

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

15 stycznia 2019

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

PRZEGLĄD GOSPODARCZY	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	7
POLITYKA FISKALNA	8
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	9
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH..	10
RYNKI ZAGRANICZNE	11
PRZEGLĄD DANYCH	14
DANE I PROGNOZY	15
KALENDARZ	16

Podsumowanie miesiąca

- Wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach minionego roku zaskakiwał pozytywnie, przekraczając poziom 5%. Tak dobre wyniki krajowej gospodarki osiągnięte zostały w warunkach pogarszającej się koniunktury w gospodarce globalnej. Głównym motorem wzrostu był popyt konsumpcyjny. Silnym wsparciem gospodarki były także inwestycje publiczne, głównie o charakterze infrastrukturalnym. W roku 2019 wzrost gospodarczy będzie stopniowo wyhamowywał, jednak wciąż będzie pozytywnie wyróżniał polską gospodarkę na tle UE. Mniej korzystne otoczenie zewnętrzne oraz ograniczenia podażowe będą zmniejszały tempo wzrostu gospodarczego, jednak mocna konsumpcja prywatna będzie stanowiła wsparcie gospodarki. Bezrobocie utrzymujące się na poziomach zbliżonych do historycznych minimów, rosnące dochody rozporządzalne gospodarstw domowych, choć w naszej ocenie w nieco wolniejszym tempie niż w roku 2018, wciąż rekordowo niskie stopy procentowe wspierające kredyt konsumpcyjny, będą sprzyjały konsumpcji. W tym roku wzrost gospodarczy zbliży się do tempa wzrostu potencjalnego, stąd będzie generował mniej nierównowag w gospodarce.
- Rok 2018 był nudnym okresem w polskiej polityce pieniężnej, co w kontekście banku centralnego jest atutem. Przez cały rok RPP nie dokonała modyfikacji w koszcie pieniądza, więc stopa referencyjna kształtuje się zatem na historycznie niskim poziomie 1,5% już niemal 4 lata. Większość członków tego gremium nie widziała w ub. roku znaczących ryzyk związanych z ujemnymi realnymi stopami procentowymi, które utrzymywały się przez osiem miesięcy. Ponadto nie reagowała na projekcje makroekonomiczne NBP wskazujące na wskaźnik CPI średnio w latach 2019-2020 przekraczający cel inflacyjny. Warto zaznaczyć jednak, że w listopadzie został złożony wniosek o podwyżkę stóp procentowych, nie spotkał się on jednak z poparciem większości. Na początku 2019 r. Rada kontynuuje swoje łagodne nastawienie z ub. roku. Co więcej, prezes NBP A.Głapiński powiedział po styczniowym posiedzeniu RPP, że według niego stopy procentowe pozostaną stabilne nie tylko do końca 2020, ale także później, do końca kadencji obecnej Rady w 2022 r. Komunikaty Rady, a także wypowiedzi jej członków, w tym prezesa NBP potwierdzają dążenie większości tego gremium do stabilizacji kosztu pieniądza przez bardzo długi czas.
- Za nami 2018 rok, w trakcie którego jedynie w pierwszej połowie roku kurs EUR/PLN podlegał silnym wahaniom, kiedy amplituda wyniosła 28 gr. Druga połowa roku przyniosła wyraźną stabilizację notowań. W tym czasie wycena złotego w relacji do euro koncentrowała się wokół poziomu 4,30 odchylając się o +/- 4 gr. Wysoką odporność na napływające informacje w sprawie wojen handlowych, czy obaw o globalne spowolnienie polska waluta zawdzięczała solidnym fundamentom krajowej gospodarki, które zaskakiwały pozytywnie w stosunku do prognoz z początku roku. Notowania pozostałych par złotych miały w ubiegłym roku bardziej jednoznaczny kierunek. W przypadku kursu USD/PLN pierwszy miesiąc 2018 roku był jednocześnie miesiącem ubiegłorocznego minimum notowań, a niemal każdy kolejny przynosił osłabienie złotego. Największą zmienność w 2018 roku - wynoszącą aż 40 groszy - wykazał kurs CHF/PLN, który przejściowo zwyżkował do poziomu 3,86. Przecena złotego w relacji do dolara i franka wynikała ze zwiększonego zainteresowania bezpiecznymi aktywami na rynkach globalnych.

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
Fed - Federal Funds Rate	2,25%-2,50%	29-30 sty	2,25%-2,50%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	21 mar	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	24 sty	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	5-6 lut	1,50%

Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

Makro i rynek

raport miesięczny

Polska gospodarka zaskakiwała pozytywnie przez cały 2018 rok

Mniej korzystne otoczenie zewnętrzne ograniczy wzrost także w Polsce, choć wciąż będziemy rozwijali się w tempie wyraźnie wyższym niż większość krajów UE

Konsumpcja prywatna pozostanie głównym motorem gospodarki

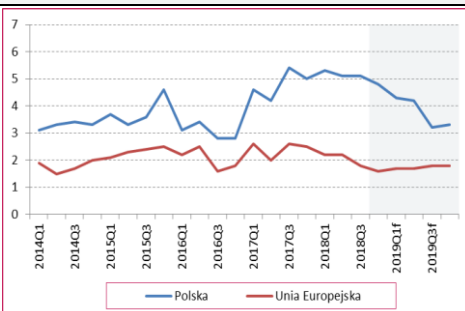
Wzrost inwestycji pozostanie umiarkowany

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Rok 2018 był bardzo dobrym okresem dla polskiej gospodarki. Wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach zaskakiwał pozytywnie, przekraczając poziom 5%. Wynik za trzeci kwartał 2019 r. był jednym z najlepszych w całej Unii Europejskiej. Cały ubiegły rok zakończył się zapewne wzrostem na poziomie 5%, podczas gdy projekcja NBP z początku ubiegłego roku wskazywała na wzrost na poziomie 4,2%. Co ważne, tak dobre wyniki krajowej gospodarki osiągnięte zostały w warunkach pogarszającej się koniunktury w gospodarce globalnej. Głównym motorem gospodarki był popyt konsumpcyjny. Rekordowo niskie bezrobocie, rosnące dochody gospodarstw domowych, wzmacniały optymistyczne nastroje konsumentów, a przez to ich skłonność do konsumpcji. Silnym wsparciem gospodarki były także inwestycje publiczne, głównie o charakterze infrastrukturalnym, co widoczne było w dynamicznych wzrostach produkcji budowlano-montażowej. Dużo wolniej rosły natomiast inwestycje firm prywatnych, szczególnie firm krajowych, które pozostawały ostrożne w rozpoczynaniu projektów inwestycyjnych. Łączny popyt krajowy росł w dynamicznym tempie, kompensując mniej korzystne otoczenie zewnętrzne i ujemną kontrybucję eksportu netto.

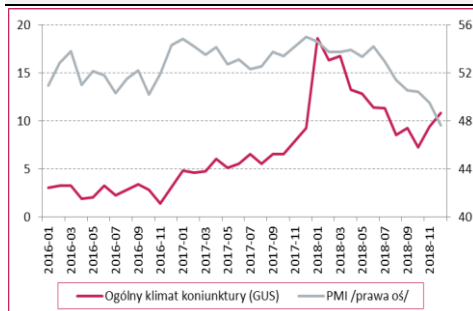
W roku 2019 wzrost gospodarczy będzie słabszy niż w minionym, jednak wciąż będzie pozytywnie wyróżniał się na tle całej Unii Europejskiej. Wskaźniki koniunktury wskazują na wyhamowanie wzrostu gospodarczego w głównych światowych gospodarkach, w tym w USA, Niemczech i Chinach. Otoczenie globalne będzie więc mniej sprzyjające niż w roku poprzednim. Bank Światowy oczekuje, że globalny wzrost gospodarczy spowolni w tym roku do 2,9%. Nie pozostanie to bez wpływu także na kondycję polskiej gospodarki. W naszej ocenie struktura wzrostu gospodarczego w Polsce będzie zbliżona do wyników z roku 2018. Głównym motorem gospodarki pozostanie konsumpcja prywatna, choć jej dynamika wyhamuje do ok. 4% z szacowanych 4,7% w roku 2018. Wyhamuje także dynamika inwestycji, głównie ze względu na podażowe ograniczenia w branży budowlanej, uniemożliwiające utrzymanie dotychczasowych wzrostów inwestycji budowlanych. Eksport netto będzie miał negatywną kontrybucję do wzrostu, na co wpływ będzie miało wyhamowanie eksportu, w ślad za słabszym wzrostem globalnym i rosnącym szybciej importem.

Wykres 1 Wzrost PKB w Polsce i w Unii Europejskiej [% r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 2 Koniunktura w przemyśle [pkt.]



Źródło: Macrobond

Konsumpcja prywatna ma potencjał do utrzymania się na ścieżce wzrostowej w roku 2019. Co prawda jej dynamika nieznacznie wyhamuje w stosunku do roku 2018, jednak w dalszym ciągu pozostanie głównym motorem gospodarki. Bezrobocie utrzymujące się na poziomach zbliżonych do historycznych minimów, rosnące dochody rozporządzone gospodarstw domowych, choć w naszej ocenie w nieco wolniejszym tempie niż w roku 2018 (możliwe przyspieszenie płac w sektorze publicznym), wciąż rekordowo niskie stopy procentowe wspierające kredyt konsumpcyjny, będą korzystnie wpływały na nastroje konsumentów. W ostatnich miesiącach minionego roku wskaźnik nastrojów konsumenckich nieco pogorszył się, choć mogło być to związane z dyskusją o możliwym silnym wzroście cen energii elektrycznej. Czynnikiem ryzyka dla konsumpcji jest przyspieszenie inflacji, np. ze względu na wzrost cen nośników energii, co negatywnie wpłynie na nastroje konsumentów oraz siłę nabywczą dochodów.

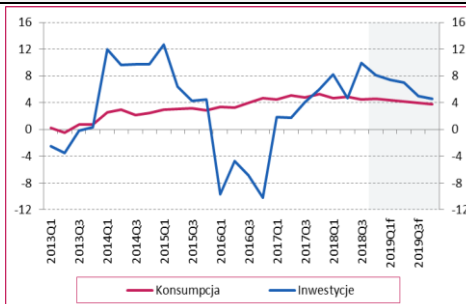
Niższej niż w roku ubiegłym dynamiki oczekujemy także w przypadku inwestycji. O ile wykorzystanie środków unijnych będzie napędzało inwestycje o charakterze infrastrukturalnym, to powtórzenie ubiegłorocznych wyników będzie niemożliwe ze

Makro i rynek

raport miesięczny

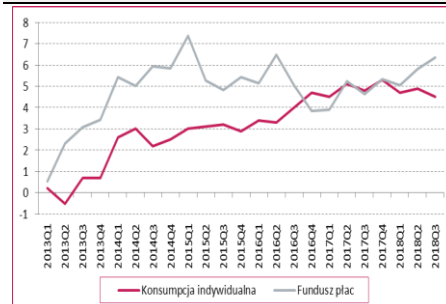
względnie na ograniczenia podaży. Niedobór pracowników oraz wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych w branży budowlanej, ale też bardzo wysoka baza statystyczna z ubiegłego roku będą działały hamująco na dynamikę inwestycji publicznych w tym roku. Sektor przedsiębiorstw pozostawał wstrzemięźliwy w zakresie inwestycji w roku 2018 i trudno oczekiwać wyraźnej poprawy w tym zakresie w roku 2019. Pogorszenie nastrojów w gospodarce globalnej, spadek nadwyżki operacyjnej w sektorze przedsiębiorstw, a także utrzymująca się niepewność prawno-instytucjonalna działają ograniczająco na plany inwestycyjne. Na ograniczone możliwości inwestycji przedsiębiorstw wskazują badania NBP, z których wynika spadek wskaźnika nowych inwestycji. W 4Q ub. roku roczna zmiana tego wskaźnika była ujemna, po raz pierwszy od dwóch lat. Z drugiej strony wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, problemy ze znalezieniem pracowników, rosnące koszty pracy, niskie stopy procentowe, wysoka dostępność kredytu mogą zwiększać chęć podejmowania inwestycji poprawiających wydajność i produktywność. Jednak jak dotychczas bodźce te nie były wystarczające do wyraźnego pobudzenia inwestycji firm.

Wykres 3 Dynamika inwestycji i konsumpcji [% , r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 4 Konsumpcja i realny fundusz płac [% , r/r]

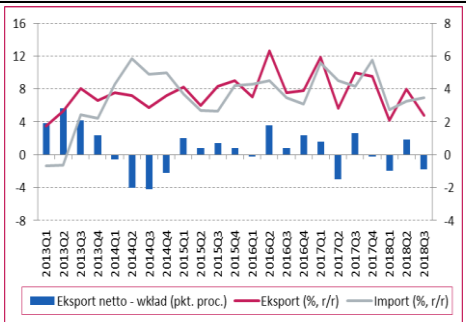


Źródło: Macrobond

Słabszy wzrost globalny wpłynie na niższy popyt na polskie produkty

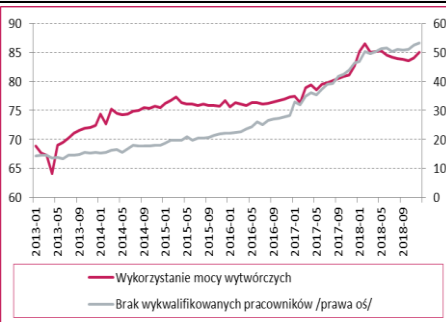
Do tej pory polska gospodarka pozostawała odporna na sygnały spowolnienia wzrostu u naszych głównych partnerów handlowych, jednak niższy wzrost globalny, szczególnie w Niemczech, wpłynie na spadek popytu zewnętrznego na polskie produkty. Z badań PMI wynika, że zamówienia eksportowe w przetwórstwie przemysłowym spadają już od pięciu miesięcy. Znajdowało to odzwierciedlenie w wyhamowaniu dynamiki polskiego eksportu już w roku 2018 i w roku 2019 ten trend się pogłębi. Nie spodziewamy się jednak silnego załamania eksportu, ponieważ duża elastyczność polskich eksporterów, wciąż wysoka ich konkurencyjność cenowa, a także kurs złotego wspierający konkurencyjność eksportu, będą amortyzowały częściowo niekorzystny wpływ otoczenia zewnętrznego. Niemniej jednak, eksport netto będzie miał negatywną kontrybucję do wzrostu PKB, tym bardziej, że rosnący popyt krajowy będzie wspierał import.

Wykres 5 Wkład eksportu netto, eksport i import wg metodologii RN



Źródło: Macrobond

Wykres 6 Dane z sektora budowlanego [pkt.]



Źródło: Macrobond

Wzrost gospodarczy będzie w 2019 r. wyhamowywał, ale wciąż będzie wyróżniał się na tle UE

Podsumowując, uważamy, że wzrost gospodarczy będzie stopniowo wyhamowywał w roku 2019, jednak wciąż będzie pozytywnie wyróżniał polską gospodarkę na tle UE. Mniej korzystne otoczenie zewnętrzne oraz ograniczenia podaży będą zmniejszały tempo wzrostu gospodarczego, jednak mocna konsumpcja prywatna będzie stanowiła silne wsparcie gospodarki. Wzrost gospodarczy w tym roku będzie zbliżony do tempa wzrostu potencjalnego, stąd będzie generował mniej nierównowag w gospodarce.

Makro i rynek

raport miesięczny

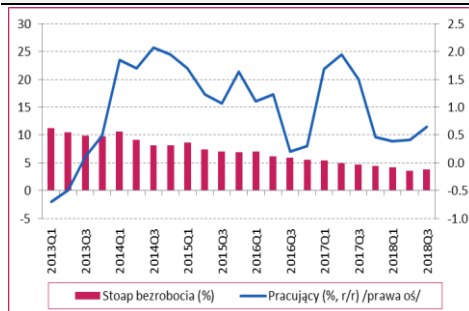
W 2018 r. historycznie dobra sytuacja na krajowym rynku pracy

Pod koniec 2018 r. popyt na pracę uległ pewnemu osłabieniu

Rok 2018 był okresem bezprecedensowej poprawy na krajowym rynku pracy. Utrzymujący się silny popyt na pracę sprzyjał wzrostowi liczby pracujących, która według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności w 3Q ub. roku była najwyższa w historii dostępnych danych - 16,6 mln osób. Dynamika pracujących pozostawała jednak zróżnicowana pomiędzy sektorami gospodarki. Najszybsze wzrosty odnotowano w transporcie i gospodarce magazynowej, działalności profesjonalnej oraz zakwaterowaniu i gastronomii. Znaczące przyrosty odnotowano ponadto dla sektora budowlanego, czemu sprzyja wysoki popyt mieszkaniowy gospodarstw domowych, a także intensyfikacja inwestycji publicznych współfinansowanych przez środki europejskie. Zwiększenie zatrudnienia wpłynęło na spadek stopy bezrobocia, która według metodologii Eurostat obniżyła się w 2018 r. do 3,8%, tj. najniższego poziomu w historii dostępnych danych. We wrześniu była to szósta najniższa wartość spośród członków Unii Europejskiej, przy średniej dla całej wspólnoty wynoszącej 6,7%.

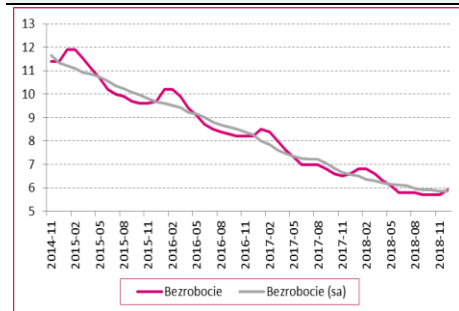
Pod koniec ub. roku spadkowa tendencja bezrobocia uległa jednak pewnemu wyhamowaniu. Według danych Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w grudniu 5,9% wobec 5,7% przed, aczkolwiek po korekcie efektów sezonowych widoczna w ostatnich miesiącach jest jej stabilizacja. Jest to zgodne ze słabnącym nieco w części działów gospodarki popytem na pracę, co potwierdza obniżająca się liczba nowoutworzonych miejsc pracy. W samym grudniu spadła ona do najniższego poziomu od trzech lat. Ponadto dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw stopniowo wyhamowuje - w listopadzie wynosiła ona 3,0% r/r, podczas gdy w styczniu kształtowała się na poziomie 3,8% r/r. Do spadku tego przyczyniły się jednak w pewnym stopniu także trudności przedsiębiorstw z pozyskaniem pracowników o potrzebnych kwalifikacjach, a napływ pracowników z Ukrainy tylko częściowo wypełnił tę lukę.

Wykres 7 Stopa bezrobocia i pracujący według BAEL



Źródło: Macrobond

Wykres 8 Stopa bezrobocia rejestrowanego [%]



Źródło: Macrobond

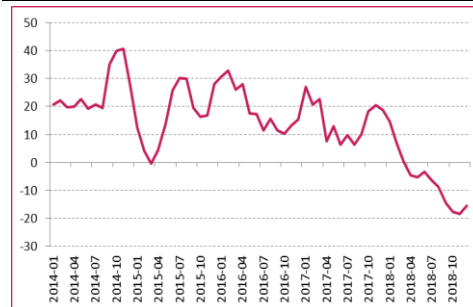
W tym roku wolniejszy wzrost liczby zatrudnionych i stabilizacja stopy bezrobocia

Sądzymy, że obserwowane w ostatnim okresie tendencje w zatrudnieniu będą kontynuowane w 2019 r. Z jednej strony popyt na pracę będzie powoli słabł w związku z oczekiwanym przez nas spowolnieniem względem ub. roku tempa wzrostu gospodarczego. Jest to zgodne z wynikami Szybkiego Monitoringu NBP, według których ankietowane przedsiębiorstwa będą dalej zwiększać zatrudnienie, aczkolwiek w niższym tempie niż w I połowie 2018 r. Bieżące dane wskazują, że w największym stopniu ograniczenie popytu na pracę może dotknąć sektor przemysłowy, gdyż słabnąca koniunktura za granicą będzie hamowała działalność wytwórczą w kraju. Potwierdzają to wyniki ankiety PMI, które obniżyły się w ostatnich miesiącach poniżej 50 pkt. sygnalizując spowolnienie w polskim przemyśle. Z drugiej strony, bardzo dobra koniunktura w budownictwie i części usług będzie nadal utrzymywała się, jednak ze względu na ograniczenia popytowe na rynku pracy dalsze znaczące przyrosty zatrudnienia będą bardzo trudne. Stopa bezrobocia powinna natomiast pozostawać w 2019 r. zbliżona do szacunków z II poł. ub. roku. W warunkach słabnącej koniunktury firmy świadome ograniczeń w liczbie wykwalifikowanych pracowników będą odkładać ewentualne decyzje o zwolnieniach. Ponadto, wraz ze starzeniem się społeczeństwa w Polsce liczba osób aktywnych zawodowo będzie spadać, łagodząc presję na wzrost stopy bezrobocia. Będzie ona jednak podlegała, podobnie jak w przeszłości, wahaniom sezonowym. Przyczynią się one do przejściowego spadku stopy bezrobocia do nowego rekordowo niskiego poziomu w II poł. tego roku.

Makro i rynek

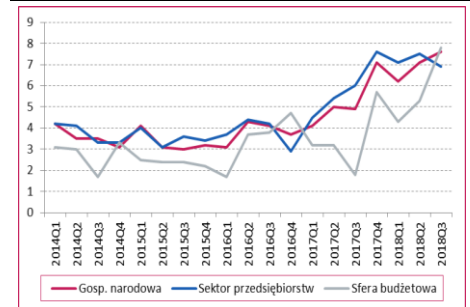
raport miesięczny

Wykres 9 Zgłoszone do urzędów pracy oferty zatrudnienia [średnia 3M, %, r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 10 Dynamika płac w gospodarce [% r/r]

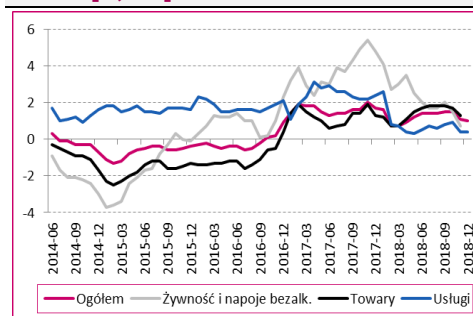


Źródło: GUS

W 2019 r. relatywnie stabilny wzrost płac

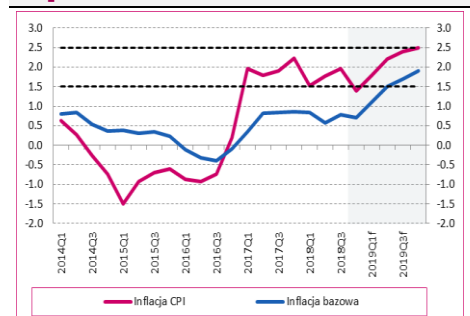
Silny popyt na pracę przy narastających trudnościach z pozyskaniem pracowników i wysokim stopniu wykorzystania zdolności wytwórczych wspierał stopniowy wzrost wynagrodzeń w gospodarce, który w 3Q 2018 sięgnął 7,6% r/r i był najwyższy od 10 lat. Wspierał go wzrost dynamiki płac w sektorze publicznym, który przyspieszył w tym samym okresie do 7,8% r/r. Szybko rosły również wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, choć ich dynamika w 3Q 2018 była nieco wolniejsza niż przed kwartałem. Jednocześnie wzrost płac był dość zróżnicowany pomiędzy sektorami. W budownictwie, w którym przedsiębiorstwa zgłaszały duże braki wykwalifikowanych pracowników, płace rosły w ostatnich kwartałach w tempie zbliżonym do 9,0% r/r. W przemyśle natomiast odnotowano spadek tempa wzrostu płac w II poł. roku. Warto zauważyć, że zarówno w 2Q jak i 3Q ub. roku, wzrost płac realnych wyraźnie przewyższał wzrost produktywności pracy podnosząc jednostkowe koszty pracy w gospodarce. Sądzymy, że w I połowie 2019 r. wzrost płac powinien być zbliżony do obserwowanego w ostatnich kwartałach. Wpływ nieco niższego wzrostu gospodarczego ograniczającego żądania płacowe w części sektorów gospodarki, w szczególności w przemyśle, będzie zmniejszany przez względnie lepsze perspektywy m.in. dla budownictwa i usług. Druga połowa roku powinna natomiast przynieść niewielkie spowolnienie wzrostu wynagrodzeń, czemu sprzyjać będzie wysoka baza odniesienia szacunków z 2018 r. Istotnym czynnikiem niepewności dla prognozy płac w 2019 r. pozostają wynagrodzenia w sektorze publicznym w kontekście zbliżających się wyborów europejskich i parlamentarnych.

Wykres 11 Wskaźniki inflacji HICP w Polsce [% r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 12 Inflacja CPI i bazowa [% r/r]



Źródło: Macrobond

Rok 2018 upłynął pod znakiem niskiej presji inflacyjnej, pomimo wysokiego wzrostu gospodarczego i rosnących kosztów pracy

W roku 2018 presja inflacyjna w polskiej gospodarce utrzymywała się na niskim poziomie, a średnioroczna inflacja spadła do 1,7% z 1,9% w roku 2017. Wzrost inflacji widoczny był tylko pomiędzy kwietniem a sierpniem, jednak miał on przejściowy charakter, a nawet w tym okresie wskaźnik CPI utrzymywał się poniżej celu banku centralnego. Głównymi źródłami zmienności inflacji były czynniki podażowe, głównie na rynku żywności i paliw. Inflacja bazowa natomiast pozostawała względnie stabilna i w ciągu roku wynosiła 0,5-0,9% r/r. W grudniu ub. roku główny wskaźnik inflacji bazowej, CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniósł według naszych szacunków 0,7% r/r wobec 0,9% r/r na koniec 2017 roku. Co istotne, niska presja na poziomie cen konsumenta utrzymywała się pomimo wysokiego wzrostu gospodarczego, rosnących jednostkowych kosztów pracy oraz innych kosztów produkcji, znajdujących odzwierciedlenie w rosnących cenach produkcji sprzedanej przemysłu (+2,7% r/r w listopadzie 2018 wobec 0,3% r/r w grudniu 2017) oraz produkcji budowlano

Makro i rynek

raport miesięczny

Rok 2019 przyniesie wzrost inflacji, jednak utrzyma się ona w granicach celu banku centralnego

montażowej, gdzie wzrost cen był najwyższy od 2008 roku i w listopadzie ich roczna dynamika wynosiła 3,4% r/r.

W tym roku inflacja mierzona indeksem CPI będzie się stopniowo zwiększać, choć pozostanie w granicach celu banku centralnego. Jedynie pod koniec roku może nieznacznie przekroczyć cel na poziomie 2,5% r/r. Źródłem presji na wzrost cen w tym roku będą w naszej ocenie ceny nośników energii, w tym także ropy naftowej i gazu ziemnego. Głównym czynnikiem niepewności inflacji w tym roku pozostaje kształtowanie się cen energii elektrycznej. Przyjęte przez Parlament obniżki akcyzy na prąd oraz opłaty przejściowej pozwolą w znacznej mierze zneutralizować wzrost opłat za energię elektryczną dla gospodarstw domowych. Niepewny jest natomiast mechanizm kompensacji cen dla przedsiębiorstw oraz ocena proponowanych rozwiązań przez Komisję Europejską. Zwiększa to niepewność prognoz cen na poziomie producenta. Spodziewamy się także stopniowego wzrostu inflacji bazowej. Dotychczas utrzymywała się ona na niskim poziomie, ponieważ firmy godziły się na spadek marży ze względu na rosnące koszty działania (surowce, koszty pracy), gdyż ze względu na wysoką konkurencję rynkową możliwości wzrostu cen były ograniczone. W naszej ocenie możliwości absorpcji rosnących kosztów przez dalszy spadek marż stopniowo wyczerpują się, szczególnie, że spodziewany jest dalszy wzrost płac, czy cen surowców energetycznych. Polskie firmy już od trzech lat redukowały nadwyżkę operacyjną brutto i obecnie znajduje się ona na niskich poziomach w relacji do wartości dodanej. Z tego też m.in. powodu oczekujemy stopniowego zwiększania się inflacji bazowej, która na koniec roku, mierzona jako inflacja netto, zbliży się w okolice 2% r/r.

RPP pozostanie w 2019 r. gołębia, podobnie jak przed rokiem

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„Zaryzykowałbym tezę, że niewykluczone, że do końca kadencji tej Rady to [stopy procentowe - przyp.] będzie ustabilizowane. (...) Pojawia się perspektywa, na razie jeszcze niepewna, że ta stabilizacja potrwa dłużej niż w 2019 i 2020 r.” (9.01.2019)
Grażyna Ancyparowicz	„Ja taką ewentualność dopuszczam (przyp. podwyższenie stóp procentowych w 2019 r.” (5.12.2018)
Eugeniusz Gatnar	„Moim zdaniem stopa procentowa na poziomie 1,5 proc. to najniższa możliwa stopa procentowa w Polsce.” (11.12.2018)
Lukasz Hardt	„Dla mnie osobiście, dopóki inflacja nie wzrośnie powyżej celu 2,5 proc. i dopóki nie mamy wiarygodnej prognozy wzrostu inflacji powyżej 2,5 proc., to wydaje się, że jest za wcześnie o wnioskowanie podwyżki”. (13.12.2018)
Jerzy Kropiwnicki	„Uważam, że w ciągu najbliższego roku ceny utrzymają się w granicach celu inflacyjnego i nie będzie powodu, żeby tu interweniować”. (9.01.2019)
Eryk Łon	„Chciałbym, aby stopy procentowe w naszym kraju były jak najniższe. Z jednej strony powinny mieć one charakter dodatni, a z drugiej jednak powinny być na tyle niskie, aby wspierały długoterminowe zrównoważone tempo rozwoju gospodarczego”. (21.12.2018)
Jerzy Osiatyński	„W gruncie rzeczy, jeżeli nawet będziemy posługiwali się horyzontem trzyletnim to on też nie daje wyraźnych powodów do niepokoju [o stan polskiej gospodarki - przyp.]”. (14.12.2018)
Rafał Sura	„Podtrzymuję moją ocenę, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, jeżeli chodzi o ścieżkę stóp procentowych w 2019 roku, jest ich stabilizacja”. (06.12.2018)
Kamil Zubelewicz	„Jestem przekonany, że ewentualne decyzje Rady w kwestii podwyżek stóp procentowych będą spóźnione. Tylko nieufność wobec przedstawianych Radzie prognoz może usprawiedliwiać utrzymywanie stóp na niezmiennym poziomie.”. (27.11.2018)
Jerzy Żyżyński	„(...) czy ewentualny wzrost cen ma swoje źródła w nadmiernej akcji kredytowej. Gdyby tak się zdarzyło należałoby cugle tego wzrostu gospodarczego, wzrostu kredytu powstrzymać poprzez podnoszenie stóp proc., ale tego niebezpieczeństwa nie ma”. (9.01.2019)

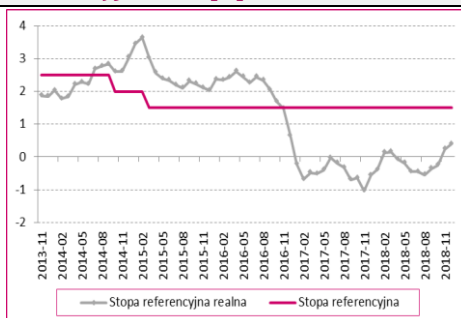
Źródło: PAP

POLITYKA PIENIĘŻNA

Rok 2018 był nudnym okresem w polskiej polityce pieniężnej, co w kontekście banku centralnego jest atutem. Przez cały rok Rada Polityki Pieniężnej nie dokonała modyfikacji w koscie pieniądza, więc stopa referencyjna kształtuje się zatem na poziomie 1,5% już niemal 4 lata. Większość członków tego gremium nie widziała w ub. roku znaczących ryzyk związanych z ujemnymi realnymi stopami procentowymi, które utrzymywały się przez osiem miesięcy. Ponadto członkowie Rady podkreślali, że traktują cel inflacyjny symetrycznie, tzn. przypisują taką samą wagę w funkcji decyzyjnej do inflacji przekraczającej poziom 2,5% r/r, jak poniżej tego poziomu. Z tego względu projekcje makroekonomiczne NBP wskazujące na inflację CPI średnio w latach 2019-2020 przekraczającą cel banku nie wpłynęły na zmianę przez Radę swojego podejścia. Warto zaznaczyć jednak, że publikacja projekcji listopadowej, według której wskaźnik CPI w 2019 r. miał wynieść 3,2%, skłoniła jednego z najbardziej jastrzębich członków Rady K.Zubelewicza do złożenia wniosku o podwyższenie stóp procentowych, pierwszego od niemal 7 lat. W głosowaniu nie znalazł on jednak poparcia większości. Prezes NBP ocenił, że wniosek ten był „egzotyczny”, biorąc pod uwagę nastroje panujące podczas posiedzenia Rady w listopadzie.

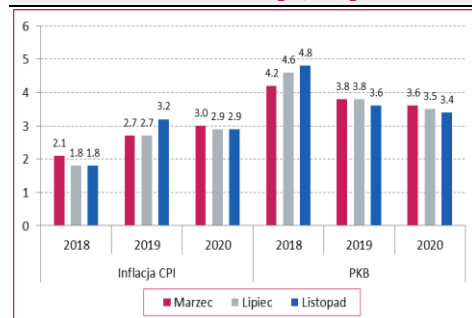
Pierwsze w tym roku posiedzenie RPP nie przyniosło niespodzianek - stopy procentowe NBP nie uległy zmianie. Komunikat Rady również nie zaskoczył, gdyż był zbliżony do opublikowanego w grudniu - obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz równowagi makroekonomicznej. W styczniu komunikat zwraca jednak uwagę, że aktualne prognozy NBP wskazują na niższą ścieżkę inflacji CPI niż w projekcji listopadowej, a do obniżenia się oczekiwań przyczynia się spadek cen ropy naftowej oraz „zamrożenie cen energii elektrycznej”.

Wykres 13 Nominalna i realna stopa referencyjna NBP [%]



Źródło: Thomson Reuters. GUS

Wykres 14 Projekcje inflacji CPI i wzrostu PKB w 2018 r. [% r/r]



Źródło: NBP

Rada kontynuuje zatem na początku 2019 r. swoje łagodne nastawienie z ub. roku. Spadek inflacji CPI w listopadzie i grudniu 2018 r. poniżej dolnego ograniczenia odchylenia od celu inflacyjnego, a także niższe w odniesieniu do projekcji listopadowej prognozy wzrostu cen konsumenta wpłynęły w styczniu na jeszcze bardziej gołębią retorykę prezesa NBP. Powiedział on, że według niego stopy procentowe pozostaną stabilne nie tylko do końca 2020, ale także później, do końca kadencji obecnej Rady w 2022 r. Zaznaczył jednocześnie, że w przyszłości członków tego gremium może czekać dyskusja o złagodzeniu polityki pieniężnej lub skorzystaniu z jej niestandardowych metod dla pobudzenia wzrostu gospodarczego. W tym kontekście już we wrześniu ub. roku Ł.Hardt zaproponował wprowadzenie do instrumentarium NBP 3-miesięcznych i 6-miesięcznych transakcji repo pod zastaw obligacji korporacyjnych i infrastrukturalnych. Ich celem byłoby zwiększenie płynności i aktywności na rynku międzybankowym oraz finansowanie inwestycji dużych spółek skarbu państwa.

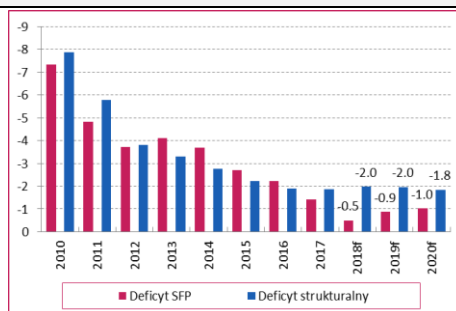
Komunikaty Rady, a także wypowiedzi jej członków, w tym prezesa NBP potwierdzają dążenie większości tego gremium to stabilizacji kosztu pieniądza przez bardzo długi czas. Nastawienie Rady mogłoby ulec zmianie w przypadku oczekiwań wskazujących na silne i trwałe odbicie inflacji powyżej poziomu 3,5% r/r, co w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej wydaje się mało realne, zważywszy na prognozowane spowolnienie aktywności gospodarczej w kraju i za granicą. Sądzymy zatem, że stopy procentowe NBP nie ulegną zmianie w tym roku, a najprawdopodobniej pozostaną na dotychczasowym poziomie do końca kadencji obecnej RPP.

Rok 2018 przyniósł spadek deficytu sektora finansów publicznych do poziomu najniższego w historii dostępnych danych

POLITYKA FISKALNA

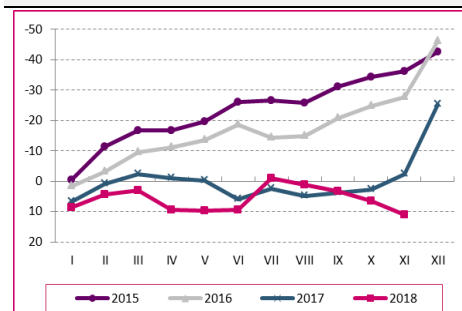
Dane dotyczące realizacji budżetu państwa, podobnie jak dane z szerokiej gospodarki, zaskakiwały pozytywnie w ubiegłym roku. Kolejne miesiące 2018 r. przyzwyczajały do nadwyżek budżetowych, choć cały miniony rok zamknął się prawdopodobnie nieznacznym deficytem. Zamiast zapisanego w ustawie budżetowej deficytu 41,5 mld PLN, niedobór budżetu zapewne nie przekroczył 10 mld PLN. Dobra kondycja budżetu państwa przełożyła się na spadek deficytu całego sektora finansów publicznych, który według szacunków minister finansów nie przekroczył w minionym roku 0,5% PKB wobec deficytu 1,4% PKB w roku 2017. To najlepszy wynik w historii dostępnych danych (od 1995 r.). Skala poprawy sytuacji finansów publicznych cieszy, choć należy zauważyć, że osiągnięta została w warunkach bardzo dobrej koniunktury gospodarczej, a w wielu krajach UE budżety osiągały nadwyżki. Nie bez znaczenia dla dobrej realizacji budżetu było także dalsze uszczelnienie systemu podatkowego, choć krańcowe wpływy z tego tytułu były w roku 2018 niższe niż w roku 2017. Deficyt strukturalny, czyli skorygowany o czynniki cykliczne, wyniósł w 2018 r. według prognoz Komisji Europejskiej 2,0% PKB wobec 1,9% PKB w roku 2017. Na nieco niższym poziomie deficyt strukturalny w Polsce szacuje Międzynarodowy Fundusz Walutowy, w ocenie którego w 2018 roku mógł on wynieść 1,3% PKB.

Wykres 15 Deficyt SFP, deficyt strukturalny i prognozy KE* [% PKB]



Źródło: Macrobond, Komisja Europejska
*Prognoza deficytu SFP na 2018 według T.Czerwińskiej

Wykres 16 Wynik budżetu państwa narastająco w mld PLN



Źródło: Macrobond

Nie widzimy zbyt wielu ryzyk dla realizacji budżetu w roku 2019

Rok 2019 przyniesie nieznaczny wzrost deficytu budżetu państwa, który według zapisów ustawy budżetowej ma wynieść 28,5 mld PLN, co jest najniższym planowanym deficytem od 2009 roku. Budżet oparty został na realistycznych założeniach, stąd nie widzimy dużego ryzyka dla realizacji tegorocznego budżetu. Szczególnie, że w 2019 roku MinFin będzie wykorzystywał bufor z dobrej realizacji budżetu za 2018 rok. Dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych, rosnące dochody rozporządzalne, a także zmiana charakteru emigracji z Ukrainy wspiera realizację dochodów z podatku PIT. Te same czynniki wspierają także stronę wydatkową poprzez zmniejszenie dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. W kierunku utrzymania zwyżki wpływów z podatków pośrednich działać będzie struktura wzrostu gospodarczego, który choć niższy niż w roku 2018 napędzany będzie przez konsumpcję prywatną. Także nieco wyższa niż w roku ubiegłym inflacja wspierać będzie dochody z podatków pośrednich. Po stronie wydatkowej potencjalne źródła oszczędności możliwe są w zakresie dotacji do FUS (dobra sytuacja na rynku pracy i rejestracja emigrantów w systemie ubezpieczeń społecznych), a także kosztów obsługi długu publicznego. O ile jednak nie widzimy dużych ryzyk dla realizacji tegorocznego budżetu, to trudno będzie osiągnąć znacznie lepszą realizację w stosunku do planu budżetowego. Szczególnie w roku wyborczym, który może generować większą presję na wzrost wydatków bieżących, szczególnie podwyżki płac w sferze budżetowej. W ostatnich miesiącach coraz więcej grup zawodowych ze sfery budżetowej zwiększyło żądania płacowe, a według danych za 3Q 2018 roku wzrost płac w administracji publicznej wyniósł 7,8% r/r, natomiast w służbie zdrowia 11,2%, podczas gdy w całej gospodarce przeciętnie 7,6% r/r.

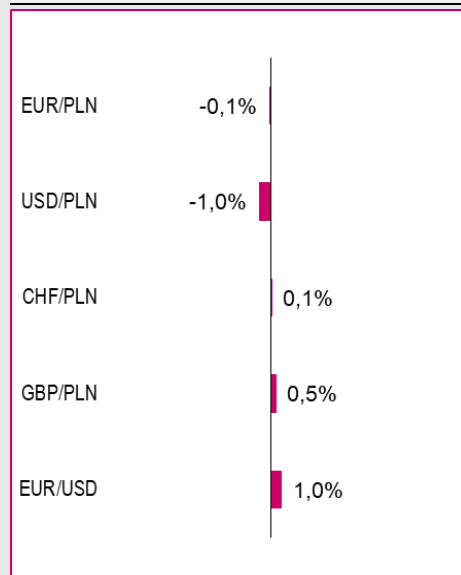
O ile nie sposób nie docenić dotychczasowej skali zacieśniania polityki fiskalnej, to nie należy zapominać o, w dużej mierze, cyklicznym charakterze tych zmian. W warunkach niższego wzrostu gospodarczego coraz trudniej będzie generować pozytywne niespodzianki budżetowe. Rok 2019 wciąż upłynie pod znakiem dobrej sytuacji budżetowej i niskich potrzeb pożyczkowych, jednak w kolejnych latach, wraz z dalszym wyhamowywaniem wzrostu gospodarczego utrzymanie dyscypliny w finansach publicznych w kolejnych latach będzie coraz trudniejszym wyzwaniem.

Makro i rynek

raport miesięczny

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 17 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



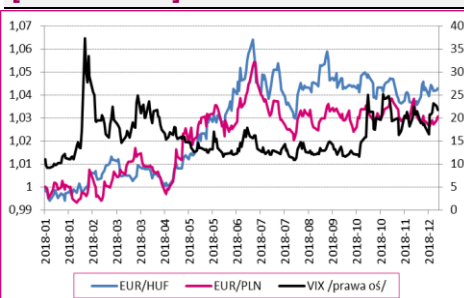
Źródło: Datastream

W 2019 roku rynkiem finansowym towarzyszyć będą nierozwiązane problemy roku ubiegłego

Tegoroczną ścieżkę centralną kursu EUR/PLN prognozujemy jako łagodnie wznoszącą się w miarę upływu czasu kanał ograniczony poziomami 4,26 - 4,36

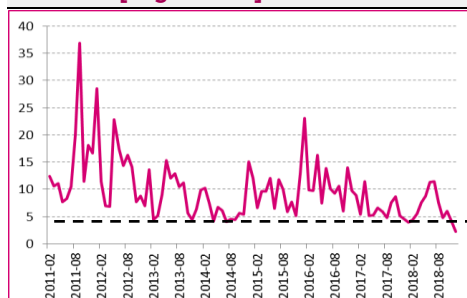
Za nami 2018 rok, w trakcie którego jedynie w pierwszej połowie roku kurs EUR/PLN podlegał silnym wahaniom, kiedy amplituda wyniosła 28 groszy. Druga połowa 2018 roku przyniosła natomiast wyraźną stabilizację notowań. W tym czasie wycena złotego w relacji do euro koncentrowała się wokół poziomu 4,30 odchylając się o +/- 4 grosze. Wysoką odporność na napływające informacje w sprawie wojen handlowych, czy obaw o globalne spowolnienie polska waluta zawdzięczała solidnym fundamentom krajowej gospodarki, które zaskakiwały pozytywnie w stosunku do prognoz z początku roku oraz przyczyniły się do podwyższenia ratingu Polski przez jedną z agencji. Niwelowały one tym samym negatywny wpływ informacji związanych z protekcjonizmem w globalnym handlu, czy sporem Polski z Komisją Europejską w kwestii sądownictwa. Notowania pozostałych par złotych miały w ubiegłym roku bardziej jednoznaczny kierunek. W przypadku kursu USD/PLN pierwszy miesiąc 2018 roku był jednocześnie miesiącem ubiegłorocznego minimum notowań (3,30 PLN za USD), a niemal każdy kolejny przynosił osłabienie złotego aż do 3,84 w listopadzie. Największą zmienność w 2018 roku - wynoszącą aż 40 groszy - wykazał kurs CHF/PLN, który przejściowo zwyżkował do poziomu 3,86. Przecena złotego w relacji do dolara i franka wynikała ze zwiększonego zainteresowania bezpiecznymi aktywami na rynkach globalnych.

Wykres 18 Kurs EUR/PLN i EUR/HUF [01.2018=100] oraz indeks VIX



Źródło: Macrobond

Wykres 19 Miesięczna zmienność kursu EUR/PLN [w groszach]



Źródło: Macrobond

W 2019 roku rynkiem finansowym towarzyszyć będą nierozwiązane problemy roku ubiegłego, które będą generowały podwyższoną zmienność rynku walutowego. Do najważniejszych zaliczyć należy kwestię protekcjonizmu w międzynarodowym handlu, brexit, czy spowalniający wzrost gospodarczy na świecie. Ich nasilenie spodziewane jest w pierwszym kwartale, gdy zakończeniu ulec powinny amerykańsko-chińskie rozmowy handlowe (do 2 marca) oraz proces wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej (do 29 marca). Z uwagi na stricte polityczny charakter obu wydarzeń trudno oszacować ich możliwy finał. Z pewnością jednak będą to jedne z najważniejszych wydarzeń 2019 roku z potencjalnie silnym przełożeniem na rynki finansowe.

W naszej ocenie kurs EUR/PLN przez większą część tego roku powinien zawierać się w przedziale 4,26-4,36. Wspomniane powyżej wydarzenia - uzupełnione o dodatkowe momenty awersji do ryzyka związane z powrotem napięcia na Bliskim Wschodzie, czy kondycją chińskiej gospodarki - mogą skutkować wybiciem się górą ze wskazywanego przedziału. Będzie to efekt typowej dla okresów podwyższonej awersji do ryzyka wyprzedzały walut *emerging markets*. W przypadku złotego nie spodziewamy się jednak, by mogła ona przybrać głębszy zakres niż poziom 4,41 PLN za EUR tj. maksimum z połowy 2018 roku. Wariant optymistyczny - wymagający chińsko-amerykańskiego porozumienia handlowego, uporządkowanego wyjścia Wielkiej Brytanii ze struktur Unii Europejskiej, czy lepszych od oczekiwań wyników polskiej gospodarki - oznaczać będzie konsolidację notowań pary EUR/PLN w ramach dotychczasowego trendu bocznego 4,24-4,31. Tegoroczny bilans szans i zagrożeń jest w naszej ocenie asymetryczny i większe prawdopodobieństwo przypisujemy możliwości nieznacznego osłabienia złotego, aniżeli jego umocnienia w stosunku do wskazywanego przedziału kursu EUR/PLN. Czynnikiem neutralizującym do pewnego stopnia zagrożenie osłabienia złotego - w przypadku fiaska negocjacji handlowych oraz uzgodnienia warunków brexitu - będą wyniki krajowej gospodarki. Pierwsze trzy miesiące 2019 roku będą zapewne najlepszym okresem dla polskiej koniunktury w tym roku. Tarcza w postaci dobrych wyników gospodarki chroniąca złotego przez niekorzystnym wpływem

Makro i rynek

raport miesięczny

Dla Ministerstwa Finansów jako emitenta obligacji ubiegły rok na rynku krajowego długu był najlepszym od 2014 roku

Tabela 3. Kalendarz oraz wyniki przetargów obligacji w 2018 i 2019

I 2018			I 2019		
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł	
04.01.18	OK0720/ WZ1122/ PS0123/ WS0428/ WZ0528	5,0			
26.01.18	OK0720/ WZ1122/ PS0123/ WS0428/ WZ0528	7,0			
10.01.19			OK0521/ PS0424/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528	6,0	
25.01.19			OK0521/ PS0424/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528		

Źródło: MinFin

Niezmiennie wsparciem dla obligacji są informacje dotyczące sytuacji płynnościowej budżetu

wydarzeń zewnętrznych będzie jednak traciła na znaczeniu z każdym kolejnym kwartałem, choć nadal koniunktura będzie pozytywnie wyróżniała się na tle unijnej.

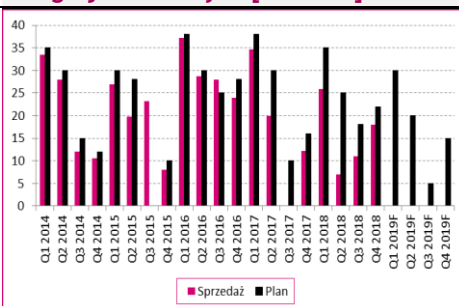
Podsumowując uważamy, iż najbardziej prawdopodobny scenariusz kształtowania się kursu EUR/PLN w tym roku to stopniowe przesuwanie się notowań w kierunku poziomu 4,33 w miarę pogarszania perspektyw polskiej i światowej gospodarki oraz występowania wydarzeń negatywnie wpływających na apetyt na ryzyko.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Dla Ministerstwa Finansów jako emitenta obligacji ubiegły rok na rynku krajowego długu był najlepszym od 2014 roku. Dochodowość obligacji 10-letnich obniżyła się bowiem o niemal 50 bps do 2,80% w grudniu. Pięć lat temu skala zniżki rentowności była zdecydowanie większa (185 bps) jednak wiązało się to z kontynuacją cyklu obniżek stóp procentowych do rekordowych 1,50% na początku 2015 roku. W ubiegłym roku natomiast - w środowisku stabilnego kosztu pieniądza - spadek rentowności zapewniały optymistyczne wyniki budżetu państwa, który przez zdecydowaną większość 2018 roku wykazywał nadwyżkę. Lepsze od założeń wykonanie budżetu oznaczało zmniejszenie podaży obligacji netto (o około 25 mld PLN w stosunku do pierwotnych założeń). Co ciekawe w grudniu 2018 roku - wykorzystując niską płynność - 2-letnia obligacja przejściowo zniżkowała w rentowności poniżej dotychczasowego historycznego minimum 1,34% przy stabilnych stopach procentowych.

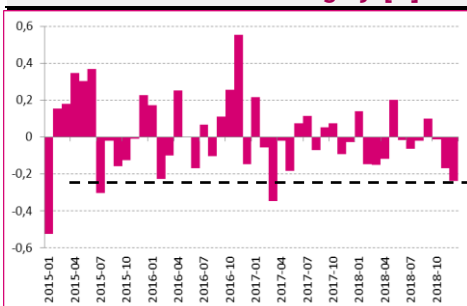
Miniony rok był czasem zawężania się spreadów pomiędzy polskim długiem, a niemieckimi i amerykańskimi odpowiednikami. W przypadku krajowej 10-latki i Bunda osiągnięty w połowie roku spread na poziomie 240 bps był najniższy od początku 2016 roku. Przez większość omawianego okresu różnica w dochodowości pomiędzy tymi obligacjami wynosiła 280 bps. Ciekawiej prezentował się spread pomiędzy 10-letnim długiem Polski i USA, który w ubiegłym roku krótkotrwale był ujemny tzn. dochodowość krajowego długu o 10-letnim terminie zapadalności była niższa niż analogiczny papier amerykański. Była to pierwsza taka sytuacja od 12 lat. Źródłem zmian był kontynuowany w 2018 rok proces podwyżek stóp procentowych w USA skutkujący wzrostem dochodowości obligacji na rynku wtórnym, co w zestawieniu ze wzrostem cen Skarbowych Papierów Wartościowych w Polsce doprowadziło do zrównania rentowności 10-letniego długu obu państw

Wykres 20 Kwartalny plan i sprzedaż obligacji skarbowych [mld PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wykres 21 Miesięczna zmienność rentowności 10-letnich obligacji [%]



Źródło: Macrobond

W krótkim terminie tj. najbliższych kilku tygodniach spodziewamy się wzrostu rentowności obligacji wzdłuż całej krzywej jako odreagowania po gwałtownej zniżce dochodowości w grudniu. W poprzednim miesiącu z uwagi na zaburzenia płynności rynku dochodowość 10-latki obniżyła się w największej miesięcznej skali od marca 2017 roku. W dłuższym horyzoncie perspektywy dla wyceny krajowego długu pozostają natomiast optymistyczne. Niezmiennie wsparciem dla SPW będą informacje dotyczące sytuacji płynnościowej budżetu. Zgodnie z ustawą budżetową potrzeby pożyczkowe brutto w 2019 r. mają wynieść 163,7 mld PLN wobec tegorocznych 159,5 mld PLN założonych w przewidywanym wykonaniu i 180 mld PLN pierwotnie szacowanych w ustawie budżetowej. Ostatnie dwa wykonania budżetu przyzwyczyły jednak do pozytywnych niespodzianek budżetowych, a przez to do zmniejszenia podaży obligacji. Potrzeby pożyczkowe netto w 2019 roku wyniosą natomiast 46 mld PLN, wobec około 43 mld zł w 2018 roku, z czego jak dotąd sfinansowane zostało blisko 40%, a po pierwszych trzech miesiącach spodziewamy się realizacji ponad połowy potrzeb. Utrzymanie niskich poziomów rentowności zapewni ponadto wydłużony horyzont

Makro i rynek

raport miesięczny

Nie spodziewamy się, by w 2019 roku miało dojść do wyraźnego wzrostu spreadu pomiędzy polską 10-latką, a niemieckim, czy amerykańskim odpowiednikiem

Od drugiego kwartału spodziewamy się stopniowej zniżki dochodowości w miarę finansowania potrzeb pożyczkowych

Miniony rok na rynku walutowym był niewątpliwie rokiem dolara

stabilnych stóp procentowych. Zgodnie z ostatnimi wypowiedziami prezesa NBP koszt pieniądza może pozostać na dotychczasowym poziomie do końca kadencji Rady Polityki Pieniężnej tj. do 2022 roku. W 2019 roku nie spodziewamy się ponadto zmian ratingów, co dodatkowo powinno sprzyjać stabilizacji wyceny długu. Apetyt na krótkoterminowy dług zapewniać będą banki komercyjne w związku z ich wysoką płynnością. Spośród czynników zewnętrznych utrzymanie niskich poziomów rentowności zapewni sytuacja na rynkach bazowych, gdzie dochodowość obligacji USA i Niemiec oscyluje wokół wielomiesięcznych minimów. W obu przypadkach utożsamiać to należy z obawami dotyczącymi spowolnienia gospodarczego. W rezultacie scenariusz zacieśniania polityki pieniężnej w USA i strefie euro w 2019 roku - w ocenie rynku - nie zmaterializuje się.

W kwestii premii za ryzyko nie spodziewamy się, by w 2019 roku miało dojść do wyraźnego wzrostu spreadu pomiędzy polską 10-latką, a niemieckim, czy amerykańskim odpowiednikiem. Polski dług ze względu na solidne fundamenty oraz zmniejszoną podaż jest atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych, stąd nie spodziewamy się odwrotu inwestorów od SPW. Wyjątkiem byłoby tak gwałtowny wzrost awersji do ryzyka - wynikający między innymi z sytuacji w Chinach - który doprowadziłby do wyprzedaży wszystkich klas aktywów emerging markets. Nasz scenariusz bazowy nie zakłada jednak takiej sytuacji, stąd uważamy, iż tegoroczny spread 10-latki krajowej do Bundu będzie oscylował wokół poziomu 250 bps. W przypadku amerykańskich 10-latek uważamy, iż będą one oferowały - wzorem końca 2018 roku - jedynie nieznacznie niższą rentowność od polskiego odpowiednika.

Podsumowując uważamy, iż środowisko niskich stóp procentowych w Polsce w połączeniu z wysokim stopniem sfinansowania potrzeb pożyczkowych oraz brakiem zacieśniania polityki pieniężnej na świecie sprzyjać będą utrzymaniu rentowności krajowego długu na obecnych, niskich poziomach. W przypadku 10-letniego benchmarku spodziewamy się, iż pierwszy kwartał - z tradycyjnie największą podażą w roku i czynnikami ryzyka w postaci brexitu i rozmów handlowych na linii USA Chiny - może być jednocześnie okresem najwyższej rentowności w tym roku. Nie powinniśmy jednak przekroczyć poziomu 3,10%. Od drugiego kwartału spodziewamy się stopniowej zniżki dochodowości w miarę finansowania potrzeb pożyczkowych, które przy obecnych uwarunkowaniach mogą w znaczącym stopniu zostać zrealizowane w pierwszej połowie roku. Za tegoroczne minimum 10-latki uznajemy poziom 2,65% - dno z połowy 2016 roku - możliwy do zrealizowania w miesiącach letnich, w warunkach braku przetargów sprzedaży i wydłużenia przez Europejski Bank Centralny horyzontu stabilnych stóp procentowych poza dotychczasowy horyzont końca trzeciego kwartału. Krótki koniec krzywej będzie bardziej stabilny w obliczu oczekiwanego braku zmian w poziomie stóp procentowych oraz utrzymującego się zainteresowania na krótkoterminowe obligacje ze strony banków komercyjnych. W rezultacie o nachyleniu krzywej w 2019 roku w decydującym stopniu decydować będzie zachowanie 10-letniego benchmarku.

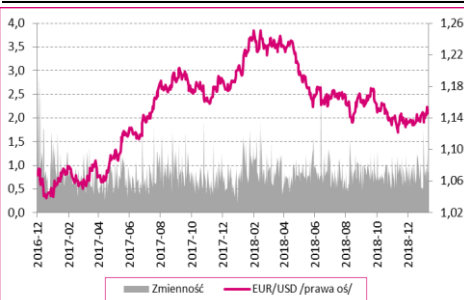
RYNKI ZAGRANICZNE

Miniony rok na międzynarodowym rynku walutowym był niewątpliwie rokiem dolara. Amerykańska waluta umocniła się w 2018 roku w stosunku do euro o blisko 6% tj. w najszybszym tempie od trzech lat i o 5,5% względem koszyka walut. Siłę dolara zapewniało zacieśnianie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną, co wraz z optymistycznymi wynikami gospodarki USA kontrastowało z sytuacją w strefie euro, Wielkiej Brytanii, Szwajcarii, czy Japonii. Kumulacja tych wydarzeń przypadła na drugi kwartał, który był okresem trzeciego najsilniejszego kwartalnego spadku kursu EUR/USD od 2015 roku. Wcześniejsze okresy tak silnych spadków wywołane były przez odpowiednio niespodziewane zwycięstwo D.Trumpa w wyborach prezydenckich w USA (Q4 2016) oraz nieoczekiwaną decyzję banku centralnego Szwajcarii dotyczącą porzuceniu minimalnego kursu wymiany pary EUR/CHF (Q1 2015). W czerwcu 2018 roku natomiast Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego zaskoczyła opóźnieniem momentu podwyżki stóp procentowych względem oczekiwań inwestorów. W reakcji kurs EUR/USD obniżył się o niemal 2% co było procentowo największym jednodniowym spadkiem notowań od czerwca 2016 roku tj. daty brexitowego referendum. W 2018 roku dolara, jako aktywno safe-haven, premiowały ponadto epizody podwyższonej awersji do ryzyka wywołane na przykład decyzją D.Trumpa o wycofaniu USA z porozumienia z Iranem, czy też nierozstrzygnięta dotąd kwestia warunków opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię.

Makro i rynek

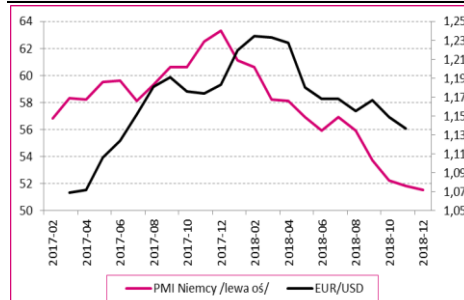
raport miesięczny

Wykres 22 Notowania EUR/USD oraz zmiana dzienna [w centach]



Źródło: Macrobond

Wykres 23 PMI w niemieckim przemyśle oraz notowania kursu EUR/USD

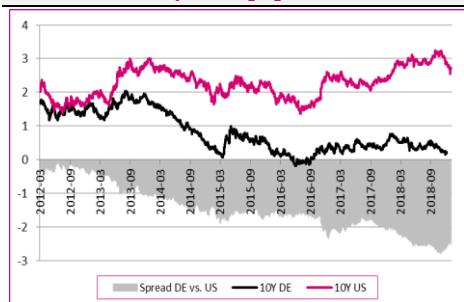


Źródło: Macrobond

To co decydowało o umocnieniu dolara w 2018 roku obecnie może skutkować jego przeceną

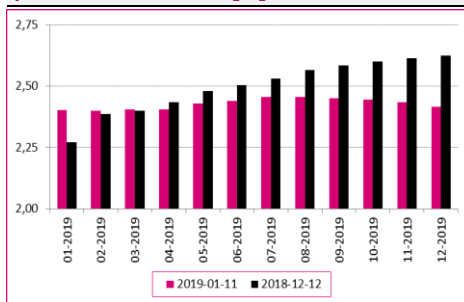
To co w głównej mierze decydowało o umocnieniu dolara w 2018 roku tj. polityka pieniężna oraz kondycja gospodarki USA - w naszej ocenie - może stać się źródłem przeceny waluty amerykańskiej w tym roku. W poprzednim raporcie wskazywaliśmy, iż decydujące dla sentymentu inwestycyjnego na przełomie 2018 i 2019 roku okazać się może grudniowe posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Zapoczątkowało ono proces łagodzenia retoryki przedstawicieli Fed z uwagi na zrewidowanie w dół oczekiwanej liczby podwyżek stóp procentowych w USA w tym roku. W styczniu 2019 roku prezes J.Powell wzmocnił łagodny przekaz stwierdzając, iż „Fed ma możliwość, by być cierpliwym i elastycznym w sprawie dalszym decyzji dotyczących stóp procentowych”. W reakcji rynek przestał wyceniać zacieśnianie polityki pieniężnej w USA w tym roku, a EUR/USD kontynuuje trend wzrostowy. Z poziomu 1,12 w połowie listopada wzrósł o 3,5 centa osiągając 200-dniową średnią ruchomą. W naszej ocenie ruch ten nie wyczerpuje impulsu wzrostowej pochodzącego z wyraźnej korekty oczekiwań co do ścieżki kosztu pieniądza w USA w tym roku. Przeszkodą przed kontynuacją wzrostu eurodolara jest nierozstrzygnięta kwestia brexitu. Proces opuszczenia Unii Europejskiej powinien zakończyć się do końca marca. Tymczasem w styczniu minister spraw zagranicznych Wielkiej Brytanii poinformował, iż do brexitu może nie dojść, jeśli wynegocjowane porozumienie w sprawie wyjścia z Unii Europejskiej nie uzyska aprobaty Izby Gmin. Głosowanie w brytyjskim parlamencie ma odbyć się w najbliższy wtorek. Hamulcem we wzroście kursu EUR/USD jest ponadto kwestia wojen handlowych pomiędzy USA, a Chinami. Wypracowanie porozumienia z pewnością wsparłoby apetyt na ryzyko, a tym samym wycenę euro. Z kolei fiasco negocjacji poprzez zwiększenie obaw dotyczących spowolnienia globalnego wzrostu sprawi, iż dolar zyska na wartości jako tzw. bezpieczna przystań.

Wykres 24 Notowania 10-latk USA i Niemiec oraz spread [%]



Źródło: Datastream

Wykres 25 Implikowana stopa procentowa w USA [%]



Źródło: Datastream

Rok 2019 rokiem podwyższonego ryzyka politycznego

Uważamy, iż 2019 rok będzie rokiem podwyższonego ryzyka politycznego, co w naturalny sposób wspierałoby waluty utożsamiane z mniejszym ryzykiem (dolar amerykański, frank szwajcarski). Niemniej rewizja oczekiwań, co do stóp procentowych w USA negatywnie wpływa na dolara. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobna jest zatem niewielkawyżka kursu EUR/USD w kierunku poziomu 1,18. Opieramy ją na korekcie ubiegłorocznego zdyskontowania zbyt wielu pozytywnych dla dolara informacji. W przypadku wartości euro w 2019 roku nadrzędne znaczenia będzie mieć kontrolowany proces opuszczenia UE przez Wielką Brytanię oraz uspokojenie sytuacji wokół Włoch. Scenariusz alternatywny to spadek eurodolara poniżej 1,12 tj. minimum z 2018 roku jako konsekwencja kumulacji negatywnych czynników: rozwoju protekcjonizmu w światowym handlu, nieuporządkowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z

Makro i rynek

raport miesięczny

Argumentem za osiągnięciem najwyższej od 10 lat dochodowości 2-letniego długu USA była kontynuacja cyklu podwyżek stop procentowych przez Fed

Za najciekawsze wydarzenie ubiegłego roku na bazowych rynkach długu uznajemy odwrócenie się krzywej amerykańskiej

Trend boczny najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla Bunda i UST w tym roku

Unii Europejskiej oraz wyraźnego pogorszenia kondycji chińskiej, a przez to i światowej gospodarki.

Miniony rok na rynku Bunda był do pewnego stopnia kopią spokojnych notowań z roku 2017. W pierwszej połowie 2018 dochodowość 10-latki niemieckiej poruszała się w przedziale 0,30 - 0,75%, by drugie sześć miesięcy ubiegłego roku zawęzić przedział wahań do 0,25 - 0,55%. Stabilność wyceny niemieckiego długu zapewniał brak zmian stóp procentowych w strefie euro, a źródłem zmienności były wahania apetytu na ryzyko. W przypadku rentowności amerykańskiego długu notowania miały w 2018 roku wzrostowy kierunek. Argumentem za osiągnięciem najwyższej od 10 lat dochodowości 2-letniego długu była kontynuacja cyklu podwyżek stop procentowych przez Fed. Zdecydowała ona także o wyższej rentowności 10-latki USA, jednak tu - za sprawą przekierowania kapitału z rynku akcji - udało się wyznaczyć poziom 3,25%, czyli maksimum „jedynie” sprzed 7 lat.

Za najciekawsze wydarzenie ubiegłego roku na bazowych rynkach długu uznajemy odwrócenie się krzywej amerykańskiej tj. sytuację, w której - w tym przypadku - dochodowość 2-letniego długu USA jest wyższa niż 5-letniej obligacji. Teoretycznie oznacza to zbliżające się spowolnienie w gospodarce. W ostatnich pięciu dekadach odwrócenie krzywej pięciokrotnie zapowiadało recesję w Stanach Zjednoczonych, jedynie raz dając fałszywy sygnał. Sytuację na amerykańskim rynku długu może jednak zaburzać ekspansywna niestandardowa polityka pieniężna prowadzona przez największe banki centralne świata, w tym Fed, od 2008 roku. Bez wątpienia jednak postępujące w 2018 roku zacieśnianie polityki pieniężnej sprzyjało wzrostowi 2-latki USA, podczas gdy obligacje o dłuższych terminach zapadalności niższały w rentowności z uwagi na zainteresowanie inwestorów chcących unikać ryzyka.

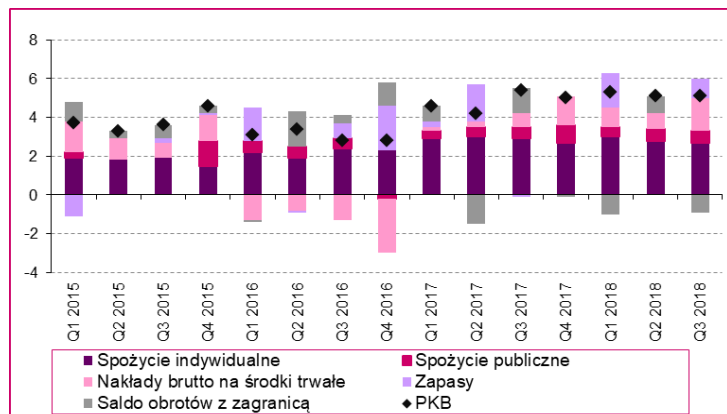
W tym roku oczekujemy kontynuacji trendu bocznego w notowaniach Bunda, choć w obniżonym w stosunku do drugiego półrocza 2018 roku przedziały. Obecnie za najbardziej prawdopodobną uznajemy koncentrację dochodowości 10-letniego długu Niemiec w przedziale 0,00 - 0,35%. Będzie to odpowiedź na stabilność stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego oraz prawdopodobny epizody podwyższonej awersji do ryzyka wywoływanej przez czynniki geopolityczne. Stabilizacji po trzech latach wzrostu ulec powinna także dochodowość 10-letniego długu USA. Straciła ona podstawy do wzrostu dochodowości w postaci kontynuacji zacieśniania polityki pieniężnej i prawdopodobnie przez większość roku koncentrować się będzie wokół poziomu 2,70%.

Makro i rynek

raport miesięczny

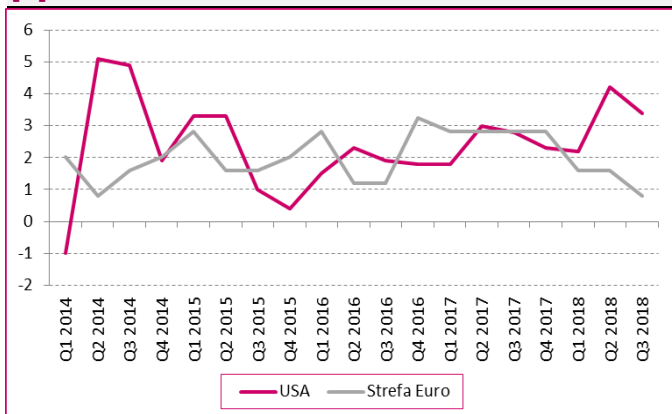
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 26 Dekompozycja wzrostu PKB r/r [pkt. proc.]



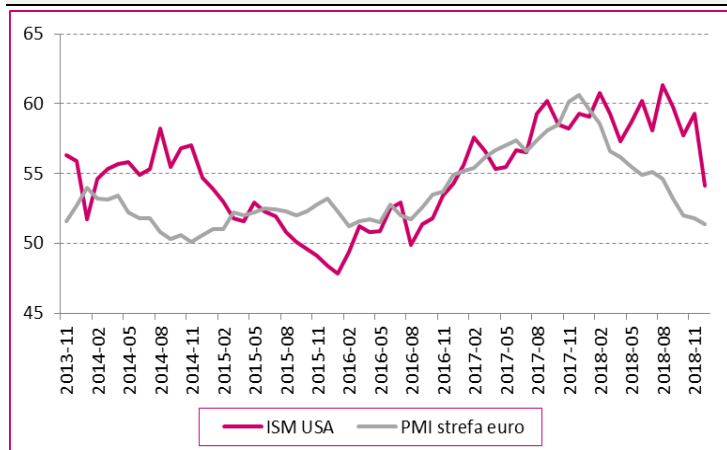
Źródło: Datastream

Wykres 27 Zauważalna zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



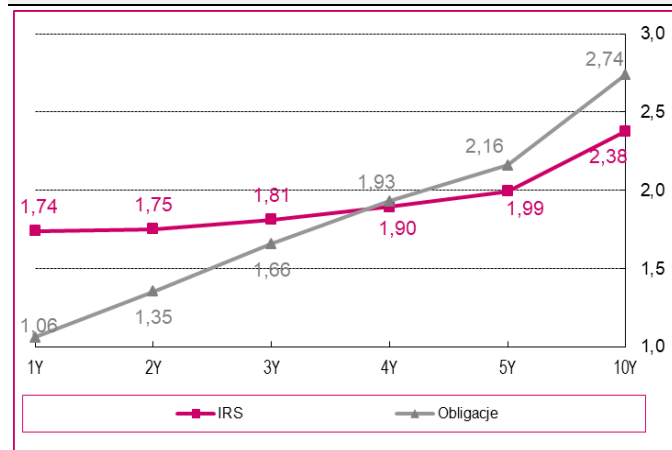
Źródło: Datastream

Wykres 28 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



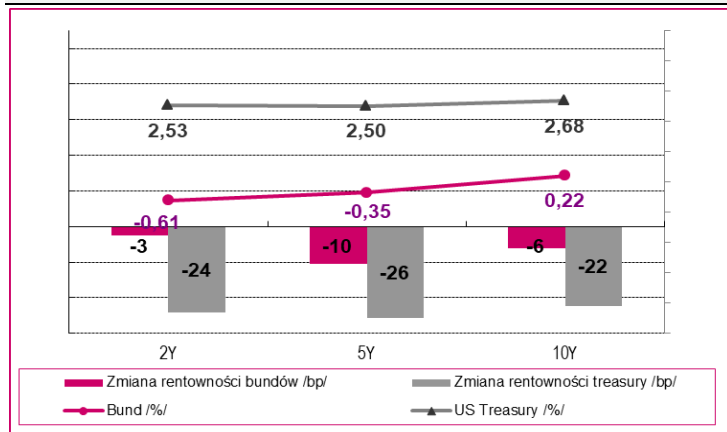
Źródło: Datastream

Wykres 29 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



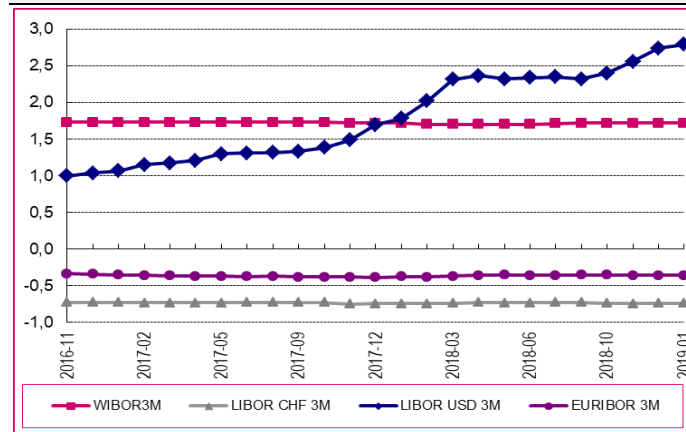
Źródło: Datastream

Wykres 30 Miesięczna zmiana dochodowości niemieckiego i amerykańskiego długu [%]



Źródło: Datastream

Wykres 31 Notowania WIBOR 3M, LIBOR CHF 3M, EURIBOR 3M i LIBOR USD 3M [%]



Źródło: Datastream

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19
Inflacja- CPI (% r/r)	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	1,1
Inflacja bazowa (% r/r)	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,7	0,9
Ceny producenta - PPI (% r/r)	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,7	2,8	2,8
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,7	6,6	7,3	7,3	7,5	7,9	8,3	8,8	8,6	8,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	6,2	6,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	4,0	6,1	8,2	7,1	6,7	3,6	7,8	6,9	8,4	6,4
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	297	112	-994	-681	-858	-471	-221	-530	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	1,4	7,0	8,4	7,3	0,0	12,1	7,1	3,5	-	-
Import (EUR, % r/r)	2,9	8,7	10,0	11,2	5,4	17,5	9,9	7,9	-	-
Plące, sek. przeds. (% r/r)	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	7,1	7,0
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,2
Stopa bezrobocia (%)	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,9	6,3
Stopa referencyjna (koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57	1,58	1,56	1,54	1,35	1,34
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55	2,47	2,48	2,29	2,20
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,08	3,28	3,21	3,19	3,18	3,24	3,21	3,04	2,85	2,80
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,30
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,75
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16	1,13	1,13	1,15	1,16

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P
PKB (mld PLN)	1629,4	1656,9	1720,4	1800,2	1861,1	1988,7	2059,5	2176,3
PKB (wzrost realny, %)	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,8	5,0	3,6
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,3	3,9
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	0,8	0,3	2,6	3	3,9	4,9	4,6	4,0
Inwestycje (wzrost realny, %)	-1,8	-1,1	10	6,1	-8,2	3,9	7,8	5,5
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,8	-1,3	-2,2	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,0
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,4	2,1
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	1,4	1,0	0,5	0,2	0,0	0,9	0,7	1,9
Saldo sektora general government (% PKB)	-3,7	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,5	-0,9
Stopa referencyjna (koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,13	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,08	4,16	4,30	4,29	4,41	4,17	4,30	4,31
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,10	3,02	3,55	3,95	4,18	3,48	3,76	3,65

Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, Datastream, prognozy Banku Millennium

KALENDARIUM

Styczeń / Luty

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
	15 PL: CPI GE: PKB EZ: bilans handlowy US: PPI	16 GE: CPI PL: inflacja bazowa US: sprzedaż detaliczna, Beżowa Księga Fed	17 EZ: CPI US: liczba nowych budów, pozwolenia na budowę	18 PL: Płace, zatrudnienie, produkcja przemysłowa, PPI US: produkcja przemysłowa, indeks uniwersytetu Michigan
21 GE: PPI	22 PL: sprzedaż detaliczna GE: ZEW US: sprzedaż domów na rynku wtórnym	23 PL: podaż pieniądza M3	24 GE: wstępne PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępne PMI w przemyśle i usługach, decyzja w sprawie stóp procentowych PL: stopa bezrobocia	25 GE: IFO US: zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż nowych domów
28 US: Chicago Fed	29 US: indeks CaseShiller, indeks Conference Board	30 GE: CPI US: raport ADP, sprzedaż domów na rynku wtórnym, decyzja w sprawie stop procentowych	31 EZ: PKB US: raport Challengeera, dochody i wydatki prywatne, inflacja PCE PL: opis posiedzenia banku centralnego	01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, szacunek inflacji CPI US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, PMI i ISM w przemyśle, indeks uniwersytetu Michigan
04 EZ: indeks Sentix, PPI US: zamówienia na dobra trwałego użytku	05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: ISM i PMI w usługach	06 GE: zamówienia fabryczne PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	07 GE: produkcja przemysłowa PL: stan rezerw NBP	08 GE: bilans handlowy
11	12	13 EZ: produkcja przemysłowa PL: rachunek obrotów bieżących US: CPI	14 GE: PKB EZ: zatrudnienie, PKB US: PPI	15 US: sprzedaż detaliczna, indeks uniwersytetu Michigan

PL - Polska; GE - Niemcy; US - Stany Zjednoczone; EZ - strefa euro; HU - Węgry; CZ - Czechy; SZ - Szwajcaria, CH - Chiny, JN - Japonia
Źródło: Reuters, Bloomberg, MinFin, PAP

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

ul. Stanisława Żaryna 2a
02-593 Warszawa

801 331 331
+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.