W 1kw23 otoczenie międzynarodowe może stać się mniej sprzyjające dla długu, np. obniżki stóp w USA będą bardziej odległe od oczekiwań rynku, ECB zacznie QT. To powinno skutkować wzrostem długich stawek IRS i rentowności SPW ze środka i długiego końca krzywej w PLN.

Prognozy makroekonomiczne – Polska i świat.

	2021	1kw22	2kw22	3kw22	4kw22	2022	1kw23	2kw23	3kw23	4kw23	2023	2024
Polska												
PKB r/r	6,8	8,6	5,8	3,6	2,5	5,0	-2,0	1,2	1,0	3,4	1,0	2,5
Konsumpcja r/r	6,3	6,7	6,4	0,9	1,0	3,8	1,0	1,3	2,0	3,0	1,8	1,0
Inwestycje r/r	2,1	4,7	6,6	2,0	1,0	3,1	-1,4	0,0	0,8	1,5	0,5	2,1
Deficyt fin. publ. %PKB	-1,9					-4,5					-6,2	-4,5
Dług publ. %PKB (kon. okr.)	53,8					51,5					53,5	55,2
Bezrobocie (kon. okr.)	5,8	5,8	5,2	5,1	5,6	5,6	5,8	5,5	5,3	5,8	5,8	5,2
CPI r/r (średnio)	5,1	9,6	13,9	16,3	17,6	14,3	19,1	15,4	12,8	10,4	14,5	7,5
Stopa referencyjna	1,75	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Bilans obrotów bieżących CA, %PKB	-1,4					-4,0					-3,2	-2,7
Wynagrodzenia – sektor przedsiębiorstw %r/r (śr.)	8,6	11,2	13,5	14,3	12,4	12,9	13,7	12,6	11,5	12,0	12,5	8,6
Strefa euro												
PKB r/r, %	5,3	5,5	4,2	2,3	1,2	3,2	0,1	-0,7	-0,7	-0,1	-0,3	1,0
HICP r/r (średnio)	2,6	6,1	8,0	9,3	10,2	8,4	8,4	6,4	4,9	3,7	6,0	2,3
Stopa refinansowa, k.okr.	0,00	0,00	0,00	1,25	2,50	2,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75
USA												
PKB r/r, %	5,9	3,7	1,8	1,9	0,7	2,0	0,9	0,4	-0,4	-0,6	0,1	1,6
CPI r/r (średnio)	4,7	8,0	8,7	8,3	7,4	8,1	5,9	3,8	2,9	2,2	3,7	1,9
Stopa funduszy Fed, k.okr.	0,25	0,50	1,75	3,25	4,50	4,50	5,00	5,00	4,50	4,00	4,00	2,50
Rynki finansowe												
Wibor 3M (kon. okr.)	2,54	4,77	7,05	7,21	7,00	7,00	6,91	6,92	6,92	6,92	6,92	6,83
Stawka 3M EUR (kon. okr.)	-0,57	-0,46	-0,20	1,17	2,20	2,20	2,70	2,60	2,60	2,60	2,60	2,50
Stawka 3M USD (kon. okr.)	0,21	0,96	2,29	3,75	4,60	4,60	4,90	4,75	4,25	3,75	3,75	2,45
US\$/PLN (kon. okr.)	4,06	4,18	4,48	4,95	4,60	4,60	4,80	4,74	4,63	4,72	4,72	4,12
US\$/PLN (średnio)	3,88	4,16	4,38	4,78	4,61	4,48	4,72	4,77	4,67	4,70	4,72	4,36
€/PLN (kon. okr.)	4,60	4,65	4,68	4,87	4,69	4,69	4,80	4,74	4,63	4,72	4,72	4,53
€/PLN (średnio)	4,58	4,65	4,64	4,78	4,69	4,69	4,78	4,76	4,67	4,69	4,72	4,60

Polska

W 2023 roku średnie tempo PKB silnie spadnie, ale hamowanie gospodarki rozpoczęło się w 2poł22 i przebiega stopniowo. To może być tylko realizacja zaległych zamówień (po odblokowaniu dostaw), albo objaw odporności gospodarki na szoki. Rewizje danych GUS są tak duże, że przesądzą czy wystąpi techniczna recesja, w 4kw22-1kw23. Później nastąpi wzrost PKB kw/kw, w skali normalnej a nie znanej z pandemii.

Strefa euro

Gospodarka europejska bardziej niż amerykańska jest narażona na negatywne skutki wojny i szoku energetycznego. Szczyt inflacji nastąpi później niż w USA a EBC widzi ważne ryzyka wskazujące na uporczywość inflacji, stąd chce podnosić stopy i uruchomić QT jeszcze w 1poł23, a luzowanie możliwe jest dopiero w 2poł24.

USA

Gospodarka USA w 2023 spowolni, ale są szanse na mniejsze hamowanie od oczekiwań. Fed widząc taki stan koniunktury zapowiada podwyżki w 1poł23 i brak cięć w 2poł23, wbrew wycenom rynkowym.

Rynki finansowe

Przez większość 2022 roku inwestorzy utrzymywali długie pozycje w US\$ i krótkie w obligacjach, koniec procesu odwracania tych pozycji przyniesie powrót mocniejszego dolara i słabszych obligacji. Po przejściowym skoku rentowności w 1kw23 na rynkach bazowych reszta roku powinna przebiegać pod znakiem ich spadku. €/US\$ będzie wahał się w okolicy paritetu lub wyżej. W 1kw23 PLN może przejściowo stracić wraz z osłabieniem obligacji, wzrostem CPI (bez reakcji RP), albo w oczekiwaniu na wyrok TSUE ws kredytów walutowych.

Aktualizacje prognoz na: <https://think.ing.com/forecasts/>

Coraz silniejsze sygnały globalnej dezinflacji

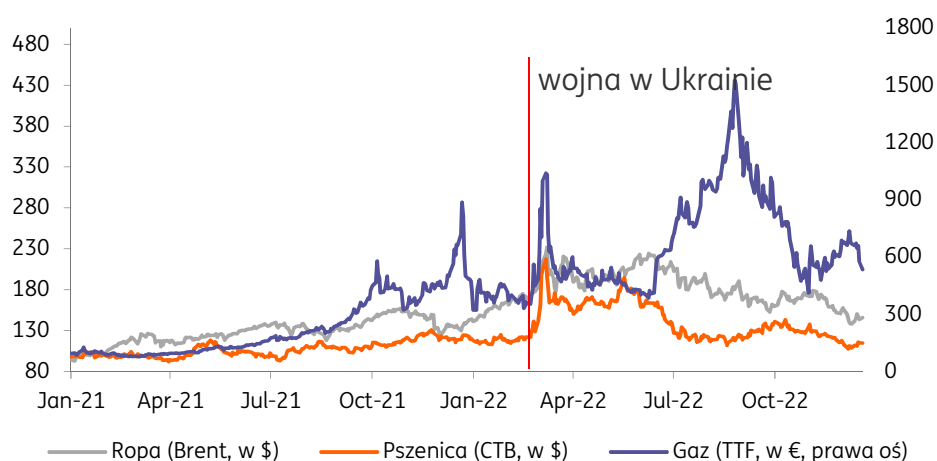
Odbicie gospodarek chińskiej w 1poł23 i zachodnich w 2poł23 przywróć wzrosty cen

Zakłócenia w globalnych łańcuchach dostaw, krotność odchylenia standardowego 1998-2022



Źródło: Fed Indeks: ceny frachtów, czas dostaw, zaległości w zamówieniach.

Ceny surowców (styczeń 2021=100): ceny wciąż wyższe niż przed wojną



Źródło: ING na podstawie danych Bloomberg.

- Pandemia i wybuch wojny wywołały szoki podażowe, które częściowo wyjaśniają wysoką inflację w Polsce i zagranicą.
- W 2022 roku zakłócenia w łańcuchach dostaw istotnie osłabły. Obrazuje to indeks Fed (wykres). Nastąpiła poprawa nierównowagi popytu (spowolnienie gospodarcze) i podaży (wzrost dostaw) jaką znamy z pandemii. Dane z USA i Eurolandu pokazują skutki tej poprawy: niższa inflacja towarów z USA (np. samochodów), odbicie produkcji z Niemiec i Polski.
- Także drugi szok zaczął wygasać w 2poł22. Ceny gazu, ropy i pszenicy istotnie spadły w stosunku szczytów jakie osiągnęły po wybuchu wojny (ropa i pszenica), albo w 3kw22 (gaz). Wciąż jednak są one wyższe niż przed pandemią.
- Zakłócenia dostaw powinny dalej wygasać, ale na przełomie 2022-23 roku problemem będzie zbyt szybkie otwarcie chińskiej gospodarki. Tamtejsze władze złagodziły politykę zero-Covid w gru-22, znosząc wiele obostrzeń (w lockdownach było 50% kraju) i przyspieszając szczepienia seniorów. Nowy rząd postawił też na stymulowanie koniunktury (np. wspierając deweloperów). To powinno „udrożnić” łańcuchy dostaw, chociaż obawiamy się, czy chińska służba zdrowia opanuje nowe fale pandemii. Lekki skok indeksu w 4Q22 pokazuje negatywne efekty szybkiego otwarcia.
- Obawiamy się, powrotu wysokich cen gazu i metali przemysłowych. W 2poł22 Chiny konsumowały mniej niż zwykle gazu (20%) i metali. Ponowne otwarcie tej gospodarki spowoduje skok popytu i cen. Spodziewamy się także 30-40% wzrostu cen gazu w 3kw23, kiedy Zachód będzie uzupełniał magazyny na zimę 2023-24. Pomimo rekordowych cen w 2022, moce wytwórcze producentów surowców niewiele wzrosły, gdy popyt wróci po odbiciu gospodarki globalnej ujawni się strukturalny deficyt z wyższymi cenami równowagi.

USA: Dezinflacja w gospodarce na krawędzi recesji.

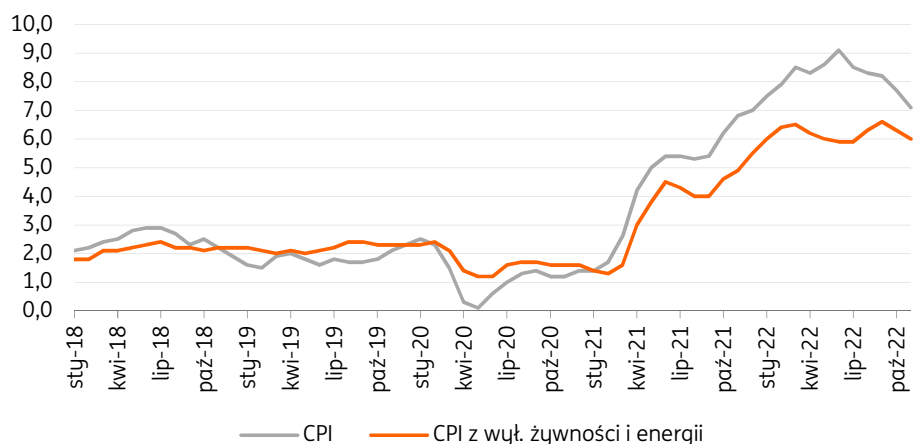
Płaskowyz inflacji bazowej podsyca oczekiwania na rychły pivot Fed.

Porównanie grudniowej i wrześniowej projekcji Fed, %

	2022	2023	2024	2025	Długi termin
Wzrost PKB	0,5	0,5	1,6	1,8	1,8
Projekcja wrzesień 2022	0,2	1,2	1,7	1,8	1,8
Stopa bezrobocia	3,7	4,6	4,6	4,5	4,0
Projekcja wrzesień 2022	3,8	4,4	4,4	4,3	4,0
Deflator PCE	5,6	3,1	2,5	2,1	2,0
Projekcja wrzesień 2022	5,4	2,8	2,3	2,0	2,0
Bazowy deflator PCE	4,8	3,5	2,5	2,1	n/a
Projekcja wrzesień 2022	4,5	3,1	2,3	2,1	n/a
Stopa funduszy Fed	4,4	5,1	4,1	3,1	2,5
Projekcja wrzesień 2022	4,4	4,6	3,9	2,9	2,5

Źródło: Fed.

Inflacja CPI i inflacja bazowa, %, r/r



Źródło: Macrobond.

- Na ostatnim posiedzeniu w połowie grudnia, Fed podniósł stopy procentowe o 50pb do przedziału 4,25-4,50% po podwyżkach o 75pb na czterech ostatnich posiedzeniach FOMC. Retoryka Fed była umiarkowanie jastrzębia. W porównaniu do projekcji z września, najnowsze projekcje makroekonomiczne Fed na lata 2022-25 zakładają słabszy wzrost PKB, nieznacznie wyższą stopę bezrobocia, także wyższą inflację bazową i wyższą stopę funduszy Fed.
- Według Powella stopy pozostaną na podwyższonym poziomie tak długo, dopóki upewni się, że inflacja spada w sposób trwały. Pomimo podwyższonej inflacji oczekiwania inflacyjne są dobrze zakotwiczone. Jednakże trwałe obniżenie inflacji będzie – według Powella – wymagać dłuższego okresu wzrostu PKB poniżej potencjału i złagodzenia rynku pracy. Spodziewamy się, że stopy Fed dojdą do 5%, ale podwyżka w lutym o 50pb powinna być ostatnia w obecnym cyklu.
- Choć Prezes Fed nie zakłada recesji w USA w 2023, to jednak konsensus analityków wskazuje na jej wystąpienie z prawdopodobieństwem 65%. Po płytkiej technicznej recesji w 1poł22 i odbiciu w 3kw22, na spowolnienie wpływa spadek inwestycji prywatnych i dosyć wolny wzrost konsumpcji prywatnej. Dane wysokiej częstotliwości sugerują jednak wyraźne osłabienie koniunktury w 4kw21 (przemysł, sprzedaż detaliczna) i pogorszenie oczekiwań (ISM, PMI) i osłabienie rynku nieruchomości. Nastroje konsumentów są jednak niezłe.
- Za spadkiem tempa inflacji CPI stoją spadki cen energii, ale dezinflacja w indeksie inflacji bazowej jest stopniowa i może okazać się krucha - wynika m.in. ze spadku cen samochodów używanych i czynszów. Napięty rynek pracy i podwyższone tempo wzrostu wynagrodzeń są ryzykiem dla dezinflacji, także presja w łańcuchach dostaw przestała ostatnio się poprawiać.

Strefa euro: EBC spóźniony w walce z uporczywą inflacją

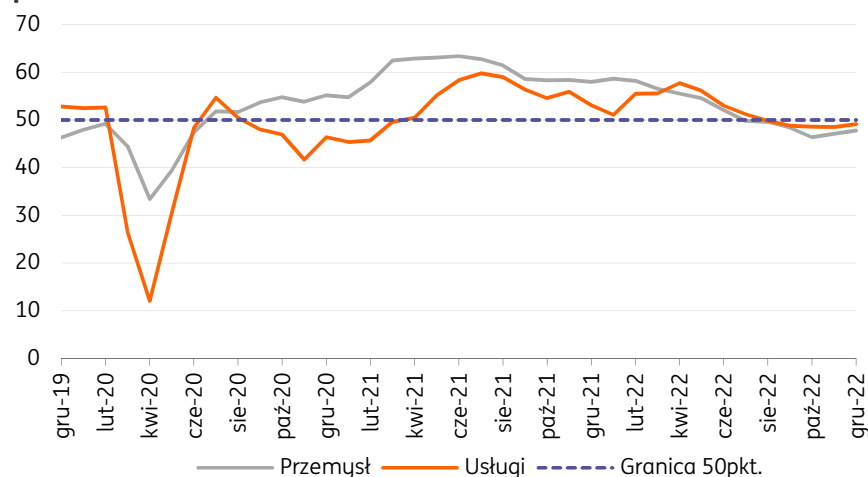
Wysoka projekcja inflacji bazowej uzasadnia zaostrzenie nastawienia EBC w grudniu.

Porównanie grudniowej i wrześniowej projekcji EBC, %

	2022	2023	2024	2025
Wzrost PKB	3,4	0,5	1,9	1,8
Projekcja wrzesień 2022	3,1	0,9	1,9	n/a
Stopa bezrobocia	6,7	6,9	6,8	6,6
Projekcja wrzesień 2022	6,7	6,9	7,0	n/a
Inflacja HICP	8,4	6,3	3,4	2,3
Projekcja wrzesień 2022	8,1	5,5	2,3	n/a
Inflacja bazowa	3,9	4,2	2,8	2,4
Projekcja wrzesień 2022	3,9	3,4	2,3	n/a
3M stopa EURIBOR (zał. tech.)	0,4	2,9	2,7	2,5
Projekcja wrzesień 2022	0,2	2,0	n/a	n/a

Źródło: EBC.

PMI w strefie euro w obszarze recesyjnym już od pół roku, pkt.

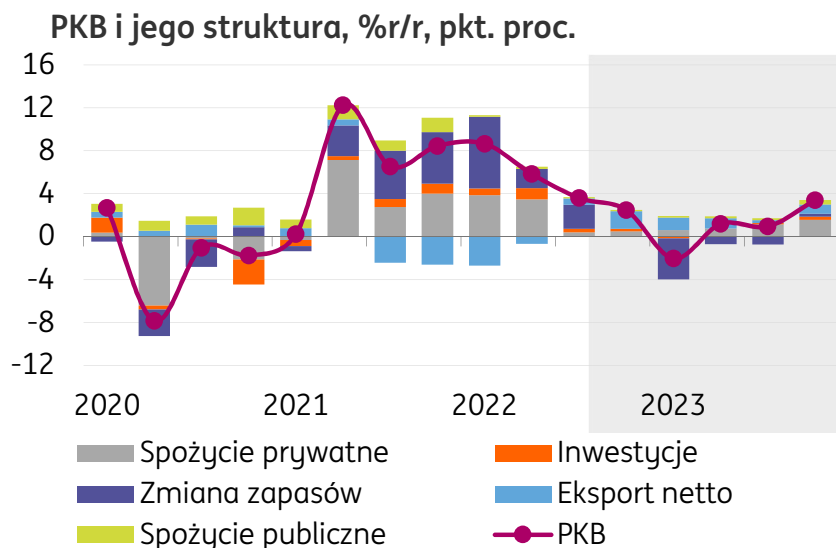


Źródło: Macrobond.

- Choć grudniowa podwyżka EBC o 50pb była zgodna z oczekiwaniami, to jednak zarząd banku zaskoczył jastrzębią retoryką. Podwyżkę uzasadniono znaczną korektą w górę prognoz inflacji w górę, aby nad nią zapanować EBC planuje „schłodzić” popyt krajowy! Prezes C. Lagarde zapowiedziała dalsze podwyżki stóp procentowych o 50pb na kolejnych posiedzeniach (luty i marzec) oraz powiedziała, że rynkowe oczekiwania dot. przyszłych stóp procentowych są zbyt niskie, a obniżyć inflację do celu 2%.
- EBC zaskoczył także zapowiedziami szybszego zacieśnienia ilościowego poprzez mniejszą skalę reinwestowania zapadających obligacji (€15mld/miesiąc do końca 2kw23).
- Wg Prezes ECB dalsze ryzyka inflacyjne to podwyżki cen energii i żywności (chodzi zapewne o planowane wysokie podwyżki w 1kw23, wysokie ceny gazu nie zostały jeszcze przerzucone na klientów), wzrost oczekiwań inflacyjnych i obawy o wzrost płac w mocno uzwiązkowionym Eurolandzie.
- W grudniowej projekcji, eksperci EBC podnieśli prognozy inflacyjne i obniżyli krótkoterminowe prognozy wzrostu PKB. Eksperci EBC oczekują płytkiej recesji w 4kw22 i 1kw23.
- Inflacja bazowa w br. ma wynieść średnio 3,9% w 2022, a następnie 4,2% w 2023, 2,8% w 2024 i 2,4% w 2025. Silny wzrost prognoz inflacji bazowej na 2023-24 uzasadnia zaostrzenie kursu EBC. Spodziewamy się, że w tym cyklu zacieśnienia stopy EBC zostaną jeszcze podniesione o 150pb.
- Z jednej strony pamiętamy dwa przypadki spóźnionych podwyżek ECB w 2008 i 2011 roku, po których szybko następowały obniżki. Z drugiej perspektywy inflacyjne w Eurolandzie są gorsze niż w USA. W odróżnieniu od USA Euroland boryka się nie tylko z szokiem pandemicznym, ale także energetycznym - drogi gaz wróci latem 2023.

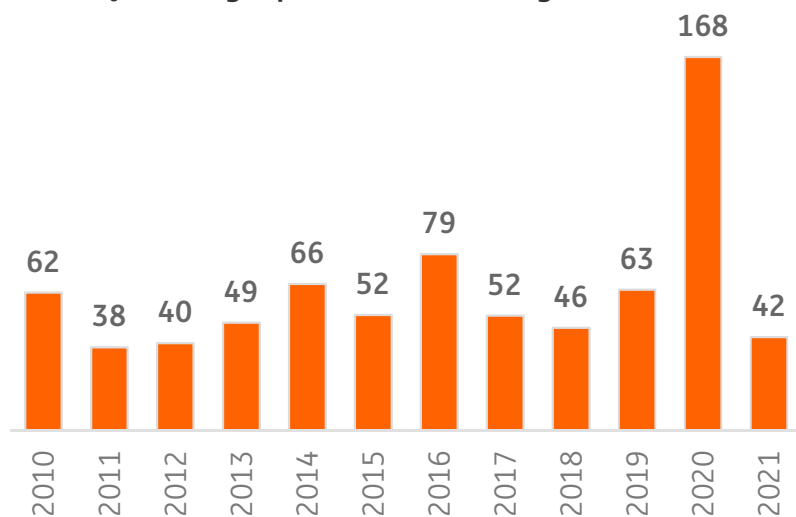
PKB: Znaczące spowolnienie gospodarcze w 2023.

Słaby początek roku i nadzieje na poprawę koniunktury w kolejnych kwartałach.



Źródło: GUS, ING.

Oszczędności gospodarstw domowych, mld PLN



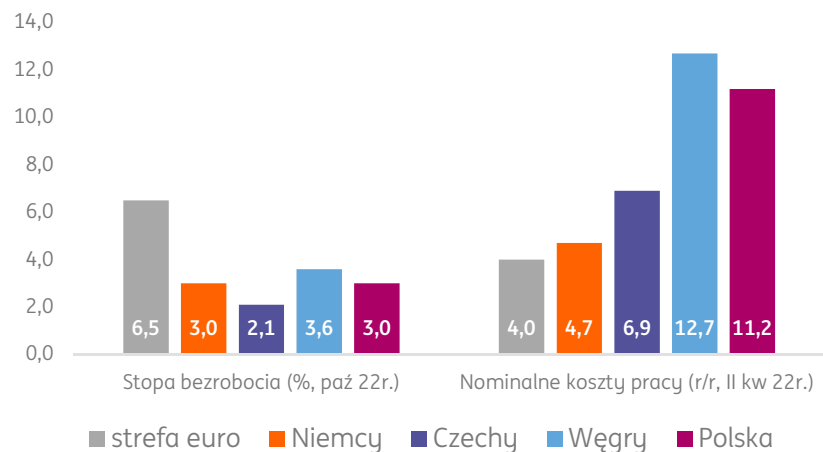
Źródło: Eurostat.

- W 2023 polska gospodarka będzie się mierzyła z szeregiem przeciwności: (1) wysoką inflacją (wzrost płac wyższy od inflacji wróci dopiero w 4kw23), (2) skutkami zacieśnienia polityki pieniężnej w Polsce i zagranicą, (3) (płytką) recesją w Eurolandzie i Niemczech, (4) wojną w Ukrainie, która silnie pogorszyła nastroje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.
- Prognozujemy, że **wzrost PKB wyhamuje z ~5% w 2022 do ~1% w roku 2023. Nasze prognozy są bliskie konsensusowi, który zgodnie koncentruje się ~0,5-0,7%**. Niewielkie wahania prognoz wokół niego nie mają istotnego znaczenia zważywszy na skalę niespójności i rewizji danych GUS. W 1kw23 PKB zanotuje spadek r/r, z ryzykiem technicznej recesji w 4kw22-1kw23. Słabości konsumpcji i inwestycji będzie towarzyszył pozytywny wkład eksportu netto do PKB, wynikający z niskiego tempa importu i zakończenia rekordowych wzrostów zapasów. Mniejsze zapasy będą miały negatywny wkład do PKB w 2023.
- Wyjątkowo dużą niepewnością obarczone są prognozy struktury PKB. Spodziewamy się, że **konsumpcja wzrośnie w 2023 o 1,8% z ryzykiem niższego wzrostu** z uwagi na silny szok inflacyjny podkopujący realne dochody rodzin. Z kolei czynniki wspierające konsumpcję to: (1) duże oszczędności z czasu pandemii (znaczna część ulokowana w obligacje MinFin albo waluty), (2) nowe (na razie celowane, a przed wyborami bardziej powszechne) wydatki socjalne przed wyborami 2023.
- **Oczekujemy wzrostu inwestycji w 2023 o zaledwie 0,9%**. Niepewność spowodowana przez szok inflacyjny i wojnę spowodowała, że plany nowych inwestycji firm są najniższe od 2014 roku (z wyłączeniem 2020). Z drugiej wsparciem dla inwestycji mogą być: konieczna transformacja energetyczna czy wybory samorządowe w 2024. Gdyby któreś z ryzyk złagodniało możliwa jest poprawa inwestycji firm.

Rynek pracy: stabilizacja stopy bezrobocia na niskim poziomie

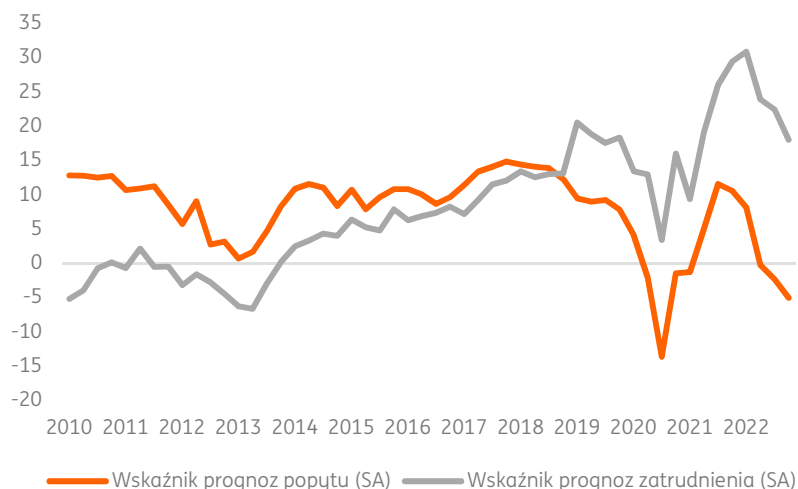
Dynamika płac powinna stopniowo spadać, ale z ryzykiem dodatnim.

Sytuacja na rynku pracy w PL na tle krajów UE.



Źródło: Eurostat

Prognozy zatrudnienia lepsze niż dla popytu



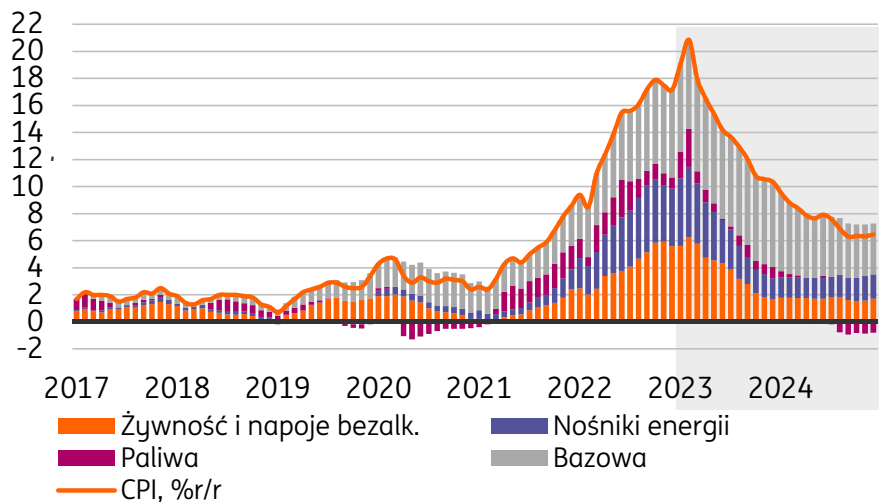
Źródło: Szybki Monitoring NBP, odsezonowane dane

- Sytuacja na krajowym rynku pracy wygląda relatywnie korzystnie na tle innych krajów UE. Według Eurostatu, w październiku br. stopa bezrobocia w Polsce wyniosła zaledwie 3,0%, co było porównywalne do innych krajów regionu, ale znacznie poniżej 6,5% dla całej strefy euro. Stopa bezrobocia rejestrowanego w październiku ukształtowała się na historycznie niskim poziomie 5,1%. Niskiej stopie bezrobocia towarzyszy relatywnie wysoka (względem innych krajów EU) dynamika wynagrodzeń. Przeciętna płaca w gospodarce narodowej wzrosła o 14,6% r/r (3 kw. br.), zaś dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw to 13,9% r/r (XI br.)
- W kolejnych latach, wraz ze spowolnieniem aktywności gospodarczej, obserwowany będzie niższy popyt na pracę. W naszej opinii doprowadzi to pewnego osłabienia dynamiki płac (do 12,5% w 2023 r. i 8,5% w 2024 r.), aniżeli znaczącego wzrostu bezrobocia (5,8% w 2023 r. i 5,2% w 2024 r. dla bezrobocia rejestrowanego). Ostatnie lata pokazały bowiem, że zatrudnienie w niewielkim stopniu reaguje na zmiany popytu, co wynika z tego, że firmy próbują zapobiec późniejszym kłopotom z brakami kadrowymi.
- Istnieje wysokie ryzyko, że wzrost wynagrodzeń okaże się wyższy od prognozy, co może przełożyć się na dodatkową presję inflacyjną. W 2023 nastąpi znaczący wzrost płacy minimalnej (z 3010PLN w 2022, do 3490PLN od sty-23 i 3600PLN od lip-23). Łącznie to 19,6%, co wpłynie nie tylko na wynagrodzenia najniżej zarabiających, ale także doprowadzi do nasilenia żądań płacowych pozostałych pracowników. Żądaniom mogą sprzyjać aktualnie wysokie zyski w wybranych sektorach gospodarki oraz wysoka inflacja. Warto jednak wspomnieć, że rola tego ostatniego czynnika może być ograniczona ze względu na niską skalę indeksacji płac.

CPI: Rok 2023 pod znakiem dezinflacji ale cel NBP odległy.

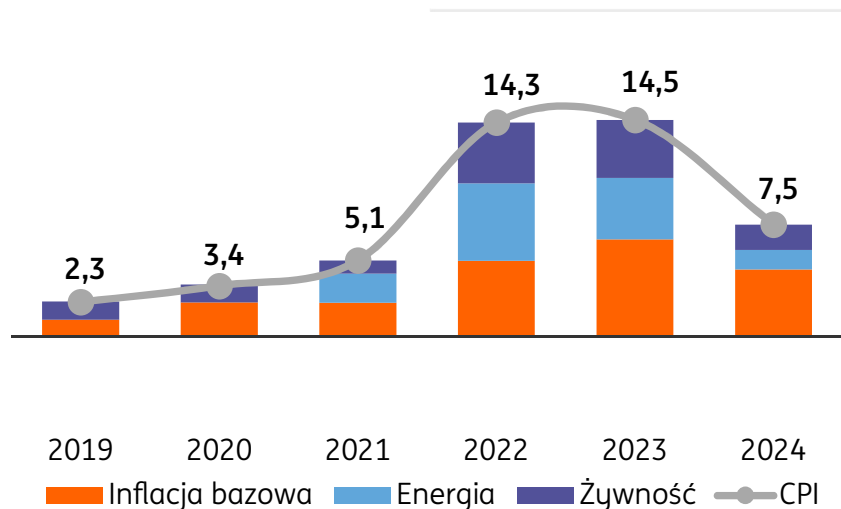
Inflacja bazowa pozostanie uporczywie wysoka, a ceny energii mogą wzrosnąć w 2024.

Inflacja CPI, %r/r, pkt. proc.



Źródło: GUS, ING.

Źródła wzrostu cen, %r/r, pkt. proc.



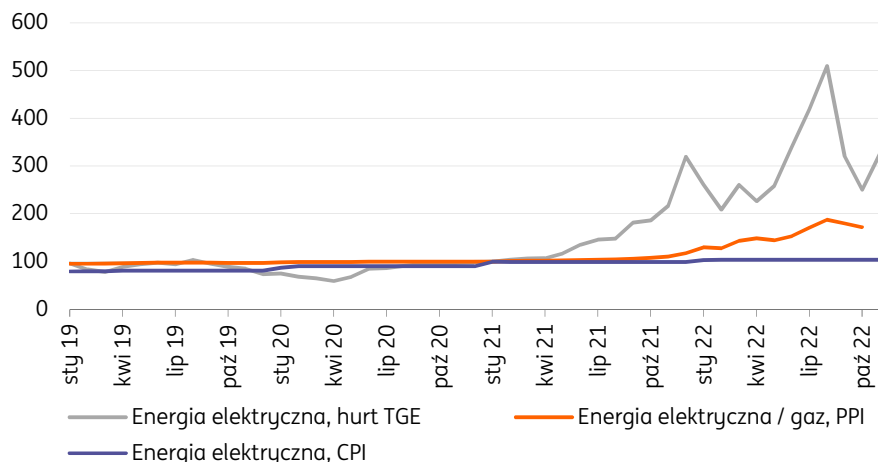
Źródło: ING.

- Podzielamy powszechne przekonanie rynku, że **2023 będzie rokiem dezinflacji** zagranicą i w Polsce. Oceniamy jednak, że skala tego zjawiska w kraju może być mniejsza niż zakłada konsensus, także struktura CPI pogorszy się, coraz większy wkład do CPI będzie miała uporczywie wysoka inflacja bazowa. Naszym zdaniem, w 4kw23 inflacja CPI **pozostanie dwucyfrowa (14,5%), a w 2024 (7,5%) powyżej celu NBP.**
- Dwa główne powody spodziewanego spowolnienia tempa wzrostu cen w 2023 to **wolniejszy wzrost cen paliw i źródeł energii** wraz ze stabilizowaniem się cen surowców energetycznych zagranicą oraz wprowadzeniem kosztownych tarcz antyinflacyjnych w Polsce. Pozytywny wpływ tych zjawisk na kształtowanie się cen w Polsce będzie ograniczany przez przywrócenie od początku roku podstawowych stawek VAT na benzynę i olej napędowy oraz gaz i energię elektryczną.
- Pomimo spadku, ceny prądu i gazu są one nadal ok. dwuipółkrotnie i ponad trzykrotnie wyższe niż w połowie 2021 (przed wybuchem obecnego kryzysu energetycznego). Po pierwsze, oznacza to, że na rynku nieregulowanym, gdzie zaopatrują się duże firmy, nadal będzie miał miejsce wzrost cen źródeł energii. **Wiele firm będzie odnawiało umowy na dostawy energii po zdecydowanie wyższych cenach.** Impuls kosztowy z tego tytułu będzie przenoszony na ceny wyrobów gotowych (efekty wtórne), utrzymując inflację bazową na wysokim poziomie. Po drugie, działania na rzecz zamrożenia cen prądu i gazu dla gospodarstw domowych i podmiotów wrażliwych, powodują **nawis inflacyjny w cenach energii**, który będzie generował presję na wzrost cen w 2024 i kolejnych latach.
- W 2023 prognozujemy średnioroczny wzrost CPI na 14,5%, wobec wzrostu cen konsumpcyjnych o 14,3% w 2022.**

Energetyczny „nawis” inflacyjny.

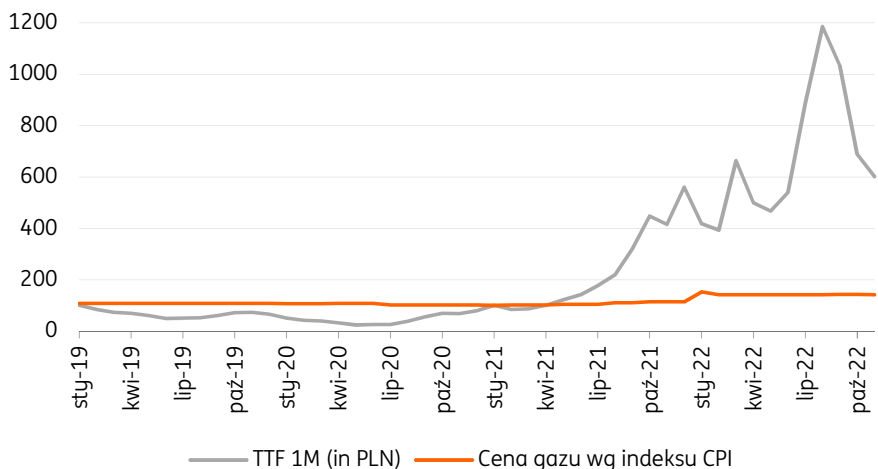
Korygowanie taryf oderwanych od rynkowych cen paliw rozpocznie się w 2024.

Energia elektryczna, styczeń 2021=100



Źródło: Eurostat, Bloomberg.

Gaz ziemny, styczeń 2021=100



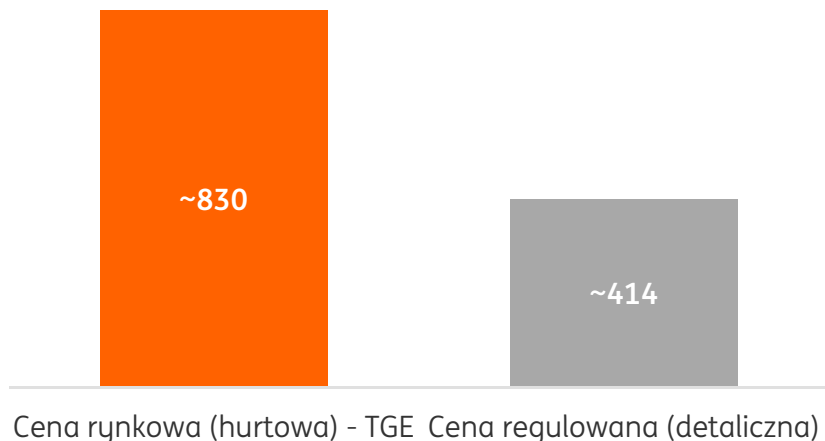
Źródło: Eurostat, Bloomberg.

- Kontrola cen energii dla użytkownika końcowego doprowadziła do dużej dysproporcji między detalicznymi cenami prądu i gazu a cenami hurtowymi. Jej korekta rozpocznie się w 204 i może skutkować skokowym wzrostem cen (decyzja regulatora i rządu). Jednocześnie segmentacja rynku skłoniła podmioty nieobjęte pomocą do przerzucania wyższych kosztów energii na własne ceny detaliczne .
- W okresie od początku 2021 roku do listopada 2022, ceny energii elektrycznej w indeksie cen konsumenta wzrosły o niespełna 4%, podczas gdy hurtowe ceny energii wzrosły o 225%, a ceny w indeksie PPI „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i parę wodną” wzrosły o ponad 70%.
- Dla cen gazu ziemnego analogiczne dysproporcje są nawet wyższe – ceny detaliczne gazu (w indeksie CPI) wzrosły we wspomnianym okresie o 42%, a ceny hurtowe gazu wzrosły o 500% i to po głębokiej korekcie od połowy sierpnia.
- Na skalę nawisu inflacyjnego w cenach prądu i gazu wskazują też ostatnie decyzje URE z gru-22 potwierdzające wzrost kosztów uzasadnionych dostawców. Dla energii elektrycznej koszty produkcji (nie taryfy, bo będą zamrożone) wzrosły o 67%/r (693zł/MWh w 2023 z 414zł w 2022), a gazu o 225%/r (650zł/MWh w 2023 z 200zł w 2022). Skala „odmrożenia” cen w 2024 r. jest nieznana, teoretycznie może być to trzycyfrowy wzrost obu taryf, decyzja należy do regulatora i rządu, będzie też zależała od tego czy powrócą wysokie ceny gazu i węgla na rynkach międzynarodowych.
- Wg naszego [badania](#) z sierpnia przerzucanie kosztów energii na klienta to najbardziej powszechny sposób reakcji firm na szok energetyczny, na razie udało się przenieść połowę wzrostów kosztów. Przerzucają duże firmy, nie mające pomocy rządowej, a po odmrożeniu taryf w 2024 zapewne też pozostałe.

Rozwiązania w zakresie detalicznych cen energii na 2023.

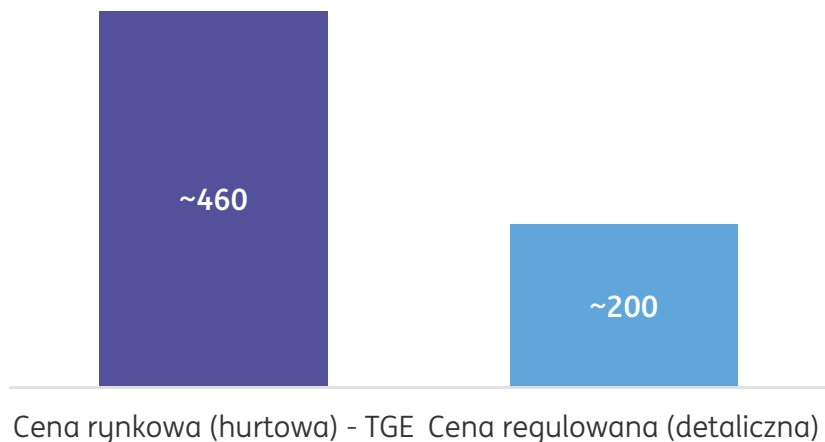
Administracyjne ograniczenia cen prądu i gazu przenoszą presję na ich wzrost na 2024.

Cena energii elektrycznej, PLN/MWh, listopad 2022



Źródło: GUS, ING, TGE.

Cena gazu ziemnego, PLN/MWh, listopad 2022



Źródło: GUS, ING, TGE.

Energia elektryczna

- Ceny prądu dla gospodarstw domowych i odbiorców wrażliwych w 2023 mają być utrzymane na poziomie z 2022.
- W 2022 cena netto prądu 4 głównych dystrybutorów z urzędu wynosiła ok. PLN414/MWh.
- Stała cena z 2022 obowiązuje do rocznego limitu zużycia 2MWh (gospodarstwa domowe), 2,6MWh (osoby niepełnosprawne) i 3,0MWh (rodziny wielodzietne i rolnicy).
- Po przekroczeniu limitu cena netto nie może wzrosnąć powyżej PLN693/MWh dla gospodarstw domowych i PLN785/MWh dla podmiotów wrażliwych (JST, MŚP, etc.).

Gaz

- Cena netto gazu w 2023 będzie „zamrożona” na poziomie z 2022 tj. PLN200,17/MWh (bez limitu zużycia).

VAT

- Od początku 2023 stawki VAT na prąd i gaz zostaną przywrócone do 23% z odpowiednio 5% i 0%.

Szacowany wpływ na CPI

- W przypadku pełnego przełożenia wyższych stawek VAT na ceny energii oraz opłaty dystrybucyjne przeciętny rachunek za prąd wzrośnie od stycznia 2023 o ok. 17%, a rachunek za gaz o 23%. W takim scenariuszu podbiłyby to roczną inflację o ok. 1,3pp.
- Kluczowym udziałowcem w spółkach energetycznych jest skarb państwa, który będzie wywierał presję na zaabsorbowanie części wzrostu VAT przez dystrybutorów. Może to ograniczyć skalę wpływu wzrostu stawek VAT na wysokość rachunków.

Sytuacja budżetowa pod presją kryzysu energetycznego.

Rząd odchodzi od obniżek VAT, ale stabilizowanie cen energii nadal będzie kosztowne.



Rządowa Tarcza
Antyinflacyjna



Rządowa Tarcza
Energetyczna








Rządowa Tarcza
Solidarnościowa

- W latach 2022-23 finanse publiczne są pod presją kosztów związanych z kryzysem energetycznym, przy wciąż hojnej polityce społecznej (13te, 14te emerytury) i cięciach podatków bezpośrednich (wyższa kwota wolna i obniżka pierwszej stawki PIT).
- W 2022 budżet poniósł znaczne koszty z tytułu tarczy antyinflacyjnej, na którą składały się obniżki stawek VAT na prąd, gaz, ogrzewanie, paliwa i żywność oraz niższe stawki akcyzy i zwolnienia z podatku od sprzedaży detalicznej. Szacujemy, że łącznie wspomniane rozwiązania kosztowały budżet ok. 1% PKB.
- Także w 2022 budżet państwa ponosił koszty (0,5%PKB) związane z rządową tarczą energetyczną, a w szczególności rekompensatami z tytułu zamrożenia cen gazu i dodatkami do źródeł energii (węgiel i inne źródła ogrzewania).
- W 2023 ciężar stabilizowania cen energii przechodzi z tarczy antyinflacyjnej (obniżki podatków) na tarczę energetyczną i solidarnościową. Przywróceniu stawek VAT będą towarzyszyły rozwiązania na rzecz zamrożenia cen netto energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych i wrażliwych podmiotów na poziomie z 2022.
- Mrożenie cen netto energii będzie się wiązało z koniecznością wypłat wysokich rekompensat dla dystrybutorów. W przypadku energii elektrycznej są one szacowane na PLN23mld, a w przypadku gazu na PLN29mld (łącznie ok. 1,6% PKB). Rekompensaty mają być finansowane przez Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, który ma być m.in. zasilany środkami ze sprzedaży uprawnień do praw emisji Co2. Środki z tego źródła będą jednak niewystarczające do pokrycia wszystkich rekompensat. Rząd planuje także przenieść część kosztów na firmy energetyczne.

Działania fiskalne łagodzące inflację energii w 2022.

Większość rozwiązań koncentrowała się po stronie dochodowej budżetu.

Cięcia podatków pośrednich

Stawki VAT		Gru'21	Sty'22	Lut'22	Sty'23
Benzyna i diesel		23%	23%	8%	23%
Prąd		23%	5%	5%	23%
Żywność		5%	5%	0%	0%
Gaz		23%	8%	0%	8-23%
Ogrzewanie		23%	8%	5%	23%

Cięcia akcyzy na paliwa i energię elektryczną

~1% PKB



Subsydia do energii

		PLN	
Węgiel		3000	~0,5% PKB
Pellet		3000	
Drewno		1000	
LPG		500	
Olej grzewczy		2000	

Dopłaty do nawozów

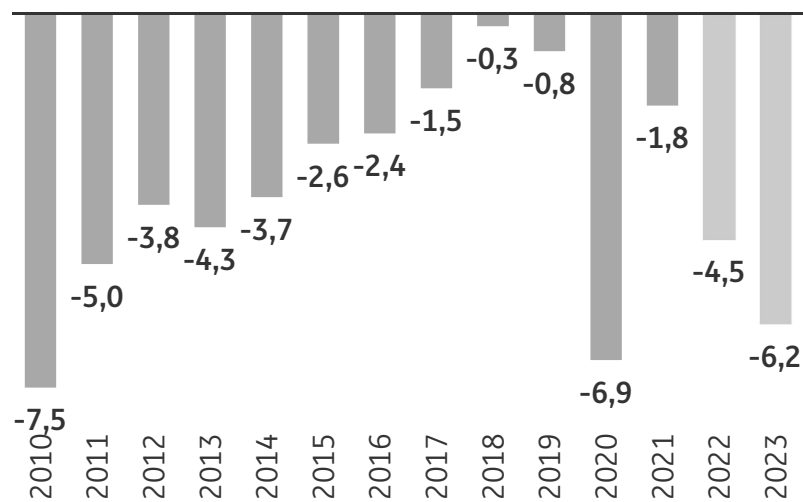
		PLN
Ziemia uprawna		500 na ha
Łąki i pastwiska		250 na ha

(w celu skompensowania cen nawozów)

Sytuacja fiskalna: W 2023 deficyt przekroczy 6% PKB.

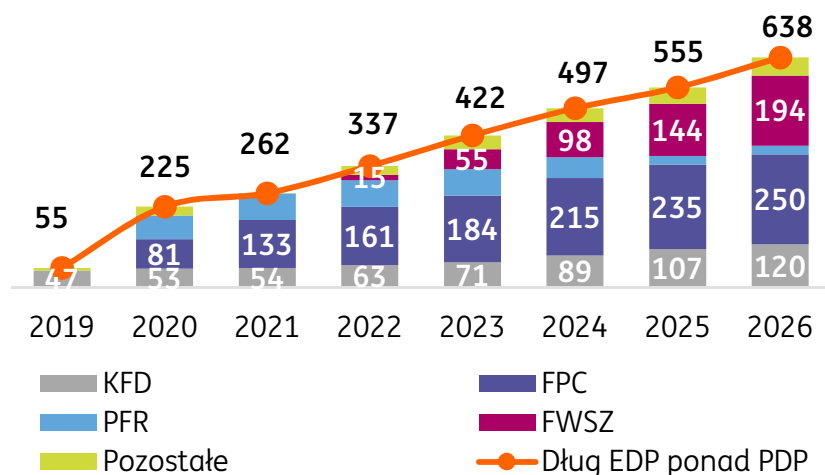
Rosnąca rola funduszy pozabudżetowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych.

Wynik sektora *general government*, %PKB.



Źródło: Eurostat, ING.

Różnica między długiem EDP a PDP, mld PLN



Źródło: ING, Ministerstwo Finansów.

- Obok kosztów związanych z kryzysem energetycznym wysoki poziom deficytu w 2023 będzie także związany z planowanym **zwiększeniem wydatków na obronę narodową**.
- **Polska realizuje zakrojony na szeroką skalę program zakupu uzbrojenia.** Nowo utworzony Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych ma w latach 2022-26 pozyskać na ten cel PLN194mld. Zakupy mają być finansowane z pożyczek od dostawców sprzętu i kredytów, raczej nie emisji obligacji.
- **Projekt ustawy budżetowej zakłada potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa w 2023 w wysokości PLN110,5mld i potrzeby brutto na poziomie PLN260,7mld (odpowiednio PLN59,4mld i PLN233,8mld w 2022).** W praktyce mogą one okazać się wyższe m.in. z uwagi na wydłużenie obowiązywania zerowej stawki VAT na żywność. Potrzeby poza budżetem centralnym wynoszą ok. PLN80mld.
- **Duża część finansowania potrzeb pożyczkowych, w tym związanych z kosztami fiskalnymi kryzysu energetycznego oraz zakupami uzbrojenia, będzie finansowana poza budżetem centralnym, poprzez fundusze celowe w BGK.** W efekcie nastąpi dalszy wzrost zadłużenia sektora *general government* poza państwowym długiem publicznym, powiększając różnicę między wysokością długu według metodologii europejskiej i krajowej.
- Prognozujemy, że **deficyt sektora *general government* wzrósł w 2022 w okolicie 4,5%, a w 2023 rozszerzy się do ok. 6,2% PKB.** Dług publiczny (EDP) szacowany jest na odpowiednio 51,5% PKB i 53,5% PKB, wobec 53,8% PKB w 2021. Poziom długu pozostaje umiarkowany, ale niepokoić mogą szybko rosnące koszty jego obsługi (wg KE w 2023 nawet 2,7% PKB).

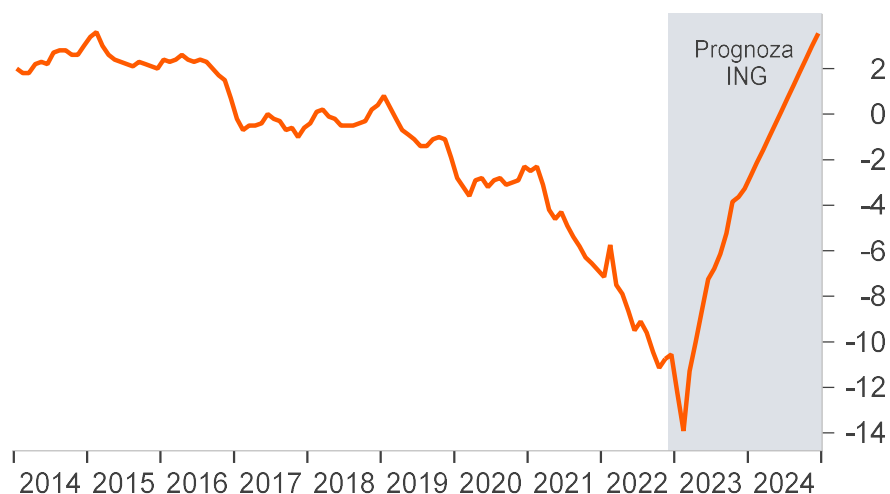
RPP: Koniec cyklu podwyżek, płaskie stopy nawet do 2025.

Uporczywie wysoka inflacja bazowa nie pozwoli na obniżki w 2023 mimo spowolnienia.

Porównanie projekcji NBP – RPP zakończyła cykl podwyżek mimo bardzo odległej perspektywy powrotu inflacji do celu

PKB	2022	2023	2024	2025
VII	4.7	1.4	2.2	
XI	4.6	0.7	2.0	3.1
CPI	2022	2023	2024	2025
VII	14.2	12.3	4.1	
XI	14.5	13.1	5.9	3.5
Inflacja bazowa	2022	2023	2024	2025
VII	8.9	7.5	4.2	
XI	9.1	10.3	6.0	3.6

Stopa referencyjna skorygowana o inflację (prognozy ING) - dodanie realne stopy dopiero w 2poł24

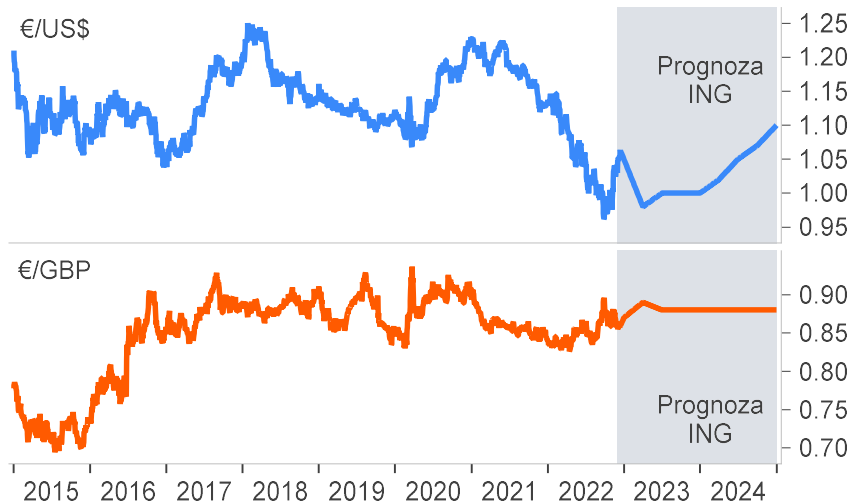


- Choć RPP nie ogłosiła formalnego końca cyklu podwyżek, to de facto dobiegł on końca. Dominująca część Rady uważa, że powolny proces dezinflacji pozwoli uchronić gospodarkę przed silnym hamowaniem PKB i nie ma potrzeby dalszych podwyżek stóp. W ocenie Prezesa NBP przeszłe podwyżki były wystarczające, aby istotnie ograniczyć presję popytową. Członkowie RPP obawiający się, że brak zdecydowanych działań doprowadzi do utrwalenia oczekiwań inflacyjnych i wzrostu kosztów dezinflacji w przyszłości są w mniejszości. Do podwyżki stóp nie przekonała Rady nawet listopadowa projekcja gdzie NBP podniósł ścieżkę inflacji bazowej o 1/3.
- Zarówno nasze prognozy, jak i ostatnia projekcja NBP pokazują, że inflacja nie wróci do celu przed 2025. Według naszych szacunków realna stopa referencyjna znajdzie się na dodatnim poziomie dopiero w 2poł24. Widzimy przy tym szereg ryzyk w górę dla cen konsumpcyjnych, m.in. w związku z potencjalnym ryzykiem ponownego wzrostu surowców w 2023 po otwarciu chińskiej gospodarki. Nie daje to pola do jakichkolwiek obniżek stóp NBP w 2023 mimo spowolnienia koniunktury. Pierwszy realistyczny moment na obniżki stóp to prawdopodobnie 2poł24. Biorąc jednak pod uwagę, że w 2024 inflacja ciągle nie wróci do celu nawet w projekcji NBP, a koniunktura powinna się poprawić, bardziej realistyczny dla obniżek stóp jest 2025.
- W naszej obecne parametry polityki monetarnej tylko nieznacznie oddziałują w kierunku hamowania inflacji: stopa realna pozostaje ujemna, a wakacje kredytowe znacząco osłabiły efekt podwyżek stóp. W efekcie tempo dezinflacji będzie w Polsce znacząco wolniejsze niż np. w gospodarkach rozwiniętych. Oznacza to, że długoterminowe koszty inflacji będą wysokie, np. w postaci spadku realnych wynagrodzeń, czy pogorszeniu konkurencyjności krajowych firm.

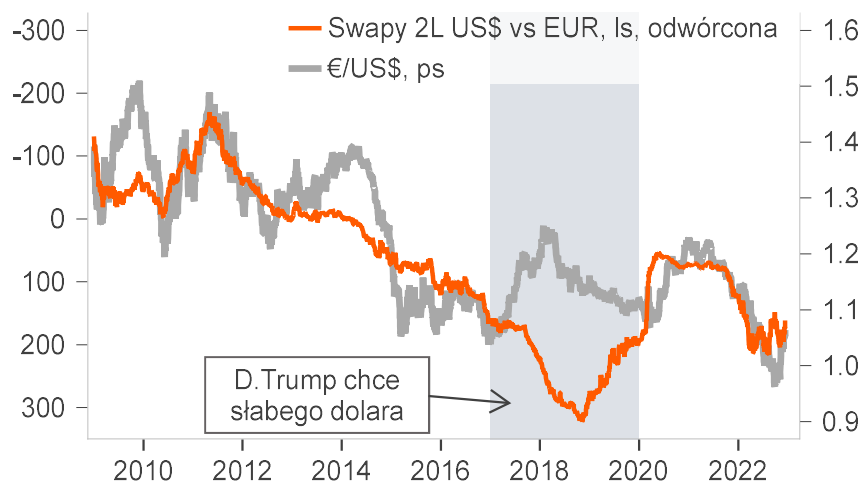
FX: Powrót €/US\$ do parytetu.

Dalsze podwyżki stóp w USA, zima 23/24 może być w Europie trudna.

€/US\$ i €/GBP – umocnienie dolara na początku 2023, potem stabilizacja, osłabienie w 2024.



€/US\$ i swapy US\$ i EUR – spadek odsunięcie oczekiwanego momentu cięć stóp w USA pomoże US\$

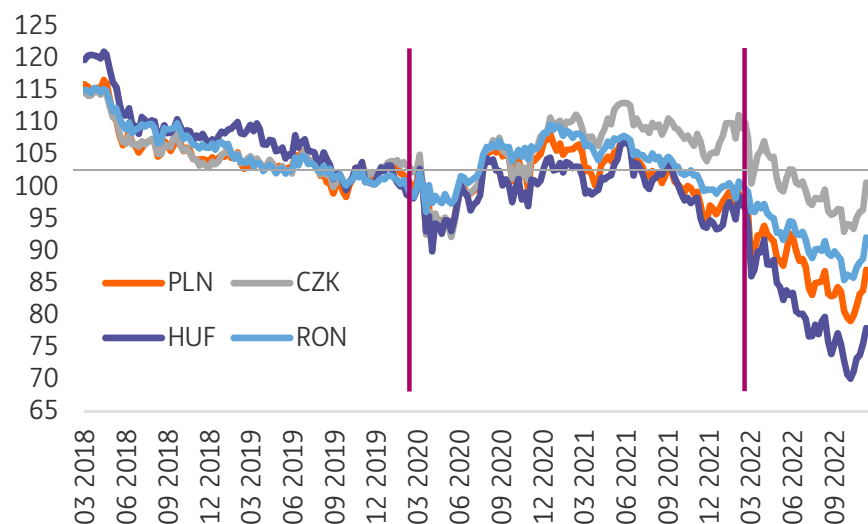


- Spodziewamy się, że w 1poł23 kurs €/US\$ znów zbliży się do parytetu. Osłabienie amerykańskiej waluty w 4kw22 to w dużym stopniu efekt domykania długich pozycji na dolarze, które dominowały w portfelach inwestorów przez większość 2022 roku. Wraz z ustaniem tego procesu, dolar powinien odzyskać, co powinien wspierać nadal korzystny dla dolara dysparytet względem euro (szczególnie, gdyby retoryka Fed odsunęła wyceniany przez rynek moment obniżek stóp w USA w czasie).
- W 2poł23 uwagę rynków prawdopodobnie skupi przygotowanie europejskich gospodarek do kolejnej zimy. Obawiamy się, że bez dostaw gazu z Rosji trudno będzie zapełnić magazyny, szczególnie gdyby popyt na LNG z Chin się odbił (w 2022 spadł o ponad 20%). Jeżeli nałoży się na to bardziej mroźna zima, to zmaterializować się może np. konieczność przymusowego ograniczenia zużycia energii np. w przemyśle. Oznacza to zarówno zagrożenie dla koniunktury, jak i ryzyko pogorszenia bilansu handlowego strefy euro. W efekcie €/US\$ może pozostać blisko parytetu przez cały rok. Widzimy przy tym raczej ryzyko na wyższą ścieżkę €/US\$, biorąc pod uwagę fakt, że w 2023 podwyżki stóp Fed powinny się rozpocząć, a EBC niekoniecznie.
- W 2023 funt powinien być względnie stabilny wobec euro. Dysparytet stóp co prawda przemawia na korzyść GBP. Bank Anglii powinien być jednak bardziej skłonny do obniżek stóp w przyszłym roku niż EBC, biorąc np. pod uwagę zacieśnienie fiskalne w UK. Problemem jest również wysoki deficyt w rachunku obrotów bieżących UK (6% PKB).
- W przyszłym roku para €/CHF może znów przesunąć się wyraźniej po niższej parytetu. Dopóki SNB wciąż obawia się o inflację, powinien nadal chcieć silniejszego nominalnego CHF.

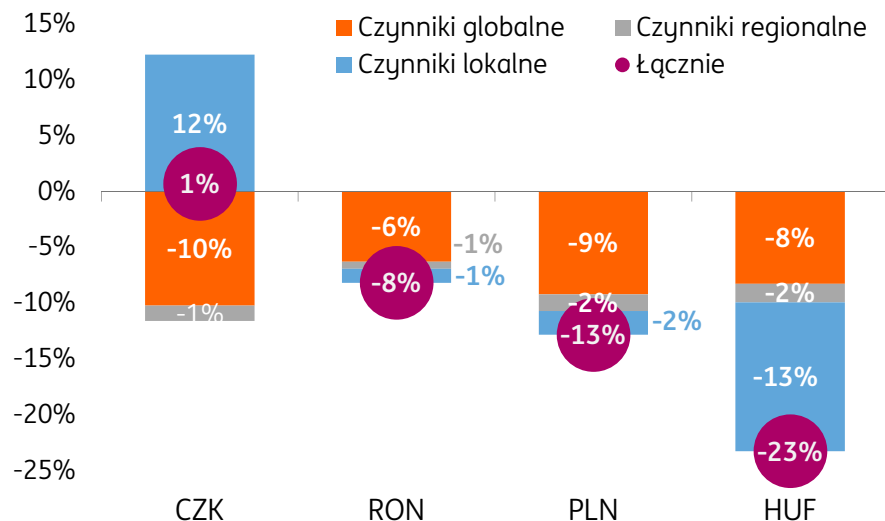
FX: Czynniki globalne determinują zmienność walut CE4...

... ale krajowe fundamenty są kluczowe dla długoterminowych trendów

Zmiany walut CE4 od 2017 – przed 2020 waluty CE4 zmieniały się niemal identycznie, wzrost napięć zwiększył rolę fundamentów



Dekompozycja zmian walut CE4 wobec dolara od marca 2020 – duża rola czynników lokalnych w Czechach i na Węgrzech

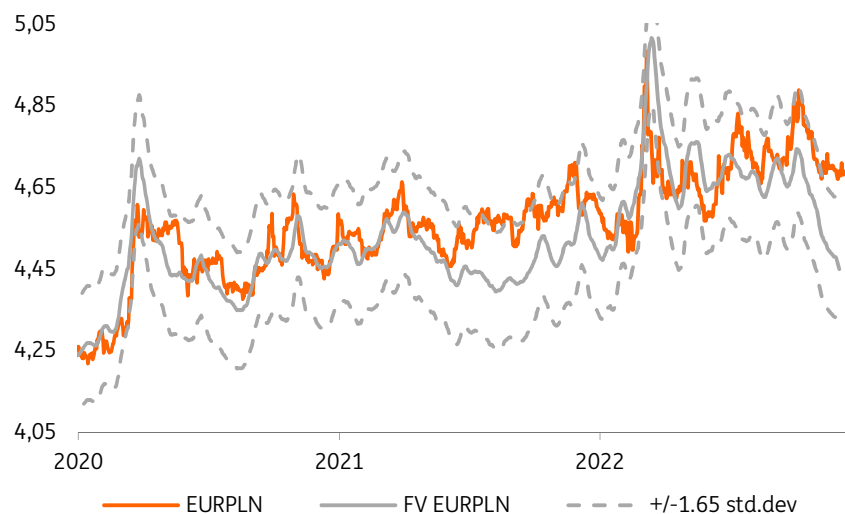


- Dokonałiśmy analizy zachowania walut CE4 do dolara od 2017, starając się wyodrębnić wpływające na nie czynniki. Przed 2020 waluty CE4 poruszały się niemal identycznie, śledząc ogólny sentyment na rynkach. Od marca 2020, tj. rozpoczęcia napięć rynkowych związanych z pandemią, znacząco wzrosła rola krajowych fundamentów. W warunkach podwyższonej niepewności i wysokiej inflacji, czynniki które różnicowały wartość walut CEE4 to: polityka gospodarcza wpływająca na sytuację fiskalną, saldo rachunku bieżącego i inflację.
- Wyróżniają się tu przede wszystkim czeska korona oraz forint. Węgierska waluta od kwartałów wyraźnie traci na tle regionu. Odpowiada za to istotne pogorszenie bilansu handlowego (z nadwyżki Węgry przeszły w duży deficyt), którego nie kompensuje napływ inwestycji, czy środków unijnych (brak dostępu do Funduszu Odbudowy). W przyszłości ryzyko negatywnych niespodzianek dla gospodarki i finansów Węgier jest wysokie. Fundusze unijne do 2027 stanowią 35% ich PKB z 2021 i są przedmiotem dyskusji politycznych. Dokłada się do tego wysoka zależność od importu energii spoza UE. Ponadto ryzykiem jest zahamowanie ciągle wysokiego napływu kapitału na rynek nieruchomości.
- Z kolei korona to najbardziej stabilna waluta regionu. Zawdzięcza to aktywnej polityce kursowej czeskiego banku centralnego, który bronił korony, gdy CNB przestał podnosić stopy albo w okresie napięć wywołanych rosyjską agresją. Czechy są przy tym relatywnie najstabilniej w regionie wyeksponowane na eksport do UE. Relatywnie mniejszy jest też udział importu w lokalnym koszyku energetycznym. Mniejsza jest również zależność korony od dostępności funduszy unijnych na tle CEE4. Wahania korony nie są zbyt istotne z uwagi na niski odsetek długu publicznego w walutach obcych.

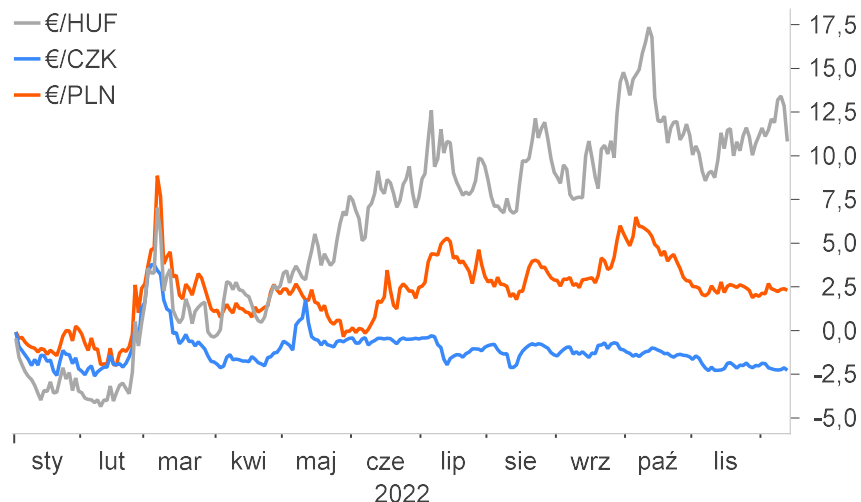
PLN: Słabszy 1kw23, potem stopniowe umocnienie.

Spadek oczekiwań na obniżki Fed dużym ryzykiem dla walut CEE na początku 2023.

Kurs €/PLN według modelu ING – złoty pozostaje niedowartościowany wobec euro o około 3%.



Waluty CEE (zmiana w 2022 w %) – słabe fundamenty uderzyły w forinta, interwencje stabilizowały koronę.

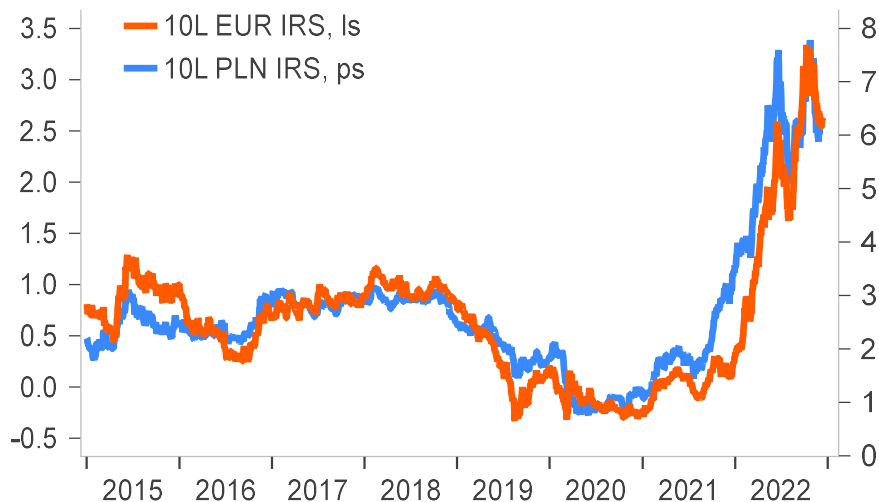


- Złoty odrobił większość strat poniesionych od początku rosyjskiej agresji, ale pozostaje ponad 2% słabszy do euro niż na koniec 2021. **Według naszego modelu** określającego poziom **równowagi dla €/PLN** na podstawie innych zmiennych rynkowych **jest też o około 3% niedowartościowany wobec euro**. Wiążemy to np. z wojną na Ukrainie, czy relacjami z UE.
- **Na początku 2023 widzimy ryzyko większej przeceny złotego**. W końcówce 2022 rynki mocno zdyskontowały pozytywne dla walut CEE szybkie obniżki stóp w USA. Złotemu dodatkowo pomógł optymizm co do odblokowania KPO. Nałożyło się na to domykanie pozycji na osłabienie PLN wobec euro, czy dolara. Z nowym rokiem mogą one być ponownie budowane. Uważamy również, że inwestorzy przelicza się zakładając szybkie obniżki stóp w USA, czy napływy z KPO zaraz w nowym roku. Prawdopodobnie **bardzo słabe dane z krajowej gospodarki z przełomu 2022/23** (szczególnie przemysł i budownictwo) **powinny też wzmacniać oczekiwania na obniżki stóp NBP jeszcze w 2023**. Dodatkowym ryzykiem jest lutowe orzeczenie TSUE ws kredytów walutowych, które może znów zmusić banki do zabezpieczania roszczeń poprzez sprzedaż złotego.
- **Fundamenty stojące za krajową walutą sugerują jednak, że potencjalne osłabienie nie będzie trwałe**. W szczególności oczekujemy poprawy bilansu handlowego np. przez tańsze surowce i niższym import. Pozostanie on w deficycie, ale w wielkości jaką pokryją wpływy ze starego budżetu UE (około €20mld). Prawdopodobne są również kolejne emisje obligacji SP w walutach obcych. Pochodzące z nich środki powinny zostać wymienione na złote na rynku. Ryzyka polityczne traktujemy jako neutralne. Przed wyborami rząd np. może powrócić do antyunijnej retoryki. Sondaże sugerują jednak wygraną opozycji, co przyspieszyłoby dostęp do KPO.

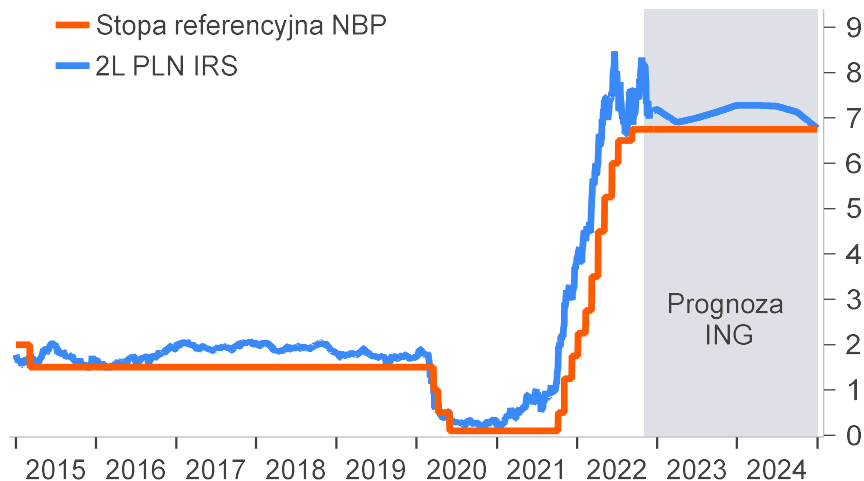
IRS: Stromienie krzywej SPW na początku 2023.

Zagraniczni inwestorzy niefinansowi pomogą w sfinansowaniu potrzeb na 2023.

Rentowności na rynkach bazowych blisko szczytów w tym cyklu. To wyhamuje wzrost długich złotych IRS.



Cykl podwyżek stóp NBP się zakończył. Krótkie stawki IRS powinny się ustabilizować.



- Z początkiem roku spodziewamy się stromienia krzywych IRS oraz SPW. W 1kw23 otoczenie międzynarodowe powinno stać się mniej sprzyjające dla długu: ECB chce szybko rozpocząć QT, inflacja może zaskakiwać w Europie (producenci żądają dużych podwyżek cen, bo przerzucają wysokie koszty), Fed pokaże, że obniżki są odległe od wyceny rynku. To powinno skutkować wzrostem rentowności na rynkach bazowych, co wpływa na długi koniec krzywej w PLN.
- Na krótkim końcu krzywej w PLN nie spodziewamy się dużych zmian w 2023, zarówno w przypadku SPW i IRS. Kierunkowo bardziej prawdopodobne są spadki rentowności w 1kw23. NBP de facto zakończył już cykl podwyżek stóp i nie zmieni tego wysoki odczyt inflacji w lutym 2023. Dane z krajowej sfery realnej powinny na początku 2023 wspierać scenariusz recesji. To z kolei tylko wzmocni oczekiwania na poluzowanie polityki NBP jeszcze w 2023. W dalszej części 2023 stawki powinny zanotować niewielkie wzrosty z uwagi na uporczywie wysoką inflację w kraju.
- Przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe całego sektora finansów publicznych będą wysokie ~PLN190mld netto. **Krajowi inwestorzy mogą kupić PLN90-100mld netto.** Będą to głównie banki, które zmagają się z osłabieniem kredytu i poprawą tempa depozytów. ~PLN30mld poduszkę płynności może też bezpiecznie zmniejszyć MF. Pozostałe PLN60-70mld pokryją inwestorzy zagraniczni, przy czym tylko częściowo w obligacjach złotych. **Nawet PLN40mld może zostać pokryte przez sprzedawców m.in. uzbrojenia,** co oznaczałoby maksymalnie PLN20-30mld do pokrycia przez pozostałych inwestorów zagranicznych. Część tej kwoty może zostać dodatkowo pokryta w walutach obcych. **Nie zapowiada to wzrostu asset swapów o ile rząd nie zdecyduje się na nowe obietnice wydatkowe przed wyborami.**

Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

Michał Rubaszek
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@ing.pl

E Michal.Rubaszek@ing.pl

Disclaimer

- Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Analiz Makroekonomicznych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani dostępnych środków pieniężnych czytelnika. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora(autorów) oraz były aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedzenia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje, różne w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich.
- Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A (nr KRS 0000005459), będącego wytwórcą tej publikacji, została zaaprobowana i jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.