



Monitoring Makroekonomiczny

Numer wydania: 7/2023

Warszawa, grudzień 2023 r.



MERRY
CHRISTMAS
AND A
HAPPY NEW YEAR

Powiew grudniowego optymizmu



STUDENCKIE KOŁO NAUKOWE
FINANSÓW I MAKROEKONOMII

Spis treści

Sekcja realna

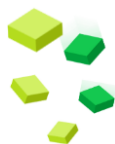
| | |
|--|----|
| Krajowa inflacja i polityka pieniężna..... | 4 |
| Polityka pieniężna za granicą..... | 5 |
| Produkt Krajowy Brutto..... | 6 |
| Produkcja przemysłowa..... | 7 |
| Sprzedaż detaliczna..... | 8 |
| Koniunktura..... | 9 |
| Bilans płatniczy..... | 10 |

Sekcja finansowa

| | |
|--------------------------------------|----|
| Portu: globalne rynki finansowe..... | 11 |
| Rynek nieruchomości..... | 12 |
| Indeksy giełdowe..... | 13 |
| Rynek walutowy..... | 14 |
| Kryptowaluty..... | 15 |

Sekcja publicystyczna – Okiem Monitoringu

| | |
|---|----|
| Wybory prezydenckie w Argentynie..... | 16 |
| Kapitał hybrydowy odpowiedzią na potrzeby rynku kapitałowego?..... | 17 |
| „Kłątwa surowcowa” – istota problemu na przykładzie Azerbejdżanu..... | 18 |
| CPK – partyjna gigantomania czy niezbędna inwestycja dla Polski?..... | 19 |



O autorach

SKN Finansów i Makroekonomii

SKN Finansów i Makroekonomii to jedno z najbardziej aktywnych pod względem naukowym kół Szkoły Głównej Handlowej. Wśród obszarów zainteresowań SKN FM znajdują się przede wszystkim **polityka pieniężna, modelowanie i prognozowanie ekonometryczne, analizy makroekonomiczne, rynki finansowe, rozwój obywatelski**, a także inne tematy związane z ekonomią.



Zespół redakcyjny

Redaktor naczelny:

Michał Krześniak

Autorzy tekstów:

Adam Witek

Aleksandra Andryszewska

Aleksander Dzieślewski

Artur Milewski

Bartosz Przywara

Barbara Wywiół

Jan Serwach-Głombcki

Juliusz Śmidowski

Kajetan Nowakowski

Konrad Szwed

Łukasz Fedio

Maciej Bednarski

Szymon Fąfara

Szymon Skurniak

Wojciech Szulc

Korekty:

Bartosz Traczyk

Dawid Sułkowski

Maciej Wysocki

Patryk Czechowski

Szymon Wieczorek



Partner projektu – portu

Partnerem Monitoringu Makroekonomicznego jest Portu. Portu to największa platforma inwestycyjna w Europie Środkowej, która funkcjonuje w ramach prominentnej grupy finansowej WOOD & Company. Platforma oferuje szeroki zakres usług inwestycyjnych, w tym niskokosztowe usługi pasywnego robo-doradztwa inwestycyjnego. Portu oferuje w ten sposób każdemu nowoczesny, cyfrowy, automatyczny i efektywny sposób inwestowania, dostarczając ogółowi społeczeństwa usługi, które wcześniej były dostępne tylko dla zamożnych. Portu posiada obecnie ponad 200 000 użytkowników i zarządza środkami o wartości ponad 950 milionów euro. Nazwa Portu wywodzi się od angielskiego wyrażenia „portfolio for you”.

Nasi opiekunowie

Opiekun naukowy SKN FM

Prof. dr hab. Cezary Wójcik

Założyciel Center for Leadership, profesor SGH, pracował naukowo jako visiting scholar na takich uniwersytetach jak Harvard, Berkeley, Glasgow, Melbourne i innych.



Opiekun naukowy MME

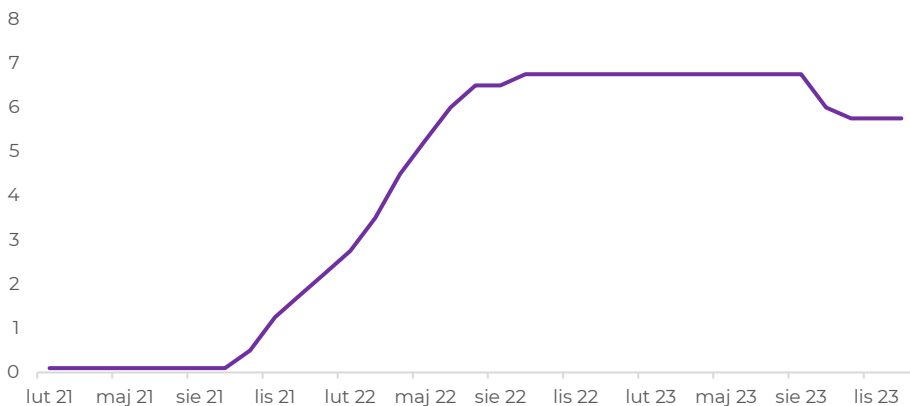
Szymon Wieczorek

Prezes Zarządu Instytutu Studiów Ekonomiczno-Społecznych. Ekspert ds. ekonomicznych Instytutu Jagiellońskiego. Absolwent programu Models and Methods in Quantitative Economics (QEM) w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie i Universitat Autònoma de Barcelona. Redaktor portalu polon.pl



RPP utrzymuje stopę referencyjną na poziomie 5,75%

Stopa referencyjna NBP (w proc.)



Najważniejsze dane

- Według szybkiego szacunku GUS, inflacja w Polsce w listopadzie wyniosła 6,5% r/r.
- Finalny wskaźnik inflacji za październik wyniósł 6,6% r/r.
- W grudniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o pozostawieniu referencyjnej stopy procentowej na poziomie 5,75%.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

W październiku najszybciej rosły ceny w gastronomii i hotelarstwie – o ponad 11% - oraz edukacji – o 10,5%. Niższy wzrost cen przypadł kategoriom, takim jak żywność, mieszkanie czy obuwie. Inflacja miesiąc do miesiąca wyniosła 0,3%, a w listopadzie 0,7%. Stanowi to pierwszy od paru miesięcy wzrost cen oraz samego wskaźnika w ujęciu miesięcznym. Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła 8%. Wskazuje to na dezinflacyjny charakter obecnych czynników zewnętrznych.

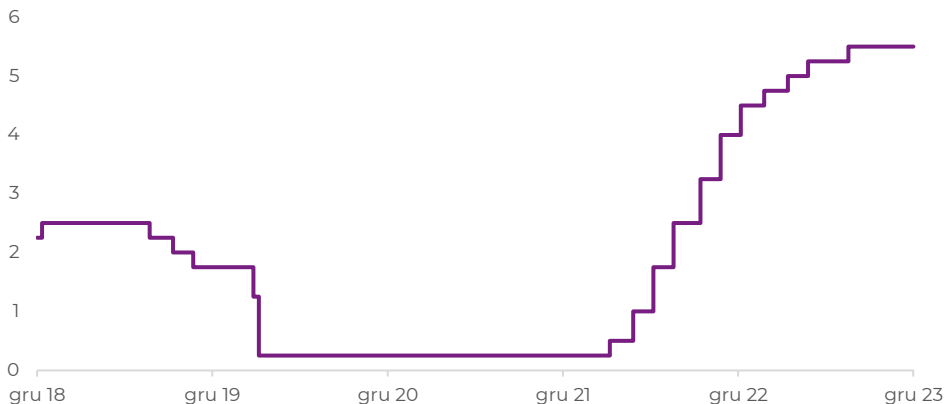
Trend spadkowy inflacji widoczny jest również w innych obszarach świata. Spadek inflacji wynika przeważnie z efektu bazy, niskich cen żywności oraz zaniżonych cen energii. Składnikiem podbijającym inflację są usługi. Dalsze silne wzrosty płac wpływają na wzrosty cen w pracochłonnych obszarach gospodarek. W USA inflacja wyniosła 3,2%, a w strefie euro 2,9%. Tamtejsze banki centralne są jednak albo w trakcie podwyżek stóp procentowych, albo ich czasowego zaprzestania i są mniej podatne na wpływ polityki krajowej.

Grudniowa decyzja RPP wydaje się dużym zwrotem z kursu łagodzenia polityki pieniężnej. Możliwym wytłumaczeniem podjętej decyzji są przetasowania polityczne, a także niepewne podejście rządu do kwestii zerowej stawki VAT na żywność oraz zamrożenia cen energii. Październikowy spadek inflacji jest zbliżony do tego z września, więc uzasadnienia takiej decyzji jest wciąż wątpliwe. Zmiana polityki NBP na bardziej restrykcyjną wzmacnia złotego względem euro i dolara do poziomów obserwowanych w okresie przed pandemią. Utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie może być porównywane do działań FEDu. Tamtejszy bank centralny od dłuższego czasu zawiesił podwyżki stóp procentowych. Być może te działania przybliżą Polskę do osiągnięcia celu inflacyjnego w średnim okresie.

Jan Serwach-Głombiski

W oczekiwaniu na pierwsze obniżki

Stopa Fed (w proc.)



Najważniejsze dane

- Fed utrzymał w grudniu stopy procentowe na obecnym poziomie 5,50%.
- Poziom inflacji HICP w strefie euro bardzo blisko celu inflacyjnego EBC.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Grudniowe zebranie FOMC nie przyniosło oczekiwanych przez rynki obniżek stóp procentowych. Inflacja w Stanach Zjednoczonych wynosi 3,2% i stale zmierza w stronę celu inflacyjnego (2%). Stopy procentowe pozostają w przedziale 5,25-5,5% od lipca. Zdaniem prezesa Fed, Jerome Powella jest wciąż zbyt wcześnie, żeby ocenić czy ten spadek inflacji jest trwały. Kolejne decyzje będą zależeć od koniunktury w produkcji i kondycji rynku pracy.

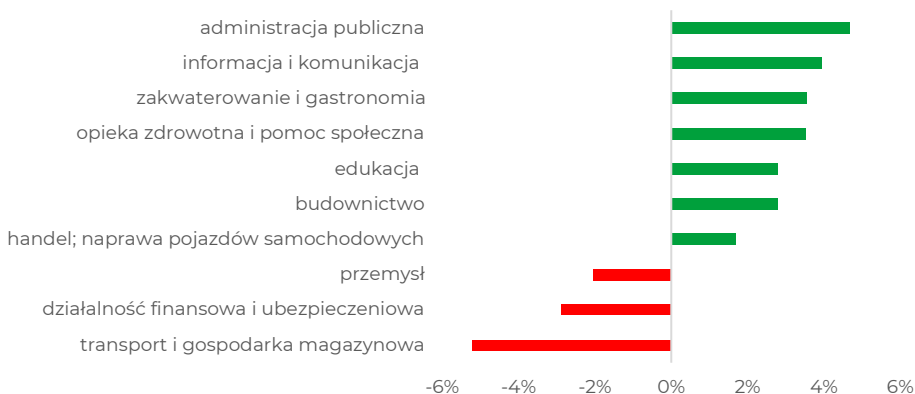
Europejski Bank Centralny zgodnie z wcześniejszymi postanowieniami utrzymuje stopy procentowe na historycznie wysokim poziomie. Główna stopa procentowa, stopa kredytu i stopa depozytu w EBC wynoszą odpowiednio: 4,5%, 4,75% i 4,5%. Spadająca inflacja (2,9%) w strefie euro w stronę celu EBC (2%) zwiększa szanse na obniżki stóp w pierwszym kwartale 2024 roku.

Łukasz Fedio



Optymistycznie o rachunkach narodowych

Zmiana r/r wybranych komponentów PKB



Najważniejsze dane

- Produkt Krajowy Brutto w Polsce wzrósł w III kw. 2023 roku o 0,4% r/r.
- Optymistyczne szacunki PKB na listopad 2024 i 2025 odpowiednio 2,9% r/r i 3,5% r/r.
- W strefie euro spowolnienie PKB o 0,6% r/r w 2023 roku i prognozowane przyspieszenie o 1,1% r/r w 2024 roku oraz 1,5% r/r w 2025 roku

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Produkt Krajowy Brutto w Polsce wzrósł w III kw. 2023 roku o 0,4% r/r. To pierwszy wzrost od dwóch kwartałów. Z danych GUS wynika, że inwestycje w III kw. wzrosły o 7,2% r/r, konsumpcja prywatna wzrosła o 0,8% r/r, a popyt krajowy spadł o 5,2% r/r. W III kwartale spadł wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych, co mogło przełożyć się na wzrost zamożności gospodarstw domowych i pobudzenie konsumpcji.

Głównymi czynnikami, które będą oddziaływać negatywnie na koniunkturę krajową w najbliższych kwartałach są: negatywne oddziaływanie szoku podażowego, wywołanego przez agresję Rosji na Ukrainę; spadek absorpcji funduszy europejskich w 2024 – zakończenie wydatków w ramach perspektywy UE na lata 2014-2020 oraz spowolnienie gospodarcze w otoczeniu zewnętrznym.

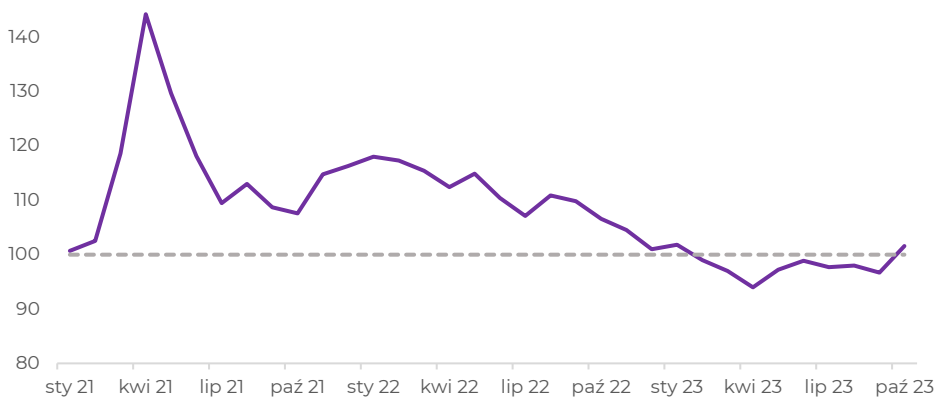
Z kolei czynnikami, które będą wpływać na poprawę koniunktury w Polsce są: zmiany fiskalne m.in. waloryzacja programu „Rodzina 500 Plus”, obniżenie stóp procentowych NBP, korzystna sytuacja na rynku pracy, wygasanie negatywnych efektów szoków podażowych i odbudowa aktywności za granicą w latach 2024-2025.

Eksperti spodziewają się, że w strefie euro po spowolnieniu PKB o 0,6% w 2023 roku nastąpi delikatne przyspieszenie wzrostu o 1,1% w 2024 roku oraz 1,5% w 2025 roku. Kraje europejskie pozostaną prawdopodobnie poniżej trendu wzrostu gospodarczego sprzed pandemii COVID-19. Spowodowane jest to negatywnymi efektami wprowadzanych wtedy ograniczeń, wojną na Ukrainie, wzrostem cen energii związanym z wygaszeniem programów osłonowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorców oraz utrzymującym się silnym wzrostem plac.

Barbara Wywiół

Pozorne odbicie w produkcji

Produkcja sprzedana przemysłu r/r



Najważniejsze dane

- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w październiku 2023 o 1,6% r/r.
- Największe wzrosty odnotowano w branży odzieżowej (19,1% r/r), farmaceutycznej (13,5% r/r) i energetyce (17,2% r/r).
- Negatywny trend był najsilniejszy w branży urządzeń elektrycznych (-16,6% r/r) i komputerowej (-13% r/r).

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Odsezonowane dane wskazują na spadek produkcji sprzedanej przemysłu m/m i r/r. W październiku bieżącego roku spadek produkcji wyniósł 0,8% r/r i 0,1% w porównaniu z wrześniem tego roku. Oznacza to, że mimo nominalnego wzrostu, sytuacja w przemyśle nie poprawiła się znacząco.

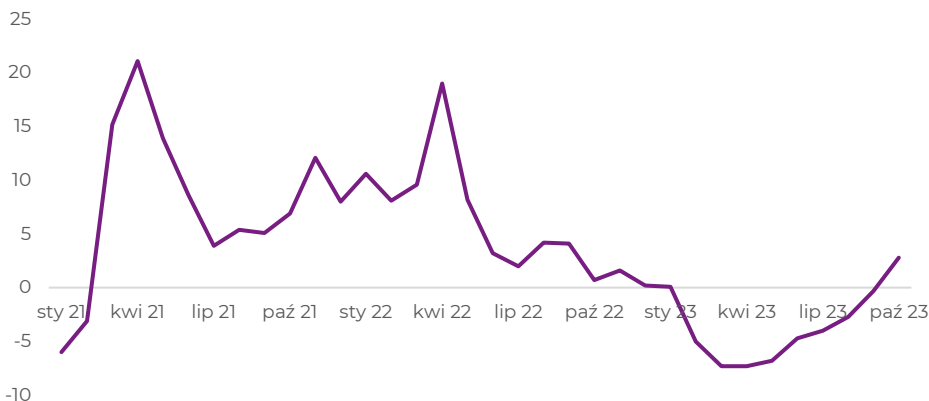
Duże znaczenie ma liczba dni roboczych i gwałtowny wzrost produkcji w energetyce. W październiku 2023 roku wypadł jeden dzień roboczy więcej niż w roku poprzednim. Wzrost sprzedaży energii wyniósł 17,2% r/r. Jest to wynik znacząco przewyższający poprzednie zmiany w roku 2023.

Wzrost produkcji sprzedanej odnotowano w 21 z 34 działów przemysłu. Udział wartości produkcji działów, w których odnotowano wzrost w stosunku do października ubiegłego roku, wyniósł 77,9%. Przetwórstwo pierwszy raz od stycznia tego roku znalazło się minimalnie nad kreską (0,3% r/r).

Szymon Fąfara

Sprzedaż w końcu na plusie

Sprzedaż detaliczna r/r (w proc.)



Najważniejsze dane

- Wzrost sprzedaży detalicznej w październiku w cenach stałych wyniósł 2,8% r/r
- Wzrost sprzedaży pojazdów samochodowych, motocykli i części to 12,3% r/r.
- Sprzedaż mebli, RTV i AGD spadła o 10,9% r/r.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Sprzedaż detaliczna urosła o 2,8% r/r po ośmiomiesięcznej przerwie. Za tym wzrostem stoi kilka czynników. Po pierwsze, rosnące płace realne wspierają konsumpcję. Dezinflacja będzie dalej wspierać ten proces w nadchodzących miesiącach.

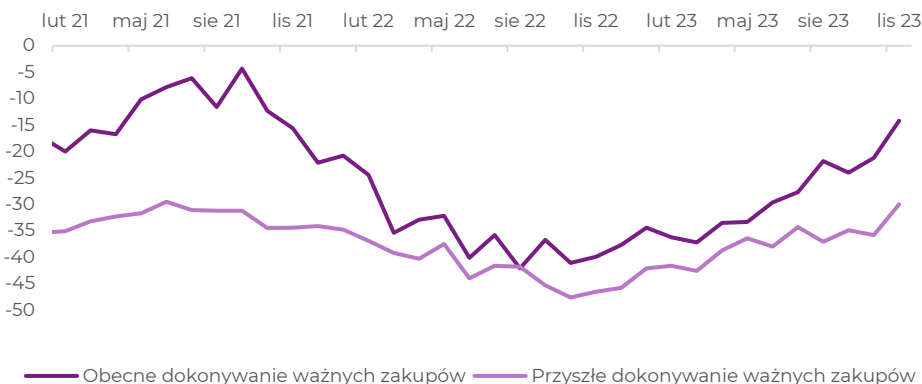
Po drugie, polska gospodarka wychodzi powoli z dołka. PKB i produkcja przemysłowa urosły w ostatnich odczytach. Oznacza to, że poziom aktywności gospodarczej wraca powoli do normy. Tym samym sprzedaż również będzie rosnąć.

Po trzecie, zniknął już efekt bazy który zaniżał sprzedaż detaliczną w tym roku z powodu jej wysokiej dynamiki w ubiegłym roku. Efekt ten wynikał z fali uchodźców, która przyczyniła się do zwiększenia konsumpcji w ubiegłym roku. Obecnie liczba uchodźców jest stabilna stąd też efekt bazy znikł. Oznacza to, że prawdopodobnie w nadchodzących miesiącach będziemy obserwować dalsze ożywienie.

Juliusz Śmidowski

Polska koniunktura coraz lepsza

Wskaźnik dokonywania ważnych zakupów



Najważniejsze dane

- W listopadzie ankietowani zdecydowanie pozytywniej niż poprzednio ocenili zarówno kategorię obecne dokonywanie ważnych zakupów (-14,2%), jak i przyszłe dokonywanie ważnych zakupów (-30%).
- Według danych Eurostatu Polska miała (ex aequo z Litwą) najwyższy wynik w UE we wskaźniku ufności konsumenckiej (-1,4%).
- Wyrównany sezonowo wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury dla handlu hurtowego w listopadzie przyjął wartość dodatnią (2,7%).

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

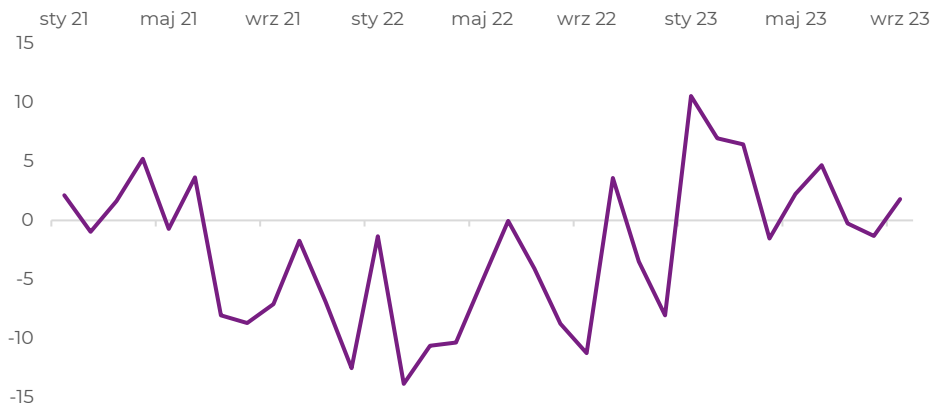
Bieżący i wyprzedzający wskaźnik koniunktury konsumenckiej wciąż rosną, chociaż dalej większość poszczególnych komponentów przyjmuje wartości ujemne. Patrząc szerzej polscy konsumenci są najbardziej optymistyczni z całej UE. Wyraźny wzrost realnych wynagrodzeń przekłada się na większą chęć do dokonywania ważnych zakupów. Konsumenci uznali także, że w przyszłym roku będą mogli zaoszczędzić pieniądze. W porównaniu z październikiem wzrosły jednak obawy dotyczące bezrobocia w przeciągu najbliższych 12 miesięcy.

W większości obszarów gospodarki ogólny klimat koniunktury poprawił się w porównaniu z październikiem. Największy wzrost wystąpił w handlu, w szczególności hurtowym. Porównując jednak z ubiegłym rokiem pozytywne nastroje były tylko w informacji i telekomunikacji oraz finansach i ubezpieczeniach. Listopadowe badanie pokazało także, że w porównaniu z rokiem 2022, w roku 2023 więcej firm ocenia, że nastąpił spadek poziomu inwestycji.

Adam Witek

Spadki w eksporcie i imporcie, w bilansie – nadwyżka

Saldo rachunku bieżącego w mld zł



Najważniejsze dane

- Saldo rachunków bieżących we wrześniu 2023 r. było dodatnie i wyniosło 1,8 mld zł (łącznie z saldem rachunków kapitałowych – 6,3 mld zł).
- Wrześniowe saldo rachunku finansowego również było dodatnie i wyniosło 7,5 mld zł.
- Zaobserwowano duży spadek wartości importu towarów (o 17,4% r/r) spowodowany m.in. zmniejszeniem się wartości importowanych paliw i towarów zaopatrzeniowych.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Dane opublikowane przez NBP wskazują, że wrzesień 2023 roku zakończył się dodatnim saldem rachunku bieżącego. Wyniosło ono 1,8 mld zł. W analogicznym miesiącu 2022 roku odnotowano ujemne saldo rachunków bieżących w wysokości 11,3 mld zł. Wrześniowy wynik salda rachunku kapitałowego był dodatni i równy 4,5 mld zł. Dodatnie było także saldo rachunku finansowego, wynoszące 7,5 mld zł.

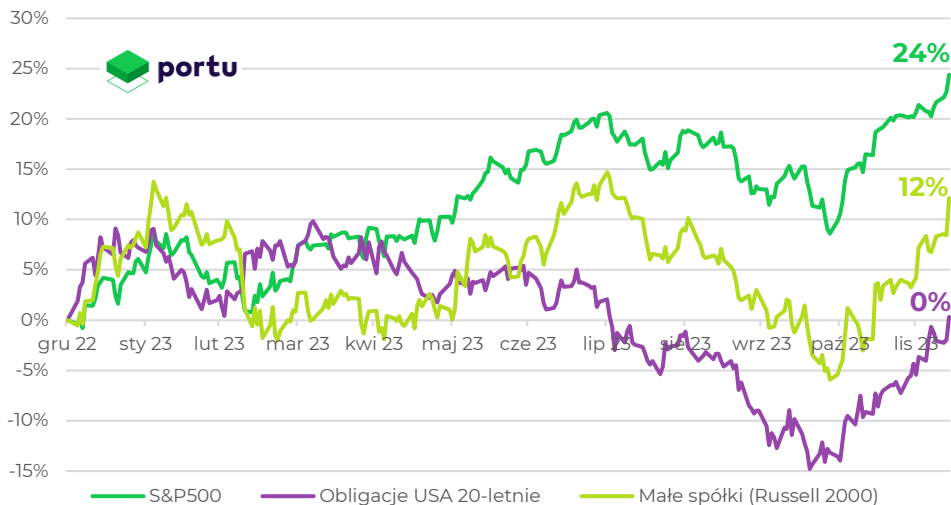
Na wartość salda rachunków bieżących wpłynęły: dodatnie salda usług (13,9 mld zł) i obrotów towarowych (3,7 mld zł) oraz ujemne salda dochodów pierwotnych (15,0 mld zł) i dochodów wtórnych (0,8 mld zł). Wszystkie z nich zaliczyły spadki wartości w porównaniu do września 2022 roku. Szczególnym przypadkiem była zmiana wartości importu dóbr (122,7 mld zł, spadek o 17,4% r/r). To efekt zmniejszenia się wartości importowanych paliw i towarów zaopatrzeniowych. Saldo transferów z KE było dodatnie i wyniosło 2,5 mld zł.

We wrześniu 2023 roku nastąpił wzrost wartości aktywów oraz wzrost wartości pasywów, odpowiednio o 32 mld zł i o 24,5 mld zł. Przyrost wartości inwestycji polskich podmiotów za granicą wynikał ze wzrostu wartości pozostałych inwestycji o 14,5 mld zł i należności z tytułu instrumentów dłużnych o 8,2 mld zł. Polskie inwestycje portfelowe, głównie w dłużne papiery wartościowe, zwiększyły się o 3,6 mld zł. Najważniejsze powody przyrostu wartości nierezydentów w Polsce to pozostałe inwestycje, w tym zobowiązania NBP (8,0 mld zł, w większości w ramach transakcji repo), dodatnie reinwestycje zysków (9,2 mld zł) oraz zobowiązania sektora bankowego z tytułu emisji obligacji (5,1 mld zł).

Artur Milewski

Wielki powrót byków

Stopy zwrotu wybranych aktywów



Komentarz portu

Niższe odczyty inflacji w USA oraz strefie euro oraz związana z tym zmiana nastawienia głównych banków centralnych rozkręciły końcoworoczną hossę na rynkach finansowych. Wzrosty obserwowaliśmy zarówno na rynku akcji, jak i obligacji. Do hossy podłączyły się także małe spółki, które jeszcze niedawno znajdowały się na minusie w tym roku. Ciekawą sytuację obserwowaliśmy także na rynku złota, które najpierw osiągnęło najwyższy poziom w historii, by następnie doświadczyć dość istotnej korekty.

Udane ostatnie tygodnie na rynkach sprzyjały tradycyjnemu portfelowi 60/40. Składa się on w 60% z akcji i 40% obligacji. Według Bank of America właśnie ubiegły miesiąc był najlepszy dla takiego portfela od trzydziestu lat, przy wzroście o 9,6%. Jednak według tego samego Bank of America portfel 60/40 jest przeżytkiem, a inwestorzy o dłuższym horyzoncie czasowym powinni obecnie zwiększać ekspozycję swojego portfela w rynku akcji.

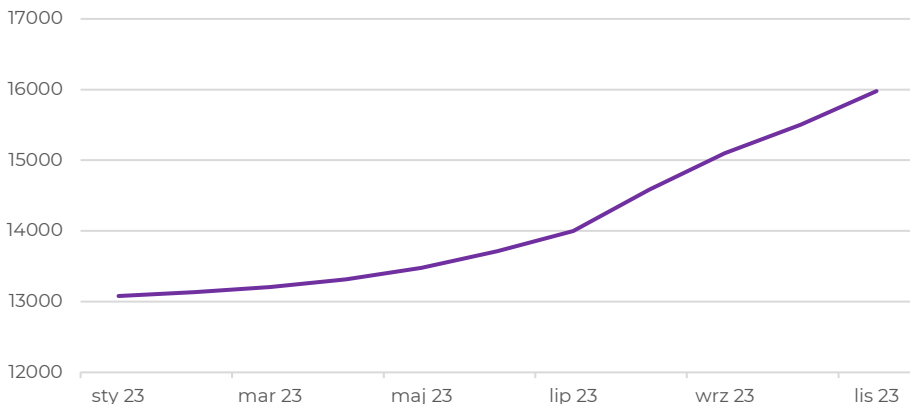
A na rynku akcji prym w ostatnim czasie wiodą przede wszystkim spółki z branży finansowej, dóbr konsumenckich wyższego rzędu (consumer discretionary), spółek z branży nieruchomości oraz spółek technologicznych. Zwłaszcza dla spółek z branży nieruchomości to powrót z dalekiej podróży. Ich dobre zachowanie to oczywiście pochodna wzrostu oczekiwań na spadki stóp procentowych.

Na drugim biegunie znalazły się spółki energetyczne, które tracą na istotnych spadkach cen surowców energetycznych, jak chociażby cen ropy czy gazu. Z tyłu zostają także branże uznawane za defensywne – spółki z branży dóbr konsumenckich pierwszej potrzeby, spółki z sektora ochrony zdrowia czy spółki użyteczności publicznej (utilities).

Mikołaj Raczyński, Portu

Warszawa bez dzielnicy poniżej 10 tys. zł/mkw.

Średnia cena mieszkań w Warszawie w zł/mkw



Najważniejsze dane:

- Średnia cena za m² w stolicy w listopadzie wyniosła 15979 zł.
- Jest to wzrost o 3,09% względem poprzedniego miesiąca.
- Zmiana względem listopada poprzedniego roku wyniosła 23,03%.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Październik przyniósł zasadniczą zmianę na rynku nieruchomości w Warszawie. Rembertów stał się ostatnią dzielnicą, w której średnia cena ofertowa przekroczyła 10 tys. zł/mkw, rosnąc o 6,3% względem poprzedniego miesiąca i 13,7% względem poprzedniego roku. Najwyższy wzrost cen zanotowano jednak na Żoliborzu - aż 22,9% r/r. Średnie ceny ofertowe w wybranych dzielnicach przekroczyły 10 tys. zł/mkw. jeszcze przed wybuchem pandemii COVID-19. Najwcześniej w Śródmieściu - w styczniu 2018 r.

Coraz trudniej negocjować cenę mieszkania. W III kwartale 2023 r. najmniej chętni do negocjacji cen byli sprzedawcy mieszkania właśnie w stolicy, schodząc z ceny średnio jedynie o 0,1%, gdy jeszcze pod koniec 2022 r. było to blisko 2,5%. Jak wynika z danych Narodowego Banku Polskiego, średnie ceny transakcyjne na warszawskim rynku pierwotnym i wtórnym w III kw. 2023 roku wzrosły odpowiednio o 6,4% k/k oraz 3,2% k/k. Na taki stan rzeczy wpływa zdecydowanie wyższy popyt spowodowany wsparciem rządowym dla osób kupujących na kredyt pierwsze mieszkanie co podbija stawki. Swoje trzy grosze dokłada strona podaży - deweloperzy wprowadzają do oferty mniej mieszkań niż sprzedają. Od początku roku ilość mieszkań kwalifikujących się do programu „Bezpieczny kredyt 2%”, czyli takich która cena całkowita nie przekracza 800 tys. zł, obniżyła się w samej Warszawie aż o 47%.

Aleksandra Andryszewska

WIG20 blisko dwuletnich szczytów

Notowania WIG20



Najważniejsze dane

- W połowie listopada WIG20 przebił kluczową barierę 2200 punktów i wspiął się na nowe szczyty.
- W dalszym ciągu spółki z sektora finansowego ciągną WIG20 do góry.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Udany listopad na GPW. Pchany powyborczą euforią WIG20 wszedł w nowy miesiąc z przymilem. Od samego początku listopada indeks przekraczał kolejne poziomy oporu i pewnie kontynuował serię wzrostów. Sytuacja uległa lekkiemu pogorszeniu dopiero 10 listopada. Złe informacje płynące z KGHM-u, PZU, czy Cyfrowego Polsatu sprawiły, że WIG20 zakończył sesję na poziomie 2141 punktów.

Amerykańska inflacja napędza polską giełdę. 14 listopada zostały opublikowane dane o inflacji CPI w USA. Niższy niż przewidywano rezultat miał pozytywny wpływ na amerykańskie indeksy. Taki sygnał z giełd zza oceanu ponownie napędził WIG20. Indeks wspiął się na roczne maksima powyżej 2200 punktów dzięki mocnemu wzrostowi o blisko 5% w jeden dzień.

Spółki energetyczne notują dobrą koniunkturę. Początek grudnia przyniósł imponującą zwyżkę polskich blue chipów. Te wzrosty były spowodowane informacjami o niższych cenach dostaw węgla dla spółek energetycznych oraz decyzją o budowie elektrowni atomowej. Dużym zainteresowaniem cieszyły się również banki. Rynek pozytywnie zareagował na zapowiedzi zwiększenia finansowania rządowego programu "Bezpieczny kredyt 2 proc.". Ten spektakularny dzień WIG20 skończył z wynikiem 2285 punktów i wzrostem o ponad 3%.

Szymon Skurniak

Dynamiczne umocnienie złotówki

Notowania EUR/PLN



Najważniejsze dane

- W listopadzie PLN utrzymał się w trójce najbardziej zyskujących walut na świecie.
- Kurs EUR/USD waha się w przedziale między 1,05 a 1,10.
- Polska waluta osiągnęła dwa tegoroczne minimum na poziomie 4,32 względem wspólnej waluty oraz 3,93 wobec dolara.
- PLN kontynuuje aprecjację względem CHF i GBP, osiągając średnio 4,57 PLN i 5,05 PLN odpowiednio.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Podczas listopada kurs EUR/USD kontynuował wędrowkę na północ, poruszając się w kanale wzrostowym ustalonym na początku miesiąca. Słabość dolara miała kilka powodów: pogarszająca się sytuacja na amerykańskim rynku pracy oraz spadek inflacji konsumenckiej poniżej oczekiwań rynkowych, co w teorii sugeruje możliwość wcześniejszych obniżek stóp procentowych przez FED. Od grudnia dolar próbuje odzyskać swoją pozycję w relacji do euro i kurs ponownie spotyka opór na poziomie 1,10. Osłabienie wspólnej waluty związane jest z niższym odczytem inflacji w strefie euro za listopad, co w kontekście trudności gospodarczych Niemiec czy Francji skłania inwestorów do prognozowania szybszych obniżek stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny w porównaniu do Rezerwy Federalnej. Na początku grudnia kurs znajduje się w okolicach 1,08 USD.

Od początku października polska złotówka nieustannie umacnia się wobec euro. Kurs tej pary walutowej osiągnął minimum na poziomie 4,32 pod koniec listopada, co stanowiło najniższą wartość od ponad 3 lat. Jest to symboliczne zamknięcie pandemicznego i wojennego okresu słabości złotówki.

Aprecjacja polskiej złotówki względem dolara trwa w najlepszej. Kurs USD/PLN spadł poniżej istotnego poziomu psychologicznego 4,00, osiągając minimum na poziomie 3,93 pod koniec listopada. Od grudnia zauważalne są próby odreagowania ostatnich spadków, jednak kluczowym oporem będzie wspomniany poziom 4,00. Przełamanie tej bariery może być konieczne dla większej korekty wzrostowej.

Kajetan Nowakowski

Kolejna hossa na kryptowalutach przed nami?

Notowania BTC/USD (w tysiącach)



Najważniejsze dane:

- Bitcoin w ciągu ostatniego roku zaliczył solidne wzrosty.
- Cykl Bitcoina dobiega końca w okolicy kwietnia 2024 roku.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Bitcoin znajduje się w wyraźnym trendzie wzrostowym już od 12 miesięcy. Cena wzrosła do tej pory o prawie 150%. Jest to największy wzrost od czerwca 2021 roku. Do szczytu wszechczasów nadal jednak brakuje około 30 tysięcy dolarów.

Trzeci cykl Bitcoina dobiega końca. Cykle największej z kryptowalut są nierozłącznie związane z tzw. halvingiem. Jest to dzień, w którym nagroda dla górników walut wirtualnych zmniejsza się o połowę. Wypada on co mniej więcej 4 lata. Najbliższy halving ma miejsce w kwietniu przyszłego roku. Historycznie około 500 dni po tym szczególnym dniu kurs Bitcoina osiągał nowy szczyt. W obecnym cyklu, który zaczął się w połowie 2020 roku mogliśmy obserwować wzrosty przez prawie 550 dni. Następnie notowania największej z kryptowalut straciły prawie 75%. Wielu inwestorów oraz media prognozowało wtedy upadek cyfrowych walut, lecz tak duży spadek nie był niczym nadzwyczajnym z punktu widzenia cykliczności. Według tej teorii hossa na Bitcoinie może trwać nawet do października 2025 roku.

Notowaniom Bitcoina pomagają wzrosty indeksu Nasdaq-100. Historycznie oba aktywa łączyła wyraźna korelacja – kryptowaluty i spółki notowane w ramach Nasdaq-100 należą do segmentu high-tech industry. Amerykański indeks również rozpoczął trwającą do dzisiaj falę wzrostową w okolicy stycznia 2023 roku co przekłada się na kurs Bitcoina.

Aleksander Dzieślewski

Z nieba do piekła

Aby zrozumieć znaczenie tegorocznych wyborów w Argentynie, warto najpierw cofnąć się do początku XX wieku. **Argentyńska gospodarka, oparta na hodowli i rolnictwie, w pół wieku potraja swój dochód narodowy, a po drugiej Wojnie Światowej staje się szóstym najbogatszym państwem świata**, wyprzedzając w dochodzie narodowym per capita Szwajcarów, Niemców czy Francuzów, jednocześnie przewyższając swoich południowoamerykańskich sąsiadów 5-krotnie.

Jest rok 1946. Następuje przełomowy moment w najnowszej historii Argentyny – **do władzy dochodzi socjalista, generał Juan Peron**, którego prezydentura wytyczy kierunek polityki gospodarczej i społecznej państwa na najbliższe dziesięciolecie. Peron niesie na sztandarach takie hasła jak **walka z nierównościami, nacjonalizacja czy konsumpcja zgramadzonego bogactwa Argentyny poprzez radykalny wzrost wydatków publicznych**. Te chwytliwe słowa zdobywają aprobatę w społeczeństwie, w którym nie wszystkie grupy społeczne czują się beneficjentami wieloletniego sukcesu Argentyny. W efekcie dochodzi do upaństwowienia ponad 60% gospodarki. Kolejne lata to szalenie burzliwy okres dla Argentyńczyków, który zwiastuje wygnanie Perona z kraju, a następnie jego powrót. Śmierć prezydenta w 1974 roku także nie przynosi zmian. **Dalsze rządy ideowych spadkobierców peronizmu oznaczają postępującą ekspansję fiskalną**, wzrost zadłużenia, afery korupcyjne i w efekcie spadek Argentyny do szóstej dziesiątki w światowym rankingu PKB per capita.

Kryzys nie skłania jednak Argentyńczyków do zmian i kolejne próby zaciskania pasa kończą się niepowodzeniem. Peroniści wpisują się w oczekiwania obywateli o silnie rozbudowanym państwie, które jest źródłem wszelkiego bogactwa i dobrobytu. **Bilansem tej polityki jest inflacja na poziomie 140% oraz sytuacja, w której 40% Argentyńczyków żyje poniżej granicy ubóstwa**, a 60% obywateli nie ma pełni praw pracowniczych.

Libertarianin receptą na wyjście z kryzysu?

Mając na uwadze na tło sytuacji społeczno-ekonomicznej w Argentynie, należy uznać, że tegoroczne wybory prezydenckie miały dla tego kraju olbrzymie znaczenie.

Do drugiej tury wszedł peronista i obecny Minister Gospodarki Sergio Massa oraz **przedstawiciel Partii Libertariańskiej Javier Milei, który wygrując wybory stał się pierwszym libertariańskim prezydentem na świecie**.

Nowy prezydent Argentyny, 53-letni ekonomista z Buenos Aires, zapowiedział **porzucenie peso na rzecz dolara oraz likwidację Banku Centralnego**, wszystkich państwowych firm i 2/3 ministerstw, a także legalizację narkotyków i handlu organami. W obliczu 140% inflacji i eskalacji kryzysu, radykalne postulaty oraz ekscentryczny styl bycia stały się w kampanii zdecydowanym atutem Javiera Milei.

Ekstrawaganckie pomysły stojące w kontrze do partii władzy reprezentującej status quo coraz mocniej przebiły się w mediach i zyskiwały wśród ludzi coraz większe poparcie. Kontrowersyjny kandydat określający się jako anarcho-kapitalista, zasłynął wcześniej też z wulgarnych określeń w stosunku do Papieża Franciszka. Argentyńską klasę polityczną okraślił zaś mianem pasożytów i szcurków oraz zbędnej kasty, którą trzeba wyeliminować. **Populistyczne usposobienie, cięty język oraz sprawne wykorzystanie TikToka w kampanii przyniosły Mileiowi ogromną popularność**, szczególnie wśród wyborców do 30. roku życia, wśród których antyestablishmentowy polityk cieszył się jeszcze większym poparciem niż w grupie ogólnej.

Javier Milei zapowiedział również **zakończenie handlu z Chinami i Brazylią** (które odpowiadają za 23% argentyńskiego eksportu), co stanowi **zapowiedź radykalnego zwrotu polityki zagranicznej Argentyny** w kierunku transatlantyckim. Już 10 dni po wyborach prezydent-elekt udał się do USA, aby w Białym Domu spotkać się z doradcą prezydenta Bidena ds. bezpieczeństwa narodowego Jake Sullivanem. Milei odwiedził również przedstawicieli Międzynarodowego Funduszu Walutowego w Waszyngtonie.

Zważywszy na burzliwą historię Argentyny i brak doświadczenia politycznego nowego prezydenta, ciężko stwierdzić, czy ten akt desperacji uciemiężonego i niestabilnego w sympatiach politycznych społeczeństwa stanie się przełomowym krokiem w dziejach Argentyny, czy zapisze się w historii tylko jako krótkotrwała i barwna ciekawostka.

Konrad Szwed

Kapitał hybrydowy odpowiedzią na potrzeby rynku kapitałowego?

W obecnej globalnej gospodarce przedsiębiorstwa mają coraz większe potrzeby płynnościowe, a **konwencjonalne źródła finansowania stają się coraz trudniejsze do zabezpieczenia w odpowiednim czasie**. W związku z tym rośnie zapotrzebowanie na innowacyjne metody pozyskiwania kapitału. Przedstawiamy mniej znane na polskim rynku możliwości finansowania: **emisja obligacji zamiennych oraz finansowanie mezzanine**, które z biegiem lat zyskiwały na popularności na rynkach zachodnich (zwłaszcza w USA), podczas gdy w polskiej przestrzeni publicznej nadal pozostają w cieniu. Oba łączy jedno – bazują na stosowaniu w nich kapitału hybrydowego.

Obligacje zamienne na akcje

Istota kapitału hybrydowego ściśle wiąże się z pojęciem obligacji zamiennych na akcje. Zamiennych, ponieważ **mogą zostać zamienione na określoną liczbę akcji emitenta w sytuacji, gdy wartość nominalna obligacji będzie niższa niż wartość rynkowa otrzymanych akcji**. Kapitał zgromadzony w drodze emisji tego typu obligacji bywa niekiedy nazywany kapitałem hybrydowym, ponieważ jest to forma zadłużenia, która może zostać zmieniona na kapitał własny. Oprocentowanie obligacji zamiennych ustalane jest na niższym poziomie niż obligacji zwykłych, a nadanie obligacji atrybutu zamienności umożliwia teoretycznie pozyskanie finansowania w tańszy sposób.

Młode, dynamicznie rozwijające się przedsiębiorstwa mają zdecydowanie większe zapotrzebowanie na kapitał, jednak często nie są w stanie przeprowadzić emisji akcji lub zadłużyć się w tradycyjny sposób (poprzez kredyt bankowy czy emisję zwykłych obligacji). Odpowiednia wycena akcji omawianych firm może być problematyczna przez co emisja nie zapewni dostatecznej ilości kapitału. Problemem jest również wysoki koszt obsługi długu z racji krótkiej historii i braku zaufania do takich przedsiębiorstw. Dlatego też **młode firmy o wysokim potencjale wzrostu chętnie stosują obligacje zamienne na akcje**.

Finansowanie typu Mezzanine

Na „półpiętrze”, między kapitałem własnym (względnie droгим i ryzykownym) i dłużnym (nie zawsze dostępnym), znajduje się kapitał hybrydowy. **Jedną z hybrydowych form finansowania, stosującą m.in. obligacje zamienne, jest długoterminowa pożyczka mezzanine** (pl: półpiętro, antresola).

Okres finansowania Mezzanine najczęściej wynosi od 5 do 7 lat, a **od kredytu bankowego różni się tym, że spłata dokonywana jest jednorazowo – na koniec okresu kredytowania**. Udzielony kapitał nie jest zabezpieczony na aktywach przedsiębiorstwa. Zabezpieczeniem w tym typie finansowania są głównie zastawy na akcjach lub udziałach i przepływy pieniężne generowane przez firmę, dlatego też spłata kapitału następuje na koniec okresu – pozwala to finansowanej spółce utrzymanie płynności.

Kluczową zaletą mezzanine jest to, że z perspektywy finansowej jest kapitałem, więc nie pogarsza zdolności kredytowej przedsiębiorstwa – w bilansie widnieje jako kapitał własny. Dzięki okrojonym w porównaniu z kredytem bankowym procedurom, każda pożyczka mezzanine jest dostosowana do indywidualnych potrzeb przedsiębiorstwa – jest „szyta na miarę”. **Jej wadą jest natomiast potrzeba podpisania umowy nakładającej wiele obowiązków na spółkę finansowaną, których spełnianie może skutkować nałożeniem ograniczeń w podejmowaniu decyzji przez zarządzających**, np. niezaciąganiu kolejnych kredytów bankowych albo możliwość blokowania decyzji inwestycyjnych przez finansującego.

Ten rodzaj instrumentu finansowego cieszy się popularnością zwłaszcza w kontekście finansowania wykupu lub restrukturyzacji przedsiębiorstw (LBO, MBO, MBI). Jest również popularne w procesie przygotowywania przedsiębiorstwa do debiutu giełdowego lub prywatyzacji. **Jest to opcja dla średnich i dużych firm, które są już obecne na rynku, mają potencjał do dalszego rozwoju** oraz nie chcą zmieniać swojej struktury właścicielskiej ani pozyskiwać kapitału poprzez giełdę, **ale jednocześnie napotykają na trudności w uzyskaniu tradycyjnego kredytu**.

Mezzanine cieszy się ogromną popularnością w Ameryce Północnej, gdzie stanowi ważne źródło kapitału dla wielu firm w kontekście finansowania transformacji i rozwoju biznesu. Jednak na europejskim rynku i w przestrzeni publicznej ten rodzaj finansowania jest zdecydowanie mniej powszechny.

Maciej Bednarski



Termin „kłątwa surowcowa”, mimo swojego potocznego brzmienia, wyjątkowo dobrze oddaje sens całego zagadnienia. Dosyć paradoksalnie, **dotknięte są nią regiony lub państwa, które wyróżniają się dużą zasobnością w surowce naturalne**, szczególnie w kopaliny. Odznaczają się one zdecydowanie gorszym poziomem rozwoju gospodarczego niż inne państwa posiadające zdecydowanie uboższą bazę surowcową.

Kłątwa surowcowa w praktyce

Wśród gospodarek objętych „kłątwą surowcową” można wymienić Wenezuelę, Meksyk, Kazachstan, Rosję i Azerbejdżan. Szczególnie ciekawe jest studium przypadku tego ostatniego kraju. **Największymi bogactwami naturalnymi Azerbejdżanu są ropa oraz gaz.** Tuż po uniezależnieniu się od ZSRR w 1991 roku stało się oczywiste, że te dwa surowce będą głównymi filarami azerskiej gospodarki. To one miały zapewnić nowemu państwu samodzielność i niezależność, a przede wszystkim wzrost gospodarczy. Według danych Banku Światowego, w latach 2000-2018 PKB oraz PKB per capita Azerbejdżanu systematycznie rosło. W 2000 r. PKB per capita wyniosło 656 USD a w 2018 r. wzrosło do 4722 USD. **Azerska gospodarka jest mocno uzależniona od surowców oraz jest wyjątkowo czuła na aktualną koniunkturę cenową w międzynarodowych rynkach surowcowych.** Uwidoczniło się to po 2014 roku, kiedy Azerbejdżan przechodził przez spowolnienie gospodarcze, którego główną przyczyną był spadek cen ropy na światowych rynkach.

Surowcowy charakter azerskiej gospodarki obniża ogólny poziom jej konkurencyjności. Wzrasta rola przemysłu wydobywczego. Jego udział w sektorze przemysłowym w 2000 r. wyniósł 53,4 % a w 2018 r. – 73,3 %. Największe znaczenie miało wydobycie gazu i ropy, które w 2000 r. stanowiło 46,7 % a w 2018 r. aż 65,7 % całego przemysłu wydobywczego. Inwestorzy zagraniczni w Azerbejdżanie byli skupieni głównie na przemyśle wydobywczym i wykazywali mniejsze zainteresowanie innymi gałęziami przemysłu. Ponad połowa bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) ulokowana jest w sektorze wydobywczym.

Wyjątkowo trudno będzie wyjść z tej sytuacji. **Azerskie władze nie podejmują praktycznie żadnych działań, aby uczynić gospodarkę swojego kraju bardziej konkurencyjną.**

Dodatkowym problemem jest fakt, że Azerbejdżan jest krajem o wyjątkowo słabym systemie instytucjonalnym.

Łatwe i szybkie dochody osłabiły chęć ewentualnych reform i utrwaliły już i tak poważne problemy strukturalne. To właśnie one są wspólnym mianownikiem wszystkich krajów objętych „kłątwą surowcową”. **Miejscowe władze nie są w stanie zmienić sytuacji kraju, ani w odpowiedni sposób wykorzystać pozyskanych z eksportu środków finansowych.** Przez to wszechobecna jest korupcja.

Dodatkowo Azerbejdżan leży w dosyć niestabilnym regionie świata. Wybuchające konflikty o Górski Karabach z Armenią, czy napięcia w stosunkach z Iranem, tylko odstraszały potencjalnych inwestorów i nie stymulują rozwoju gospodarczego kraju.

Kraj kontrastów

Azerskie władze nie są w stanie w odpowiedni i zrównoważony sposób wykorzystać swoich bogactw naturalnych i dlatego Azerbejdżan pozostaje krajem kontrastów. **Metropolitarny obszar Baku, rozwijany głównie dzięki „petrodolarom” stoi niejako w opozycji do znacznie biedniejszego i skrajnie niedoinwestowanego interioru.** Władze kraju wolą inwestować za to w promocję kraju na arenie międzynarodowej. W 2012 Azerbejdżan organizował Konkurs Piosenki Eurowizji, w 2015 roku Igrzyska Europejskie, w 2019 roku finał Ligi Europy, a w 2021 roku Baku było jedną z aren EURO 2020.

Podsumowując, Azerbejdżan ma ogromne możliwości rozwojowe posiadając tak ogromne złoża surowców naturalnych. Jednak dzięki poważnym wadom strukturalnym, które zostały odziedziczone po okresie komunistycznym, władze kraju nie mogą w odpowiedni sposób zarządzać środkami finansowymi. **Dochody z eksportu ropy oraz gazu powinny być wydatkowane w bardziej zachowawczy i zrównoważony sposób, na przykład poprzez inwestycje zagraniczne.** Azerskie władze muszą dokonać znaczących modyfikacji w sposobach dystrybucji pozyskanych środków finansowych, a także dokonać rewizji dotychczasowych planów gospodarczych. **Przemiany te powinny być również poparte odpowiednimi zmianami legislacyjnymi, które muszą zostać wprowadzone, a to w Azerbejdżanie może być wyjątkowo trudne.**

Bartosz Przywara

Czym jest CPK?

Centralny Port Komunikacyjny ma powstać w gminie Baranów, 37 km na zachód od Warszawy. Według planów będzie się składał z nowoczesnego lotniska, dworca kolejowego, nowego węzła drogowego oraz infrastruktury towarzyszącej. Pod tą nazwą kryje się też wiele lokalnych inwestycji w całej Polsce połączonych z głównym portem. **Przedsięwzięcie ma na celu podniesienie znaczenia naszego państwa jako międzynarodowego hubu przesiadkowego oraz usprawnienie transportu wewnątrz krajowego poprzez odciążenie lotniska Chopina oraz warszawskich dworców.** Przewidywany termin otwarcia części lotniskowej datuje się na Q4 2027 roku, a kolejowej na Q4 2034.

Po zakończeniu pierwszego etapu port lotniczy w Baranowie ma być w stanie obsłużyć **40 mln podróży rocznie**. Dla porównania z usług lotniska Chopina skorzystało w 2022 roku 14,4 mln osób, a w sumie polskie lotniska obsłużyły 41 mln pasażerów. Prognozowana liczba nie plasuje się źle na tle europejskich wyników: Heathrow 61,6 mln, Frankfurt nad Menem 48,9 mln. Plany co do maksymalnych możliwości CPK i czasu kiedy będzie w stanie je osiągnąć ewoluują, aktualnie mówi się o przedziale 48,5-72 mln pasażerów do 2060 roku.

Przesłanki stojące za inwestycją

Jednym z powodów powstania tego gigantycznego przedsięwzięcia są **trudności w funkcjonowaniu i potencjalnej rozbudowie stołecznego lotniska**. W skład lotniska Chopina, tak jak CPK, wchodzi 2 pasy startowe, jednakże w Warszawie przecinają się one ze sobą, co powoduje wyzwania organizacyjne i ogranicza maksymalną liczbę wylotów i przylotów w ciągu godziny do 44. Londyński Gatwick, posiadając 1 pas jest w stanie obsłużyć 55 takich operacji. Kolejną ważną kwestią, wpływającą na brak możliwości zwiększenia przepustowości i rozbudowy są limity środowiskowe. **Bezpośrednie sąsiedztwo dwumilionowego miasta sprawia, że odszkodowania dla mieszkańców ze względu na hałas wyniosłyby kilkadziesiąt miliardów.** Należy jeszcze wskazać niewystarczającą liczbę stanowisk postojowych, gate'ów oraz rękawów. Z związku z tym widać, że konieczna będzie alternatywa dla aktualnie największego portu lotniczego w kraju.

Rosnące koszty

Pierwsze przewidywane koszty wszystkich etapów modernizacji oraz budowy lotniska, linii kolejowych oraz dróg wynoszą 230-250 mld zł. Dziś już oficjalnie nawet komunikaty mówią o znacznie większych liczbach. Około 13 mld zł na I etap (lata 2020-2023), 155 mld zł na II etap (lata 2024-2030) oraz ok. 139 mld zł na III etap (po 2030 r.) sumują się do **307 mld zł**. Plany są bardzo ambitne i szeroko zakrojone, najbliższą perspektywą jest budowa lotniska i infrastruktury mu towarzyszącej. Marcin Horała, pełnomocnik rządu ds. CPK wskazywał, że wydatki związane z tym powinny wynieść około 8,1 mld euro. Dziś już wiemy, że są to nierrealne liczby. Według najnowszego planu finansowego jest to kwota 67 mld zł, z czego na samo lotnisko zostanie przeznaczony 46,3 mld zł.

Widać wyraźnie, że **koszty znacząco odbiegają od pierwotnie założonych**, a cała inwestycja może okazać się znacznie większym obciążeniem niż sądzono. W swoim raporcie z 2022 r. Najwyższa Izba Kontroli wyraziła swoje obawy i wątpliwości związane z planowaniem i realizacją projektu. Koszty są opisane w sposób nietransparentny, terminy niemożliwe do utrzymania, a **rentowność całego przedsięwzięcia stoi pod znakiem zapytania**. NIK zalecił też jak najszybsze przeprowadzenie rzetelnej analizy kosztów i korzyści.

Okazja dla krajowego przewoźnika

Kluczowym punktem dla szans na sukces CPK jest znaczące **wzmocnienie pozycji PLL LOT**. Obecnie nasz rodzimy przewoźnik jest w skali światowej określany jako mały/średni operator lotów. Jeśli CPK miałyby zaważyć z największymi lotniskami Europy Środkowej i Wschodniej, to LOT musiałby zwiększyć flotę samolotów dalekiego zasięgu oraz podjąć walkę ze światowymi gigantami z branży, co oceniane jest za mało prawdopodobne przez byłego dyrektora polskich linii, Marka Serafina.

Kwestia budowy Centralnego Portu Komunikacyjnego i inwestycji z nim związanych nie jest zerojedynkowa. Widać wyraźnie, że lotnisko Chopina jest przeciążone, a wspieranie kolei skróci przejazdy, zwiększy konkurencyjność tego środka transportu oraz pomoże ograniczyć emisję dwutlenku węgla. Z drugiej strony widzimy jednak, że inwestycja jest niedokładnie zaplanowana oraz pojawiają się częste odstęstwa od założeń.

Wojciech Szulc



Obserwatorfinansowy.pl

EKONOMIA - DEBATA - POLSKA - ŚWIAT



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
CASE – Center for Social and Economic Research



Instytut Studiów Ekonomiczno-Społecznych
Institute for Social and Economic Studies



**Olimpiada
Wiedzy Ekonomicznej**

