



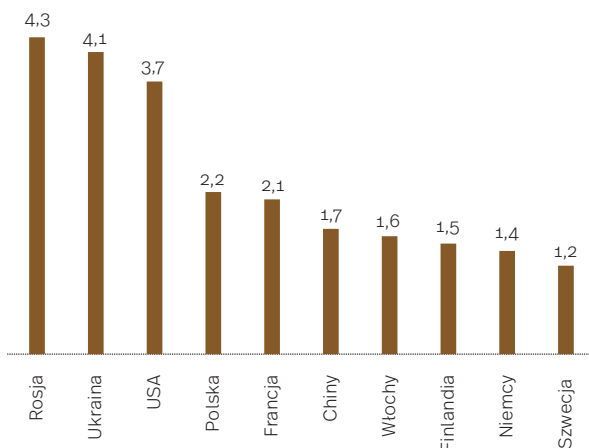
Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

luty 2022 r.

AGRESJA ROSJI PODNIESIE INFLACJĘ I KOSZTY OBSŁUGI DŁUGU

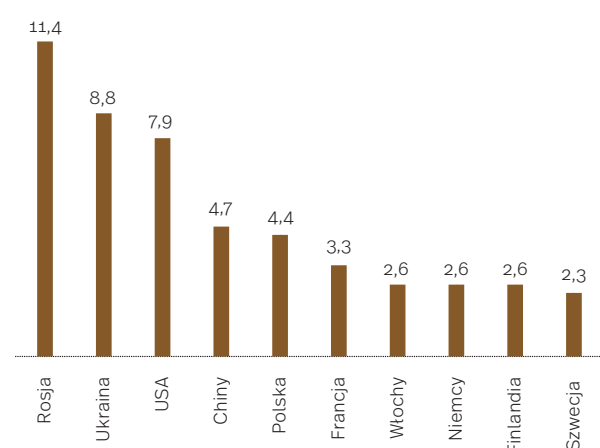
- Agresja Rosji na Ukrainę będzie miała istotne przełożenie na gospodarki europejskie, szczególnie w regionie Europy Środkowej i Wschodniej. Perspektywa obecności wojsk rosyjskich w pobliżu polskiej granicy zmieni postrzeganie kraju przez rynki finansowe. Konsekwencją będzie wzrost kosztów obsługi długu oraz zmiana w strukturze finansowania. **Wzrost cen surowców powiększy inflację, nawet mimo zastosowania tarcz.**
- Bezpośrednie zagrożenie na granicy NATO zmieni percepcję ryzyka związanego z inwestowaniem w Polsce. Skutkiem będzie osłabienie złotego oraz wzrost rentowności długu skarbowego. Zdecydowanie zmieni się też struktura popytu na krajowe obligacje – spodziewamy się, że inwestorzy zaczną preferować papiery wartościowe o krótszym terminie wykupu (poniżej 5 lat). **Zagraniczni inwestorzy prawdopodobnie częściej będą domagać się emisji w walutach zagranicznych.** Rynkowe konsekwencje agresji przedstawiamy w sekcji *Wzrost ryzyka geopolitycznego*.
- Rosyjska agresja na Ukrainę spowodowała wzrost cen surowców energetycznych. Stosunkowo szybko znajdzie on bezpośrednie przełożenie na ceny konsumenckie, zwłaszcza paliwa oraz żywności. Spodziewamy się, że inflacja przekroczy 10 proc. prawdopodobnie już w kwietniu bądź maju. Szczegóły zmian w prognozach przedstawiamy w sekcji *Dwucyfrowa inflacja w Polsce*.
- Wybuch wojny zrewiduje podejście w polityce pieniężnej. Dotychczasowe prognozy zakładały podwyżki stóp procentowych w USA oraz Europie dla przeciwdziałania inflacji. Obecnie jednak stanowi ona mniejsze zagrożenie niż konflikt monetarny. Gospodarki rozwinięte będą musiały rozwijać potencjał wojskowy, aby nadrobić różnicę w wydatkach (wykresy 1 i 2). Dlatego spodziewamy się, że **Rezerwa Federalna (Fed) czy Europejski Bank Centralny (EBC) wkrótce przejdą raczej w tryb wait-and-see, a w dalszej perspektywie powinny ponownie luzować politykę pieniężną. Podobne podejście przyjmą także banki regionu, w tym NBP.** Analizę potencjalnych zmian przedstawiamy w sekcji *Nowy impuls monetarny*.

Wydatki militarne wybranych państw
(proc. PKB)



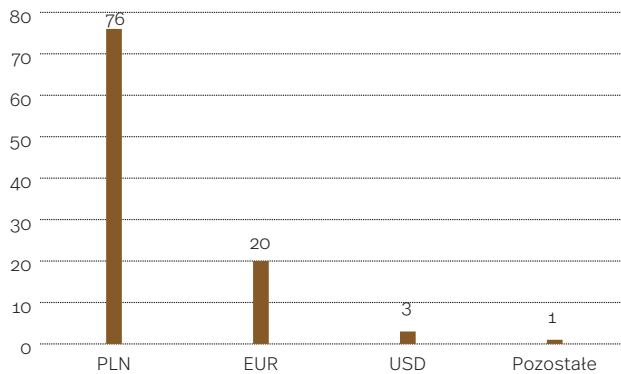
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych SIPRI.

Udział wydatków militarnych w budżecie
(w proc.)

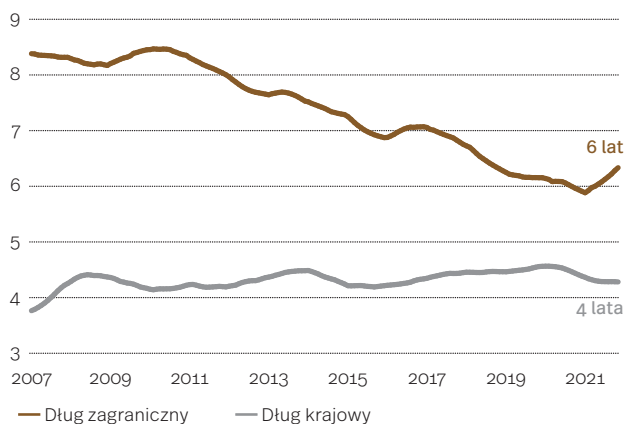


Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych SIPRI.

WYKRESY I PROGNOZY

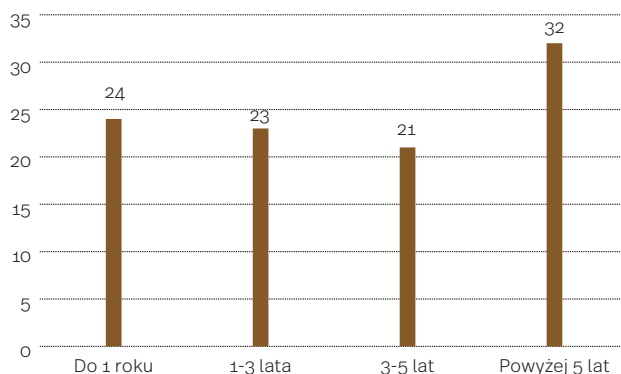
Zadłużenie Skarbu Państwa wg walut
(w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych MF z listopada 2021 r.

Średnia zapadalność długu Skarbu Państwa
(w latach)

Uwaga: średnia ruchoma 12-miesięczna.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych MF.

Krajowe zadłużenie Skarbu Państwa
wg terminów wykupu (w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych MF z listopada 2021 r.

Rosyjska agresja zwiększy koszty obsługi polskiego długu. Skutkiem konfliktu będzie znaczący wzrost premii za ryzyko na obligacjach Polski oraz krajów frontowych NATO. Inwestorzy będą preferować obligacje o krótkim terminie zapadalności oraz oczekiwać wyższego oprocentowania za instrumenty długoterminowe. Ryzyko geopolityczne oznacza także słabszą walutę i mniejszą stabilność długu w walutach obcych.

Inwestorzy zagraniczni będą preferować dług emitowany w tzw. twardych walutach (EUR, USD).

Wojna destabilizuje kursy walut krajów regionu – w dniu wybuchu konfliktu kurs EUR/PLN wzrósł o 2,5 proc. Osłabienie widoczne było też w przypadku czeskiej korony, węgierskiego forinta czy rumuńskiej lei. Inwestorzy zagraniczni będą ograniczać ryzyko związane ze znacznym osłabieniem waluty przez wycofywanie się z obligacji denominowanych w PLN. Obecnie około 24 proc. obligacji Skarbu Państwa jest denominowane w walutach zagranicznych, głównie w EUR (wykres 1). Odsetek ten prawdopodobnie zwiększy się w niewielkim stopniu – maksymalnie o 5 pkt. proc. Krajowe banki utrzymają popyt na obligacje skarbowe, ponieważ podatek bankowy generuje silny bodziec do ich kupowania. Skutkiem ubocznym dla Polski będzie jednak mniejsza stabilność zadłużenia.

Równoległe spadnie popyt na obligacje długoterminowe.

Przez najbliższy rok Skarb Państwa wykupi ok. 24 proc. zadłużenia krajowego. Wzrost ryzyka geopolitycznego zmieni segmentację rynku – inwestorzy zwiększą popyt na obligacje krótkoterminowe (2-5-letnie), mniej funduszy będzie decydować się na zakup obligacji 10-letnich. Skutkiem będzie zwiększony udział obligacji o krótkim terminie wykupu – średnia zapadalność długu krajowego może spaść poniżej 4 lat. Oznacza to większą zmienność kosztów obsługi długu w reakcji na wahania stopy procentowej.

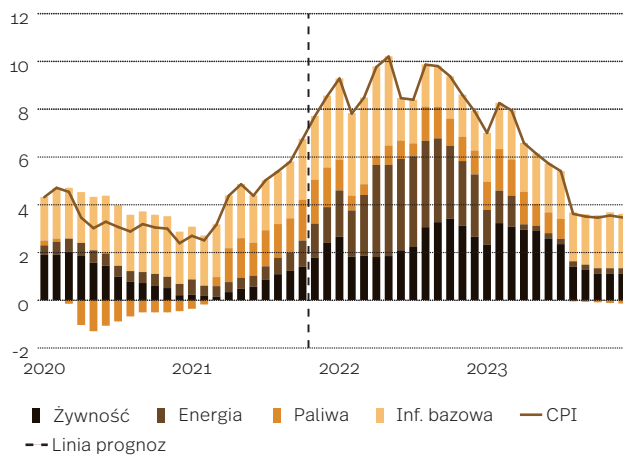
Inwestorzy zagraniczni będą preferować dług krótkoterminowy.

Średnia zapadalność długu zagranicznego wynosi 6 lat, czyli o 2 lata więcej niż długu rezydentów krajowych (wykres 2). Oczekujemy, że zapadalność długu zagranicznego spadnie do poziomu krajowego. Prawdopodobnie zmianie ulegnie też struktura inwestorów. Z Polski częściowo wycofają się azjatyckie banki centralne oraz fundusze emerytalne. Dane MF wskazują, że spośród nierezydentów długoterminowi inwestorzy posiadają 25 proc. udział w długi.

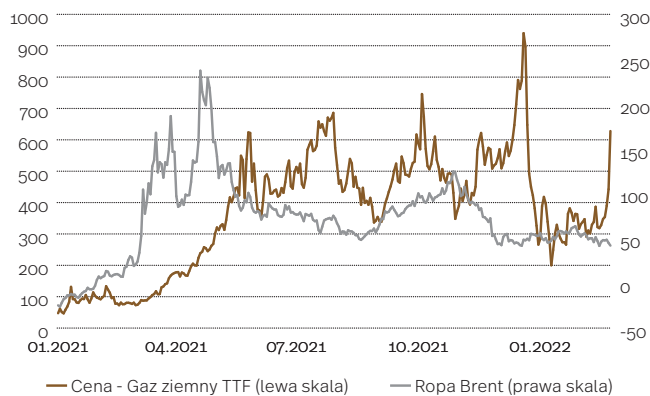
Rentowność długoterminowych obligacji istotnie wzrośnie.

Wybuch otwartej wojny w Europie pozbawi inwestorów poczucia stabilności i przewidywalności. Instrumenty finansowe o długim terminie zapadalności będą postrzegane jako wysoce ryzykowne. Oznacza to konieczność oferowania wyższego oprocentowania za długoterminowe obligacje.

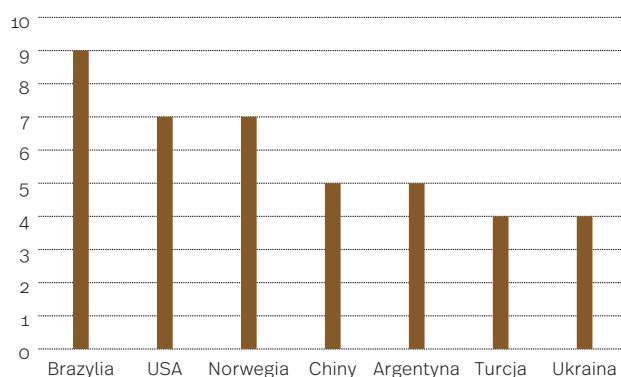
Inflacja wkrótce przekroczy 10 proc.



Źródło: prognozy PIE na podstawie danych GUS.

Rosyjska agresja powoduje wzrost cen gazu i ropy
(w proc. r/r)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Import żywności do UE – udział głównych
partnerów handlowych (w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu.

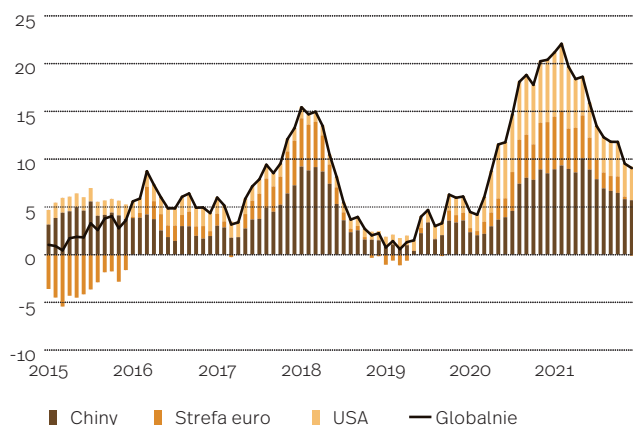
Wojna wywołana przez Rosję przyczyni się do szybszego wzrostu cen w Polsce. **Inflacja w kwietniu bądź maju prawdopodobnie przekroczy 10 proc., mimo działania tarcz.** Podobne wyniki prawdopodobnie utrzymają się w II połowie roku. **Średnioroczny wzrost cen sięgnie 8,8 proc.** (wykres 1). Eskalacja konfliktu militarnego spowodowała podniesienie prognozy o 1,2 pkt. proc.

Rosyjska agresja będzie miała znaczne konsekwencje dla cen paliw. Dotychczasowe prognozy zakładały spadek cen baryłki ropy typu Brent na rynkach globalnych z 85 USD do 75 USD. Na skutek konfliktu baryłka ropy obecnie kosztuje już obecnie około 100 USD, a prawdopodobnie to nie koniec wzrostu (wykres 2). Równoległe silnemu osłabieniu ulega również złoty. Spodziewamy się, że z uwagi na te efekty analitycy będą rewidować prognozy prawie o 1 pkt. w górę.

Zagrożeniem jest dalszy wzrost cen żywności, chociaż nie spodziewamy się wystąpienia niedoborów. Ukraina produkuje około 4 proc. żywności importowanej do UE, a zatem konflikt nie zagraża bezpieczeństwu żywnościowemu (wykres 3). Niemniej jednak kraj ten odgrywa kluczową rolę w dostawach zboża i kukurydzy. Załamanie importu oznacza konieczność zmiany łańcuchów dostaw, co podwyższy koszty hodowli. Szczególnie wrażliwe będą ceny mięsa oraz olejów. Nasze dotychczasowe prognozy cen żywności zakładały stabilizację cen na poziomie ok. 7 proc. w II połowie roku. Obecnie bardziej prawdopodobny jest 10-12-proc. wzrost.

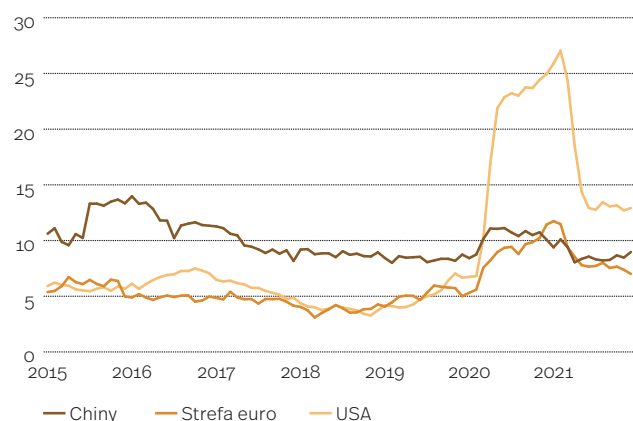
Dużą niewiadomą jest koszt gazu ziemnego. Obecnie ceny oscylują około 116 EUR/MWH, podczas gdy niedawno było to 80 EUR/MWH. Zachowanie rynku jest mocno nieprzewidywalne – sytuacja będzie się zmieniać wraz z sytuacją militarną oraz potencjalnymi sankcjami nakładanymi na Rosję. Gaz ziemny wykorzystywany jest m.in. do produkcji nawozów azotowych. Wzrost cen błękitnego paliwa dodatkowo podwyższy koszty wytwarzania żywności. Należy pamiętać, że Rosja jest jednym z największych eksporterów nawozów na świecie, a konflikt oznacza realne ryzyko wstrzymywania dostaw.

Przedsiębiorstwa przemysłowe będą zmuszone zmieniać strukturę kosztów energetycznych. Inwazja na Ukrainę przerwie dotychczasowe dostawy węgla z tego kraju. Przed wybuchem wojny Polska sprowadzała antracyt wykorzystywany w procesach chemicznych, także z ukraińskiej części Donbasu. Zmiany prawdopodobnie wpłyną na ceny producenta. W sklepach detalicznych zobaczymy je z opóźnieniem.

Globalna podaż pieniądza M3
(w proc. r/r)

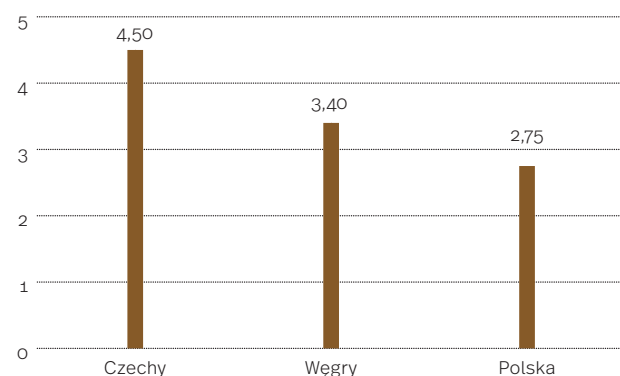
Uwaga: agregaty przeliczone na USD.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Dynamika pieniądza M3
(w proc., r/r)

Uwaga: dynamika w walutach krajowych.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Główne stopy procentowe w krajach regionu
(w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Groźba wojny światowej wymusi ponowne stymulowanie gospodarki przez banki centralne.

W trakcie pandemii światowe banki centralne dostarczyły impuls monetarny na niespotykaną wcześniej skalę. W 2020 r. globalna podaż M3 wzrosła o ponad 22 proc. w skali roku (wykres 1). Obecnie działania prawdopodobnie będą miały mniejszy zasięg – **EBC powinien aktywniej wspierać suwerenność energetyczną UE, digitalizację oraz zbrojenia.**

Zagrożenie militarne oznacza, że praktycznie nie będzie podwyżek stóp procentowych.

W reakcji na szybki wzrost cen banki centralne zaczęły je podnosić. Bank Anglii dokonał podwyżki o 0,25 proc. na początku lutego. Prawdopodobnie będzie to jednak ostatni ruch tego typu. Władze monetarne amerykańskiej Fed komunikowały podniesienie stóp procentowych z 0,25 proc. do 1,75 proc. w tym roku. Prawdopodobnie podwyższą stopy o 25 pb. na marcowym posiedzeniu i rozpoczną wycofywać się z planów dalszego zacieśniania. Prezes EBC – Ch. Lagarde – zapowiedziała zaciskanie polityki pieniężnej, ale ta retoryka prawdopodobnie wkrótce również ulegnie zmianie.

Po rosyjskiej inwazji na Ukrainę skala wsparcia monetarnego dla transformacji energetycznej powinna zdecydowanie wzrosnąć.

Po wybuchu pandemii EBC działał w umiarkowanej skali w porównaniu do USA (wykres 2) – Fed w trakcie pandemii zwiększył ilość pieniądza w obiegu M3 o 27 proc., podczas gdy tempo wzrostu w Europie było dwukrotnie niższe (11 proc.). Wzrost zagrożenia militarnego powinien odwrócić te proporcje. Decyzja zależy od przedstawicieli EBC i unijnych polityków.

Impuls monetarny skutecznie pobudzi gospodarkę, a dziś towarzyszy mu mniejsze ryzyko inflacji.

Amykańskie PKB wzrosło w 2021 r. o 6,4 proc., a wynik strefy euro jest niewiele słabszy (5,0 proc.). Poprzedni Impuls monetarny pozwolił ograniczyć skalę uderzenia w rynek pracy. Obecne działania powinny być skoncentrowane na stymulowaniu inwestycji, co stwarza mniejsze zagrożenie wybuchu inflacji, niż działania podjęte w trakcie pandemii. **Realnym zagrożeniem jest głęboki spadek konsumpcji.**

Spodziewamy się, że **banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej ograniczą cykl podwyżek stóp procentowych.** Głównym zadaniem przy obecnej skali niepewności pozostaje stabilizacja kursów walutowych. Należy spodziewać się interwencji walutowych we wszystkich krajach regionu.

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* ekonomiczny z historią sięgającą 1928 roku. Jego obszary badawcze to przede wszystkim makroekonomia, energetyka i klimat, handel zagraniczny, foresight gospodarczy, gospodarka cyfrowa i ekonomia behawioralna. Instytut przygotowuje raporty, analizy i rekomendacje dotyczące kluczowych obszarów gospodarki oraz życia społecznego w Polsce, z uwzględnieniem sytuacji międzynarodowej.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi porad inwestycyjnych i/lub doradztwa. Podjęto starania dla zapewnienia jak największej dokładności przedstawionych prognoz, jednak informacje zawarte w publikacji nie są wiążące, a Instytut i autorzy publikacji nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na ich podstawie.

