

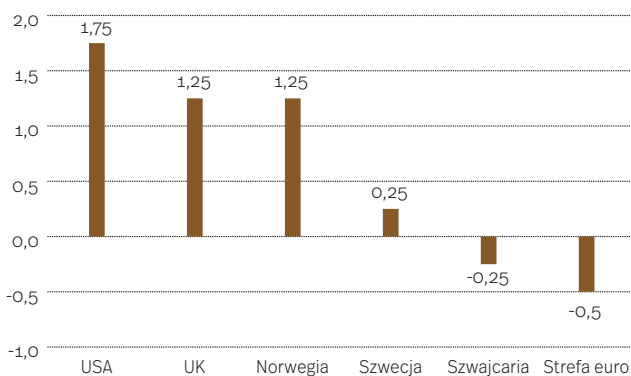
Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

czerveniec 2022 r.

SPADEK AKTYWNOŚCI WYHAMUJE PODWYŻKI STÓP PROCENTOWYCH

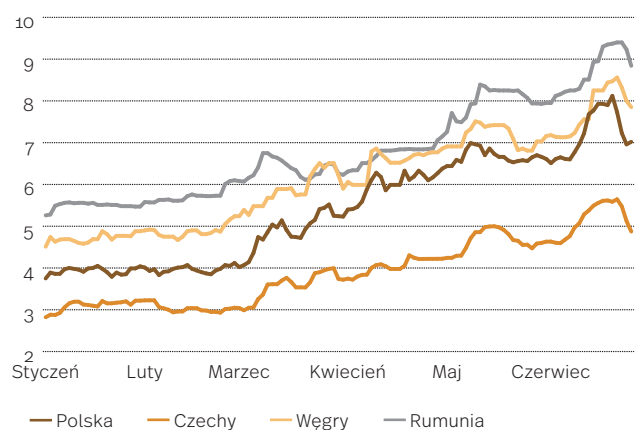
- W czerwcu odnotowaliśmy zdecydowanie słabsze wyniki badań koniunktury oraz mniejszy wzrost aktywności gospodarczej. Zarówno w Unii Europejskiej, jak i Stanach Zjednoczonych dostrzegane jest ryzyko recesji. W takiej sytuacji banki centralne będą wkrótce weryfikowały swoje zapowiedzi dotyczące podwyżek stóp procentowych. Z tej przyczyny bieżące wydanie „Miesięcznika Makroekonomicznego PIE” poświęcone jest globalnym perspektywom polityki pieniężnej.
- Europejski Bank Centralny (EBC) deklaruje podwyżki stóp procentowych na kolejnych posiedzeniach. Spodziewamy się, że determinacja Rady Prezesów będzie niewielka – EBC podwyższy stopy procentowe najwyżej dwukrotnie, a stopa depozytowa powróci do poziomu 0 proc. Szybkie pogarszanie koniunktury gospodarczej będzie argumentem za wstrzymaniem cyklu. Przegląd polityki EBC przedstawiamy w sekcji *Krótki cykl podwyżek EBC*.
- Władze monetarne Rezerwy Federalnej USA (Fed) także deklaruje intensywne podwyżki stóp procentowych w II połowie roku. Członkowie Federalnego Komitetu ds. Otwartego Rynku (FOMC) prognozują, że do końca roku wzrosną one do ok. 3,75 proc. Także za oceanem recesja zagrazi tym planom – analitycy banku już obecnie ostrzegają przed spadkiem PKB. Perspektywy gospodarcze USA opisujemy w sekcji *Stanom Zjednoczonym zagraża recesja*.
- Cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Europie Środkowo-Wschodniej dobiega końca. Bank Czech zadeklarował zakończenie podnoszenia stóp na poziomie 7 proc. Uważamy, że NBP wykona ostatnią podwyżkę w lipcu – stopa główna sięgnie 6,5 proc. W państwach Grupy Wyszehradzkiej jedynie Węgry będą po wakacjach podwyższać stopy procentowe z uwagi na konieczność przeciwdziałania osłabieniu forinta. Szczegóły przedstawiamy w sekcji *Koniec zacieśniania polityki pieniężnej w EŚW*.

Główne stopy procentowe w dużych gospodarkach



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

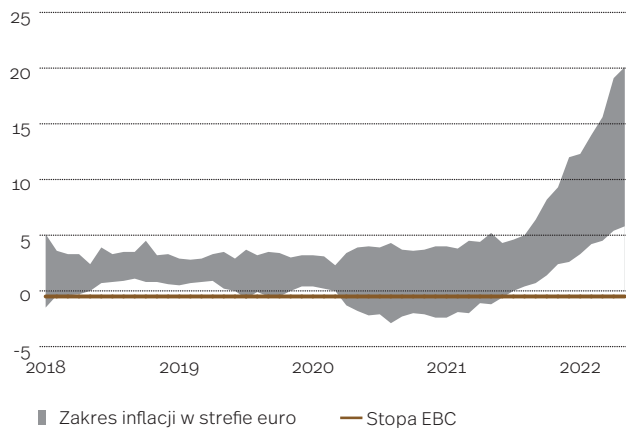
Rentowność obligacji 10-letnich (w proc.)



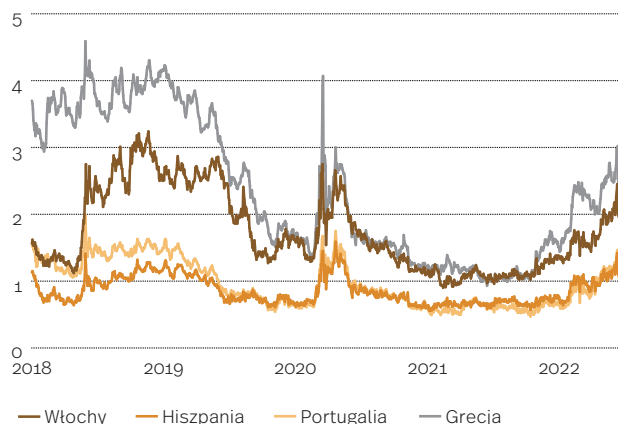
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

WYKRESY I PROGNOZY

Inflacja w krajach strefy euro (w proc.)

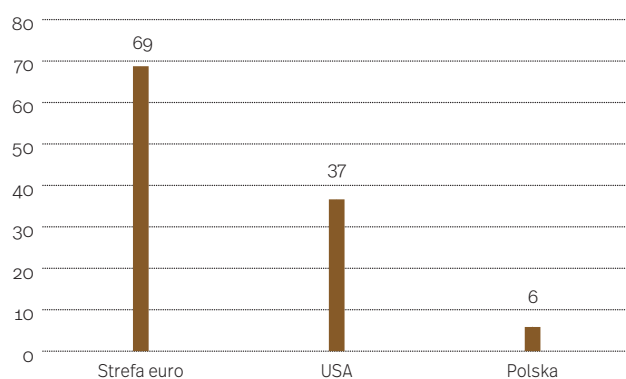


Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu.

Różnica w rentownościach obligacji 10-letnich
Południa Europy względem Niemiec (w pkt. proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Aktywa banku centralnego jako proc. PKB



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond, Eurostatu, FRED, NBP, GUS.

Europejski Bank Centralny (EBC) deklaruje podwyżki stóp procentowych na kolejnych posiedzeniach. Władze monetarne dotychczas ograniczyły skup aktywów (QE), a teraz będą nadal zacieśniać politykę – to kolejność działań.

Spodziewamy się, że determinacja Rady Prezesów okaże się słomiana – EBC podwyższy stopy procentowe najwyżej dwukrotnie. Stanie się to prawdopodobnie w lipcu i we wrześniu – stopa depozytowa wzrośnie z -0,5 proc. do 0,0 proc. Będzie to pierwszy epizod, w którym wszystkie stopy procentowe będą dodatnie, począwszy od kryzysu zadłużenia strefy euro w 2012 r.

Szybkie pogarszanie koniunktury gospodarczej będzie argumentem za wstrzymaniem cyklu.

Obecnie władze monetarne EBC zaczynają sygnalizować możliwość wystąpienia recesji. Taka komunikacja zwykle zwiastuje koniec cyklu podwyżek. Bank centralny przekłada wtedy akcent z inflacji na wzrost gospodarczy. Problem może zaognić embargo na rosyjskie surowce. Wg szacunków, oznacza ono spadek PKB od 0,8 pkt. proc. do 2,6 pkt. proc.

EBC pracuje nad antykryzysowym pakietem QE.

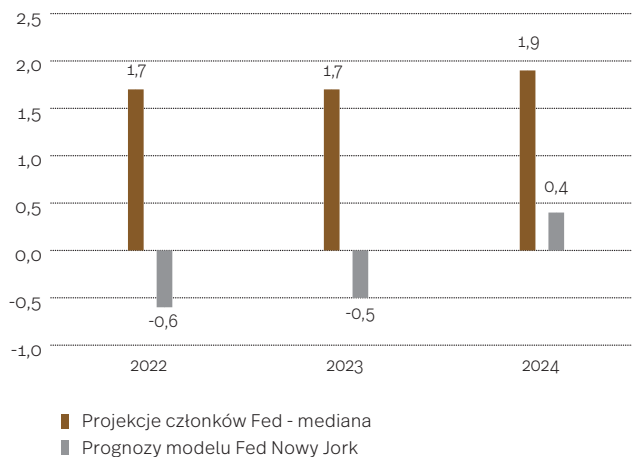
W połowie czerwca władze monetarne EBC, po specjalnym posiedzeniu, ogłosiły utworzenie narzędzia antykryzysowego. To efekt obaw inwestorów o stabilność wysoce zadłużonych krajów Południa Europy. Władze Banku deklarują, że program nie oznacza luzowania polityki pieniężnej – EBC zamierza wymieniać niemieckie obligacje na włoskie, aby nie dopuścić do zwiększenia spreadów. **Sądzimy, że EBC nie dotrzyma tej obietnicy.** Kontrola rentowności obligacji już teraz wymaga reinwestycji z programu PEPP, ponieważ podwyżki stóp mogą wymusić zakup nowych obligacji. Większe podwyżki stóp procentowych będą wymagać uruchomienia silniejszego QE.

Inwestorzy obawiają się efektu wyższych stóp w zadłużonych krajach Południa.

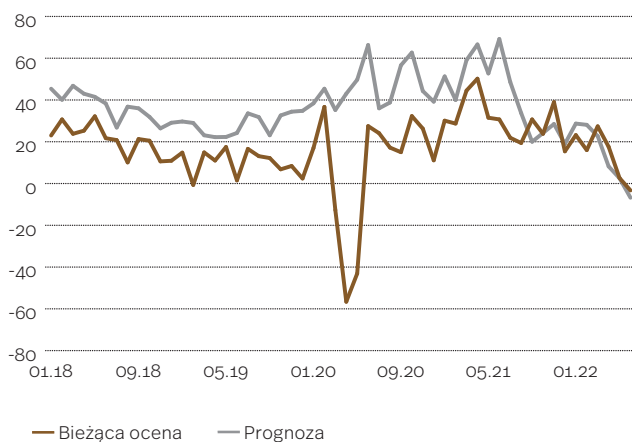
Grecki dług publiczny sięga 193 proc. PKB. W niewiele lepszej sytuacji znajdują się Włochy (151 proc.), Portugalia (127 proc.) i Hiszpania (118 proc.). Brak zaufania oznacza wyższy koszt obsługi długu dla krajów Południa. Obecnie rentowności greckich obligacji 10-letnich są o 2,4 pkt. proc. wyższe niż niemieckich. Z kolei Włosi za emisję nowego długu muszą płacić 2 pkt. proc. więcej. Skokowy wzrost stóp procentowych dodatkowo pogłębi tę różnicę.

Problemem dla EBC jest wysoka i rozstrzelona inflacja.

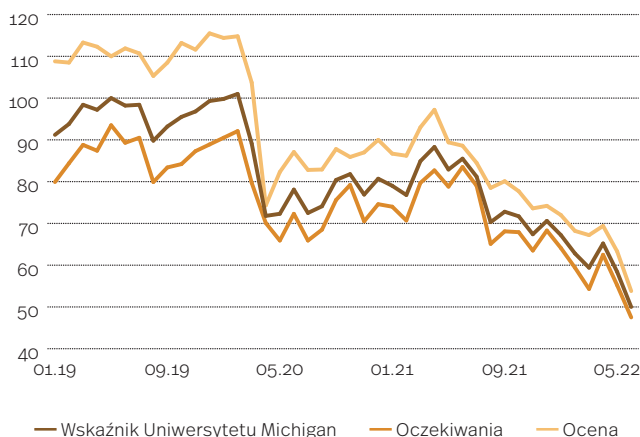
Wzrost cen HICP w krajach strefy euro wahał się w maju od 5,8 proc. we Francji i Malcie do 20,1 proc. w Estonii. Mocno zróżnicowana jest także inflacja bazowa – wynosi ona od 3,0 proc. do 9,9 proc. Główna stopa EBC wynosi obecnie -0,5 proc. i bank nie będzie w stanie znaleźć jednej stopy procentowej odpowiedniej dla krajów Południa i Północy strefy euro.

Stopy dwuletnich kontraktów IRS
w państwach Grupy Wyszehradzkiej (w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Fed.

Indeks przemysłowy Fed z Filadelfii
poniżej poziomu neutralnego (w pkt.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Fed.

Oceny koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan
w trendzie spadkowym (w pkt.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Uniwersytetu Michigan.

Władze monetarne Rezerwy Federalnej deklarują intensywne podwyżki stopy procentowych w II połowie roku. Członkowie FOMC prognozują, że do końca roku stopy wzrosną do około 3,50-3,75 proc. Projekcje ekonomiczne poszczególnych członków Fed sugerują, że podwyżki będą kontynuowane w 2023 r. Planom tym zagrozi jednak recesja. Analitycy tworzący modele ekonometryczne już ostrzegają przed spadkiem PKB i ich prognozy znacząco różnią się z ocenami władz monetarnych (wykres 1).

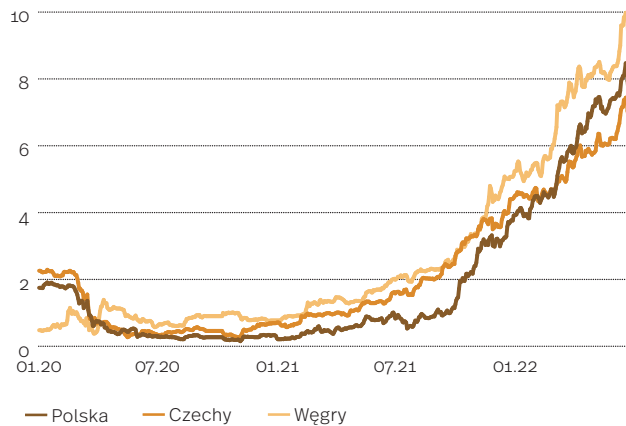
Fed podniósł stopę procentową w czerwcu o 75 punktów bazowych do przedziału 1,5-1,75 proc. Prezes Jerome Powell stwierdził, że Rezerwa Federalna jest zdeterminowana, aby szybko obniżyć inflację, nawet kosztem wywołania recesji. Zadeklarował, że w lipcu stopy wzrosną o kolejne 75 pkt. Podwyżki stóp, jak dotychczas, popierają wszyscy członkowie FOMC – w czerwcu jedomyślnie głosowali za podniesieniem stóp procentowych. Dlatego bank dokona podwyżek w lipcu i wrześniu.

Coraz więcej modeli prognostycznych pokazuje jednak wystąpienie recesji w Stanach Zjednoczonych. Oddział Rezerwy Federalnej z Nowego Jorku wskazał, że ujemny wzrost gospodarczy wystąpi w 2022 r. i 2023 r. Również krótkoterminowe szacunki oddziału Fed w Atlancie wskazują, że wzrost gospodarczy w II kwartale będzie znikomy. Także analitycy komercyjni podkreślają wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia globalnej recesji. Citigroup wskazał, że może być to 50 proc. Tego pesymizmu na razie nie podzielają rynki finansowe. Modele Fed implikujące prawdopodobieństwo recesji na podstawie wycen instrumentów finansowych szacują prawdopodobieństwo takiego scenariusza na mniej niż 5 proc.

Obawy o recesję wynikają ze słabszych wyników badań koniunktury. Systematycznie spadają oceny przedsiębiorstw w ankietych biznesowych ISM czy PMI. Indeks przemysłowy Fed w Filadelfii osiągnął wartości ujemne bieżącej oceny i prognozy pierwszy raz od 2020 r. (wykres 2). To efekt spadku zamówień. Przedsiębiorstwa handlowe w USA zaczęły raportować nadmiar zapasów i zmniejszyły wolumen nowych dostaw.

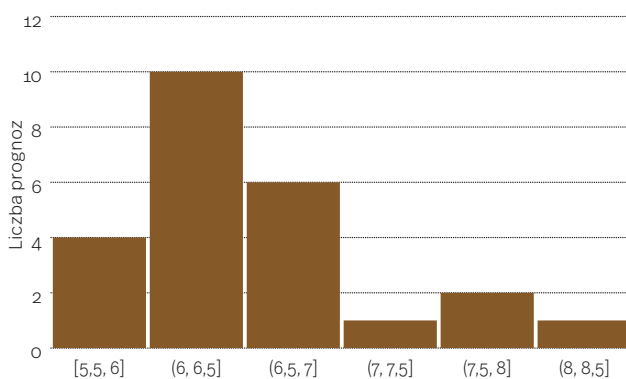
Niższa aktywność firm związana jest ze spadkiem popytu konsumentów. Od kwietnia wskaźnik Uniwersytetu Michigan maleje, a trend spadkowy przyspiesza (wykres 3). Gospodarstwa domowe w USA raportują mniejsze bezpieczeństwo finansowe po spadkach na giełdach. W efekcie ograniczają bieżące wydatki konsumpcyjne.

Wrz z osłabieniem aktywności pogorszy się sytuacja na rynku pracy. Prognozy Fed wskazują na wzrost liczby bezrobotnych w kolejnych latach.

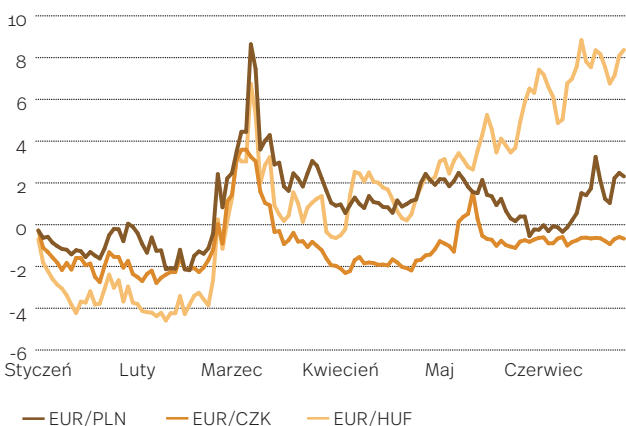
Stopy dwuletnich kontraktów IRS
w państwach Grupy Wyszehradzkiej (proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Prognozy stóp procentowych na koniec 2022 r.



Źródło: opracowane własne PIE na podstawie Focus Economics.

Wzrost kursów walutowych w regionie EŚW
od początku 2022 r. (w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Europie Środkowo-Wschodniej dobiega końca.

Nowy prezes Banku Czech (CNB) zadeklarował zakończenie podnoszenia stóp. Uważamy, że NBP wykona ostatnią podwyżkę w lipcu i wówczas stopa główna sięgnie 6,5 proc. W państwach Grupy Wyszehradzkiej jedynie Węgry będą po wakacjach podwyższać stopy procentowe z uwagi na konieczność przeciwdziałania osłabieniu forinta.

Podczas czerwcowego posiedzenia **CNB podwyższył stopy procentowe o 125 punktów bazowych – stopa główna wynosi obecnie 7 proc.** Było to ostatnie posiedzenie prezesa Jiříego Rusnoka, bowiem jego kadencja dobiegła końca. Jego następcą jest Aleš Michl, dotychczasowy członek zarządu, który sprzeciwia się dalszemu podnoszeniu stóp. Kadencje kończy także dwóch innych członków określanych jako neutralni bądź z jastrzębim nastawieniem w polityce pieniężnej. W zarządzie pojawią się 3 osoby określane jako gołębie. **Przebudowa zarządu oznaczać będzie szybkie przejście do obniżek stóp procentowych.** Rynki finansowe wskazują, że stopy zaczną spadać w połowie przyszłego roku. Czeską politykę pieniężną opisujemy szerzej w monitoringu CEE.

Uważamy, że w Polsce RPP również zrealizuje deklarację szybkiego zakończenia cyklu podwyżek. **Spodziewamy się, że w lipcu stopy procentowo wzrosną o 50 punktów bazowych do 6,5 proc. Będzie to koniec cyklu.** Dalsze działania RPP będą w naszej ocenie zbliżone do zmian występujących w Czechach. Prognozujemy, że inflacja będzie przekraczać 10 proc. przynajmniej do maja przyszłego roku i w takich warunkach nie spodziewamy się dyskusji o zmianie stóp. Równoległe wraz z początkiem II kwartału rozpocznie się dyskusja o obniżkach. **Spodziewamy się, że RPP zacznie obniżać stopy procentowe w III kwartale 2023 r.,** a cykl będzie kontynuowany do 2024 r. Docelowa wysokość za 2 lata będzie istotnie wyższa niż rok przed pandemią.

Jedynym krajem, w którym stopy procentowe mogą dalej rosnąć są Węgry. **Głównym motywem podwyżek na Węgrzech jest konieczność przeciwdziałania osłabieniu kursu walutowego.** W czerwcu bank centralny w panice podniósł stopy o 185 punktów bazowych do 7,75 proc. Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach bank będzie komunikować brak perspektyw do zmian w polityce oraz gotowość do interwencji. Jednak **przestanie utrzymywać wysokie stopy procentowe, gdy spadnie presja na osłabienie forinta.** Bieżące prognozy rynkowe wskazują, że Węgrzy, podobnie jak Czesi, przejdą do luzowania polityki w połowie przyszłego roku.

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.

