

Makro i rynek

raport kwartalny

kwiecień-czerwiec 2019

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

SPIS TREŚCI

OTOCZENIE GLOBALNE	
Strefa euro	2
Stany Zjednoczone	3
GOSPODARKA KRAJOWA	
Gospodarka realna	4
Rynek pracy	5
Inflacja	6
POLITYKA PIENIĘŻNA	7
POLITYKA FISKALNA	8
RYNKI SUROWCÓW	9
RYNEK ZŁOTEGO	10
KRAJOWY RYNEK OBLIGACJI	11
RYNEK EURODLARA	13
RYNEK OBLIGACJI BAZOWYCH	14
PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE	
Gospodarka polska	15
Gospodarka globalna	16
PRZEGLĄD DANYCH	17

PODSUMOWANIE

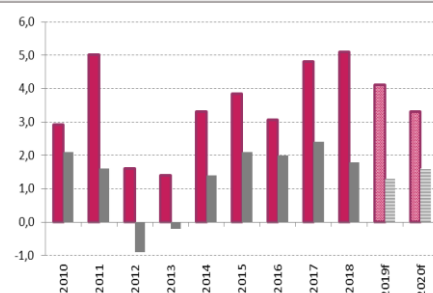
- Przełom ubiegłego oraz początek tego roku przyniósł pogorszenie koniunktury w gospodarce globalnej, szczególnie widoczne w strefie euro. Gospodarka Włoch znalazła się w tzw. technicznej recesji, a Niemiec w stagnacji. Wyhamowanie aktywności ekonomicznej widoczne było także w USA, choć jego zakres był mniejszy. Pogorszenie perspektyw wzrostu głównych gospodarek skłoniło banki centralnego do złagodzenia retoryki. Amerykański Fed wycofał się z dalszych podwyżek stóp procentowych, a EBC wydłużył perspektywę stabilnych stóp oraz rozpoczął kolejną rundę operacji TLTRO. Otoczenie zewnętrzne będzie negatywnie oddziaływało na perspektywę polskiej gospodarki w najbliższych kwartałach.
- Dane za pierwsze miesiące 2019 roku wskazują na wejście polskiej gospodarki w fazę stopniowego wyhamowywania wzrostu, jednak zapowiedziany przez rząd impuls fiskalny wesprze konsumpcję prywatną, co złagodzi negatywny wpływ niższego wzrostu eksportu i inwestycji, szczególnie w drugiej połowie roku. Dodatkowy impuls popytowy zwiększy import, co przy spodziewanym wyhamowaniu eksportu, przełoży się na wzrost deficytu handlowego i bardziej negatywną kontrybucję eksportu netto. Pozytywnie do PKB będą kontrybuowały inwestycje, wspierane przez absorpcję środków unijnych. Czynniki podażowe będą jednak ograniczały skalę wzrostu inwestycji publicznych. Pomimo spowolnienia, wzrost gospodarczy w tym roku utrzyma się powyżej długoterminowego trendu i naszym zdaniem wyniesie 4,1%.
- Wyhamowanie wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało prowadzeniu akomodacyjnej polityki gospodarczej. Rada Polityki Pieniężnej ponad 4 lata utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada ich dalszą stabilizację. Przy spodziewanej zwyczajnie inflacji, realne stopy procentowe będą ujemne zapewne do końca kadencji obecnej RPP. Wyraźny impuls popytowy da natomiast polityka fiskalna. Zapowiedziany program, obejmujący w głównej mierze wypłatę świadczeń społecznych będzie stanowił impuls stanowiący równowartość ok. 1,9% PKB. Realizacja programu zwiększy deficyt sektora *general government*, choć nie spodziewamy się przekroczenia poziomu 3,0% PKB. Następować jednak będzie coraz większe odchylenie od ścieżki deficytu zaprezentowanej w aktualizacji Programu Konwergencji.
- W 1Q 2019 kurs EUR/PLN wyróżniał się na tle walut regionu stabilnością notowań, której sprzyjały solidne fundamenty polskiej gospodarki oraz brak szoków wewnętrznych. Za sprawą wzrostu awersji do ryzyka - wynikającego z nasilenia obaw o spowolnienie globalnej koniunktury oraz niepewności towarzyszącej brexitowi i wojnom handlowym - podwyższona zmienność towarzyszyła natomiast pozostałym parom złotowym. Na początku roku polskie obligacje zyskiwały na wartości, w ślad za rynkami bazowymi, jednak pod koniec lutego - wraz z ogłoszeniem zwiększającej emisję długu rządowego programu dodatkowych świadczeń społecznych - nastąpiło pogorszenie nastrojów i wzrost rentowności. W dalszej części roku złoty pozostał względnie stabilny wobec euro, natomiast obligacje będą znajdowały się pod presją ze względu na perspektywę wzrostu potrzeb pożyczkowych.

Deficyt sektora finansów publicznych w Polsce [% PKB]

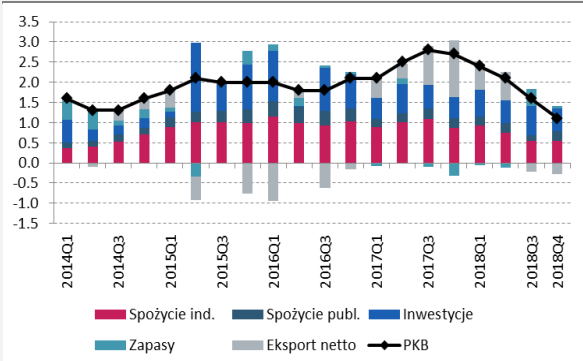


Źródło: GUS, Komisja Europejska, Bank Millennium

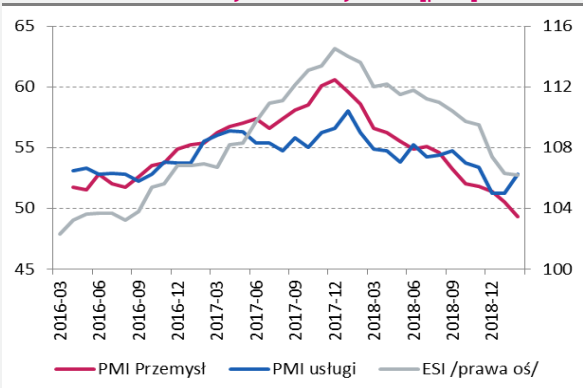
Wzrost gospodarczy w Polsce oraz strefie euro [%]



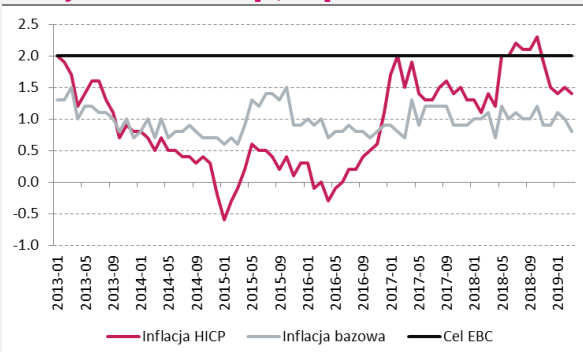
Struktura wzrostu PKB w strefie euro [pkt. proc.]



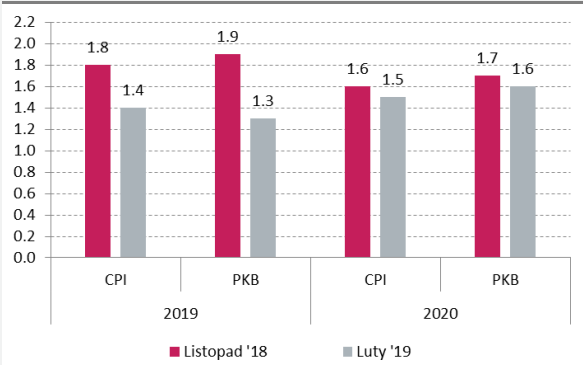
Wskaźniki koniunktury dla strefy euro [pkt.]



Inflacja w strefie euro [% , r/r]



Prognozy PKB i CPI w strefie euro wg. KE [% , r/r]



Źródło: Macrobond, Komisja Europejska

OTOCZENIE GLOBALNE • Strefa euro

II połowa ub. roku przyniosła wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w strefie euro oraz stagnację w Niemczech. Najnowsze dane nie wskazują na poprawę koniunktury w Eurolandzie w najbliższych kwartałach. Ryzyko przedłużającego się spowolnienia wzrostu gospodarczego i inflacja oddalająca się od celu inflacyjnego skłoniła EBC do złagodzenia polityki pieniężnej.

Gospodarka Eurolandu wyraźnie spowolniła...

Po udanej I poł. ub. roku wzrost gospodarczy w strefie euro istotnie spowolnił. W szczególności gospodarka Włoch znalazła się w tzw. technicznej recesji, a Niemiec w stagnacji. Do niższej aktywności gospodarczej w Eurolandzie przyczyniło się ograniczenie konsumpcji gospodarstw domowych, pomimo przyspieszającego wzrostu wynagrodzeń i spadającej stopy bezrobocia, która na koniec ub. roku obniżyła się do 7,8%, a więc do poziomu sprzed kryzysu w 2008-2009 r. W pewnym stopniu do słabszego wzrostu spożycia indywidualnego przyczyniło się wejście w życie nowych standardów emisji spalin i związanych z tym zaburzeń sprzedaży aut, a dodatkowo we Francji duża skala protestów społecznych. Niemniej, spowolnienie konsumpcji w strefie euro ma szerszy zakres wynikający z pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych jako efekt podwyższonej niepewności dotyczącej globalnej koniunktury, wojen handlowych i brexitu. Czynniki te wpłynęły także na spadek dynamiki eksportu. Dane za 1Q 2019 nie napawają optymizmem, gdyż sygnalizują brak odbicia wzrostu gospodarczego. W szczególności wskaźniki PMI dla przemysłu obniżyły się poniżej bariery 50 pkt. wskazując na dekonunkturę w tym sektorze.

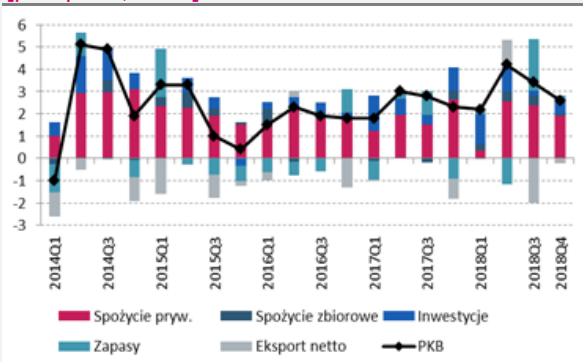
...i w tym roku silnie nie przyspieszy.

Słabe dane z gospodarek strefy euro wpłynęły na znaczącą rewizję w dół oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego na 2019 r. w EMU. Według lutowych prognoz Komisji Europejskiej wzrost PKB w Eurolandzie wyniesie w tym roku 1,3%, a nie 1,9% prognozowanych w listopadzie ub. roku. Korekta dla gospodarki niemieckiej, będącej największym odbiorcą krajowego eksportu miała nieznacznie większą skalę - prognozę obniżono do 1,1% z 1,8%. Oczekiwania te wskazują, że aktywność w strefie euro będzie kształtowała się w tym roku na niskim poziomie. W perspektywie kilku kwartałów jednak, wraz z poprawą nastrojów konsumenckich gospodarstwa domowe powinny w większym stopniu korzystać z dobrej sytuacji na rynku pracy i zwiększyć swoje wydatki. Jednocześnie czynniki ograniczające eksport i inwestycje: słabszy wzrost gospodarki globalnej oraz niepewność związana polityką handlową i brexitem, powinny częściowo ustąpić, a aktywność w gospodarce poprawić się, w szczególności w przemyśle. Scenariusz ten zakłada jednak brak nieuporządkowanego opuszczenia UE przez Wielką Brytanię. Niższy niż średnia wzrost gospodarczy w strefie euro będzie ograniczał narastanie presji inflacyjnej. Dynamika cen konsumencka powinna pozostawać poniżej celu inflacyjnego EBC.

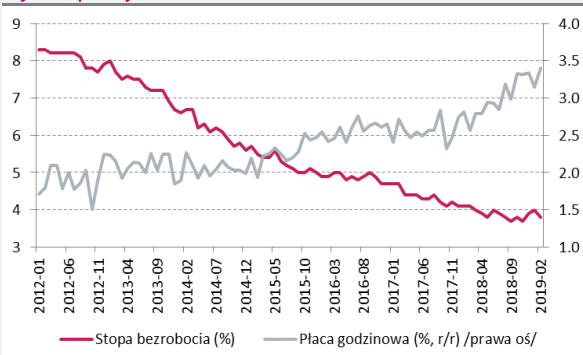
EBC będzie kontynuował łagodną politykę pieniężną

Pogorszenie oczekiwań dotyczącej koniunktury w strefie euro wpłynęło na wcześniejszą niż oczekiwano decyzję o wydłużeniu okresu akomodacyjnej polityki pieniężnej. EBC wydłużył *forward guidance* dla stóp procentowych, który wskazuje obecnie, że koszt pieniądza w strefie euro nie ulegnie zmianie co najmniej do końca roku. Dodatkowo zdecydowano o uruchomieniu od września br. trzeciej transzy dłuższych operacji refinansujących (TLTRO), których celem jest poprawa wskaźników kapitałowych banków komercyjnych oraz zapewnienie im tańszego finansowania i tym samym pobudzenie ich akcji kredytowej. Planowane oddziaływanie programu będzie jednak mniejsze niż w poprzednich rundach - minimalnie podniesiono bowiem jego koszt dla banków i skrócono zapadalność tych operacji z czterech do dwóch lat. Biorąc pod uwagę fundamenty makroekonomiczne łagodna polityka pieniężna EBC będzie kontynuowana przez dłuższy czas - stopy procentowe EBC pozostaną najprawdopodobniej na obecnym poziomie w tym i przyszłym roku.

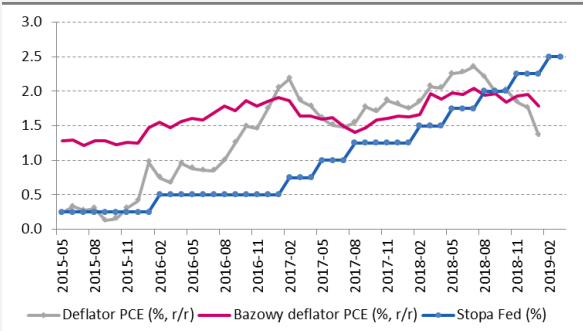
Struktura wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych [pkt. proc., SAAR]



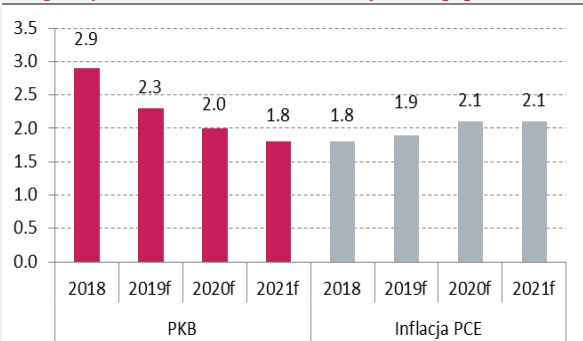
Rynek pracy w USA



Inflacja i stopy procentowe w USA



Prognozy Fed wzrostu PKB i inflacji PCE [%]*



*f - prognozy

Źródło: Macrobond, Fed

OTOCZENIE GLOBALNE • Stany Zjednoczone

Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych w 2018 r. wyniósł 2,9% r/r i obok 2015 r. był najszybszy od kryzysu gospodarczego lat 2008-2009, a inflacja PCE ponad pół roku przekraczała cel inflacyjny, tj. 2,0% r/r. Fed kontynuował więc podnoszenie stóp procentowych. Słabsze dane makroekonomiczne na przełomie 2018 i 2019 r. i utrzymujące się czynniki ryzyka dla gospodarki globalnej skłoniły Fed do wstrzymania się z dalszymi podwyżkami.

Wzrost gospodarczy w 2018 r. najszybszy od 10 lat...

Wzrost gospodarczy w 2018 r. w Stanach Zjednoczonych wyniósł 2,9% i obok 2015 r. był najszybszy od początku kryzysu gospodarczego z lat 2008-2009. Głównym motorem gospodarki USA była konsumpcja gospodarstw domowych wspierana korzystną sytuacją na rynku pracy. Odzwierciedlał ją przyrost 2,7 mln etatów, silniejszy niż w 2017 r., dynamika płacy godzinowej utrzymująca się w trendzie wzrostowym, a także spadek stopy bezrobocia do 3,7%, tj. do najniższego poziomu od ponad 50 lat. Wsparciem dla wzrostu były ponadto inwestycje napędzane przez impuls fiskalny, a także w przemyśle wydobywczym przez ceny ropy naftowej, które znajdowały się przez większą część roku w trendzie wzrostowym. Czynnikiem ten, a także rosnące koszty pracy i wysoka aktywność gospodarcza podniosły presję inflacyjną - deflator PCE będący podstawową miarą zmian cen dla Fed przekraczał przez ponad pół roku poziom celu inflacyjnego (2,0% r/r). Wzrost PKB w 4Q ub. roku, wynoszący 2,6% kw/kw (SAAR) i słabszy niż w 3Q, potwierdziły, że szczyt aktywności w gospodarce amerykańskiej w tym cyklu koniunkturalnym został już osiągnięty. Informacje za 1Q 2019 wskazują na kontynuację tej spadkowej tendencji. O ile sytuacja na rynku pracy była nadal korzystna (solidne w odczycie non-farm payrolls), to dane o nastrojach konsumenckich nieco gorsze niż przed kwartałem wskazują na osłabienie spożycia prywatnego. Ponadto wskaźnik ISM dla przemysłu z okresu styczeń-marzec sygnalizuje wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego.

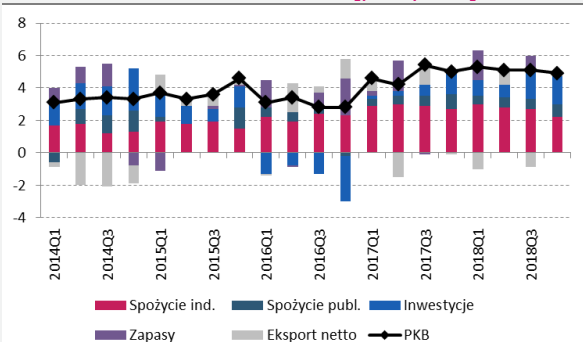
...ale kolejne lata będą już słabsze

Napływ nowych danych wpłynął na obniżenie w marcu przez Fed prognozy wzrostu gospodarczego na 2019 r. do 2,1% z 2,3% spodziewanego w listopadzie ub. roku oraz do 1,9% z 2,0% dla 2020 r. Głównym motorem gospodarki powinna pozostać konsumpcja prywatna wspierana rosnącymi dochodami i zatrudnieniem. Przyrost liczby pracujących będzie jednak stopniowo słabł. Jednocześnie wzrost konsumpcji i inwestycji nie będzie znajdował się, w przeciwieństwie do 2018 r., pod korzystnym wpływem obniżenia podatków. Ponadto, polityka handlowa na linii Stany Zjednoczone - Chiny nadal pozostaje niepewna, co obok już ustanowionych tarif celnych, będzie oddziaływało negatywnie na eksport i nakłady inwestycyjne amerykańskich przedsiębiorstw.

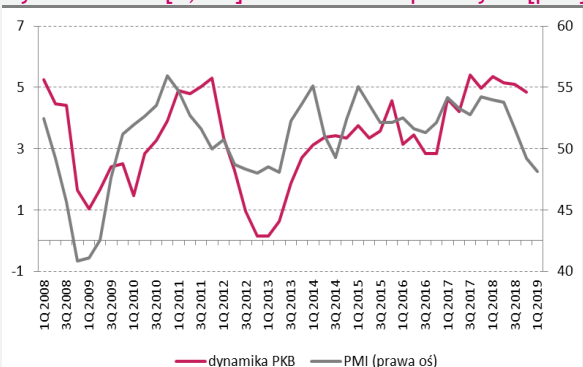
Fed szybciej niż oczekiwano złagodził swoją retorykę

W warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego i inflacji konsumenckiej przekraczającej przez większość roku cel inflacyjny Fed podniósł w ub. roku główną stopę procentową o łącznie 100 bps. Po ostatniej podwyżce w grudniu osiągnęła ona przedział 2,25-2,50%. Słabsze od oczekiwań dane z gospodarki globalnej, a także utrzymujące się czynniki niepewności (koniunktura globalna, wojny handlowe, brexit) wpłynęły na szybkie złagodzenie retoryki Fed w tym roku. O ile jeszcze w grudniu ub. roku bankierzy centralni w USA oczekiwali dwóch podwyżek stóp w 2019 r. łącznie o 50 bps, to na marcowym posiedzeniu wskazali na ich brak. Jeszcze wcześniej, w styczniu usunięto z komunikatu sformułowanie o potrzebie „pewnych stopniowych podwyżek stóp procentowych”. Obecnie członkowie Fed twierdzą, że będą pozostawali „cierpliwi” w kontekście ewentualnych dalszych zmian w parametrach polityki pieniężnej. Szybkie złagodzenie retoryki Fed było zaskoczeniem dla rynków finansowych. Obecnie część uczestników rynku wycenia jedną obniżkę stóp procentowych w USA w tym roku.

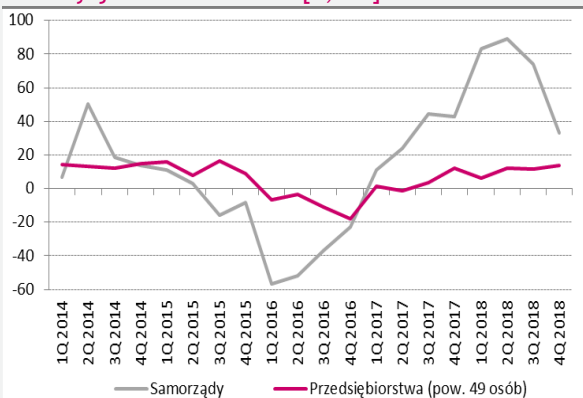
Struktura wzrostu PKB w Polsce [pkt. proc.]



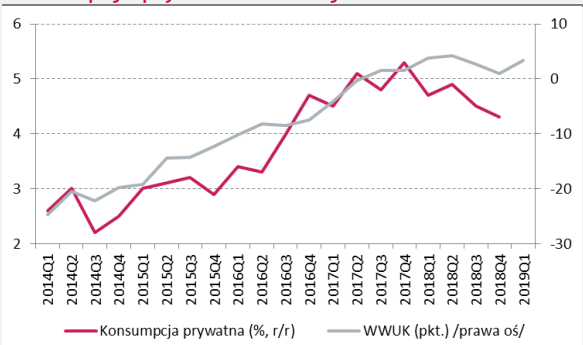
Dynamika PKB [% r/r] i indeks PMI w przemyśle [pkt.]



Inwestycje w środki trwałe [% r/r]



Konsumpcja prywatna i nastroje konsumentów



Źródło: GUS, Macrobond

GOSPODARKA KRAJOWA • Gospodarka realna

Dane za pierwsze miesiące 2019 roku wskazują na wejście gospodarki w fazę stopniowego wyhamowywania wzrostu gospodarczego, jednak zapowiedziany przez rząd impuls fiskalny wesprze konsumpcję prywatną, co złagodzi negatywny wpływ niższego wzrostu eksportu i inwestycji, szczególnie w drugiej połowie roku. W programie dominują elementy stymulacji popytu konsumpcyjnego, stąd jego efekty będą krótkoterminowe, z ograniczonym wpływem na potencjał gospodarki.

Stopniowe wyhamowanie wzrostu gospodarczego w 1Q 2019

Po wzroście o 5,1% w 2018, dane za pierwsze miesiące 2019 roku (spadek indeksu PMI, wyhamowanie produkcji budowlano-montażowej) wskazują na wejście gospodarki w fazę stopniowego spowolnienia. Wytracanie dynamizmu gospodarki widoczne było już w 4Q ub. roku, kiedy wzrost PKB po odsezonowaniu wyniósł 0,5% kw./kw., najniższy od 3Q 2016. Pogorszenie koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych ogranicza dynamikę eksportu oraz produkcji przemysłowej, choć dane za luty sugerują ich stabilizację. Konsumpcja prywatna pozostaje głównym motorem gospodarki, wspierana przez niskie bezrobocie i rosnące dochody rozporządzalne, choć dynamika konsumpcji prywatnej spowolniła do ok. 4,0% w 1Q br. Dane o produkcji budowlano-montażowej wskazują na wolniejszy wzrost inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków unijnych, na co wpływ ma wysoka baza statystyczna sprzed roku oraz ograniczenia podażowe związane z wysokim wykorzystaniem mocy wytwórczych i utrudnionym dostępem do pracowników. Tegoroczne wyniki produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej sugerują jednak, że skala spowolnienia będzie umiarkowana.

Impuls fiskalny złagodzi wpływ spowolnienia w UE

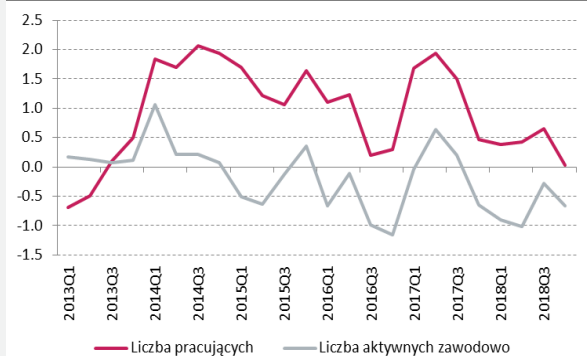
Wyhamowanie wzrostu w tym roku jest nieuniknione, na co wskazują wskaźniki koniunktury w Polsce (PMI, GUS, ESI) i osłabienie wzrostu w UE, szczególnie w Niemczech. Przedstawiony przez rząd program fiskalny zmienia jednak scenariusz na ten rok. Po wyhamowaniu do 3,9% r/r w 1Q br., w kolejnych kwartałach dynamika PKB będzie stopniowo przyspieszać. Wyplata dodatkowych świadczeń społecznych zwiększy konsumpcję prywatną, szczególnie w drugiej połowie roku, co złagodzi negatywny wpływ niższego wzrostu eksportu i inwestycji. W efekcie wzrost gospodarczy w tym roku wyniesie 4,1%, a nie 3,6% jak prognozowaliśmy dotychczas. Ponieważ w programie dominują elementy stymulacji popytu konsumpcyjnego, stąd jego efekty będą krótkoterminowe, z ograniczonym wpływem na potencjał gospodarki. Konsumpcji sprzyjać będzie także wolniejsze od pierwotnych oczekiwań przyspieszenie inflacji oraz optymistyczne nastroje konsumentów, choć w ostatnich miesiącach widoczna jest ich stabilizacja. Dodatkowy impuls popytowy zwiększy import, co przy spodziewanym wyhamowaniu eksportu, przełoży się na wzrost deficytu handlowego i bardziej negatywną kontrybucję eksportu netto. Pozytywnie do wzrostu będą kontrybuowały inwestycje, wspierane przez absorpcję środków unijnych. Czynniki podażowe będą ograniczały skalę wzrostu inwestycji publicznych, a wyniki badania NBP sugerują ograniczoną przestrzeń do wzrostu inwestycji prywatnych, szczególnie w warunkach niepewności wokół brexitu oraz wojen handlowych. Ten drugi czynnik może jednak tracić na znaczeniu. Pomimo spowolnienia, wzrost gospodarczy będzie utrzymywać się powyżej długoterminowego trendu.

Prognozy krótkoterminowe

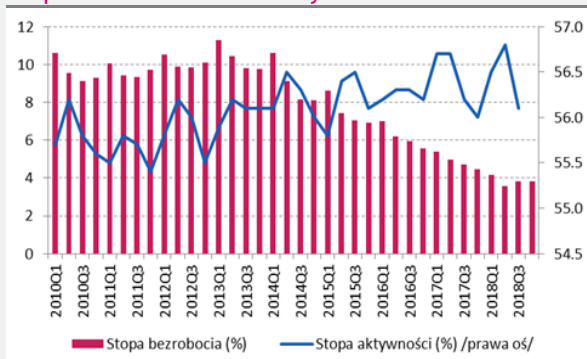
	Gru 18	Sty 19	Lut 19	Mar 19	Kwi 19	Maj 19
Produkcja przem. (% r/r)	2,9	6,0	6,9	4,0	6,5	5,1
Produkcja budowlana (% r/r)	12,3	3,2	15,1	11,7	13,4	11,2
Sprzedaż detaliczna realnie (% r/r)	3,9	6,1	5,6	2,5	7,1	5,1

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

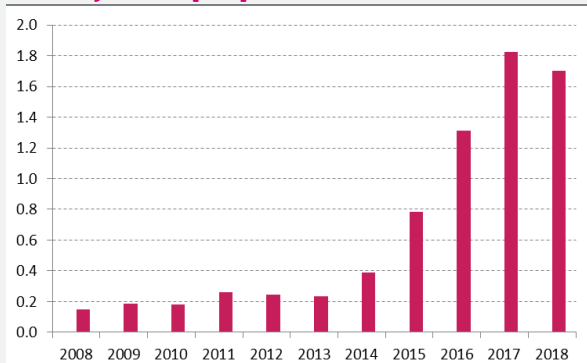
Pracujący i aktywni zawodowo wg BAEL [%; r/r]



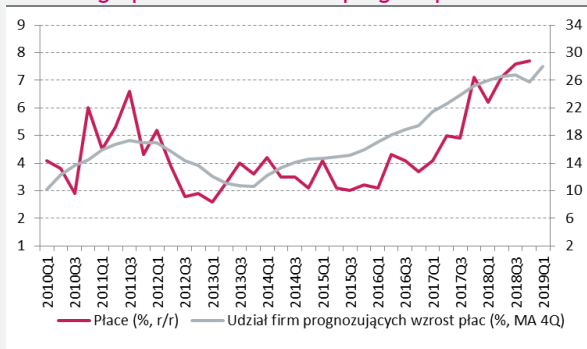
Stopa bezrobocia BAEL i aktywność zawodowa



Liczba oświadczeń o zamiarze powierzenia pracy obcokrajowcowi [mln]



Płace w gospodarce i wskaźnik prognoz płac NBP



Źródło: Macrobond, MRPIPS, NBP

GOSPODARKA KRAJOWA • Rynek pracy

Rok 2018 był bezprecedensowym okresem poprawy na krajowym rynku pracy - osiągnięto rekordowo niskie bezrobocie i wzrost płac najszybszy od 10 lat. Najnowsze dane wskazują na dalsze wzrosty zatrudnienia, choć będzie on spowalniał, do czego przyczyniać się będą ograniczenia w podaży pracy. Wzrost płac powinien natomiast pozostawać względnie stabilny, podobnie jak stopa bezrobocia.

Stabilna sytuacja na krajowym rynku pracy

Ubiegły rok był okresem bezprecedensowej poprawy na krajowym rynku pracy. Liczba osób bezrobotnych według BAEL osiągnęła najniższą wartość w historii, a stopa bezrobocia obniżyła się na koniec roku do 3,6%, jednej z najniższych wartości w UE. Utrzymujący się popyt na pracę wspierał wzrost wynagrodzeń, który w 4Q ub. roku wyniósł 7,7% r/r i był najszybszy od 10 lat. Przyspieszenie wsparte było także przez sektor publiczny. Tworzone miejsca pracy napędzały wzrost liczby pracujących, który utrzymywał się przez większą część roku. W 4Q uległ on jednak wyhamowaniu, wraz z narastającymi trudnościami firm w niektórych branżach (budownictwo, handel) z pozyskaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Potwierdzają to wyniki badań koniunktury GUS, a także Szybkiego Monitoringu NBP. Wpływ tych barier potęguje obniżająca się aktywność zawodowa. Warto zauważyć, że w ciągu trzech lat liczba osób aktywnych zawodowo obniżyła się o ok. 430 tys., tj. o 2,5%, do czego w części przyczyniło się wejście w życie 1 października 2017 r. ustawy obniżającej wiek emerytalny. Lukę tę zapelniali w części pracownicy z zagranicy, głównie z Ukrainy, aczkolwiek dane z ub. roku potwierdzają wyhamowanie wzrostu ich liczby.

W przyszłości wzrost zatrudnienia będzie hamował

Na początku roku nadal utrzymuje się solidny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (2,9% r/r w styczniu i lutym), choć w kolejnych kwartałach spodziewamy się jego wyhamowania. Pomimo oczekiwanego dalszego przyrostu zatrudnienia w sektorze firm, w całej gospodarce liczba pracujących będzie spadać. Wynika to głównie z niekorzystnej struktury demograficznej w Polsce, gdyż więcej osób starszych będzie opuszczało szeregi aktywnych zawodowo, co nie będzie kompensowane przez napływ na rynek pracy ludzi młodych. Ponadto, słabsza koniunktura na świecie ogranicza popyt na pracę, głównie w przemyśle. Jest to zgodne z badaniem PMI, według którego w marcu zatrudnienie obniżyło się w najszybszym tempie od kwietnia 2013. Dodatkowo, dalsze przyrosty liczby pracujących m.in. w budownictwie i handlu, będą napotykały coraz większą barierę podaży pracy. Stopa bezrobocia powinna natomiast pozostawać stabilna, zarówno w krótkim, jak i średnim okresie. W warunkach słabnącej koniunktury firmy świadome ograniczeń w liczbie wykwalifikowanych pracowników będą bowiem odkładać ewentualne decyzje o zwolnieniach. Wobec podaży i popytowych uwarunkowań na rynku pracy spodziewamy się w najbliższych miesiącach względnej stabilizacji wzrostu płac. Pozostanie ona jednak zróżnicowana pomiędzy sektorami, m.in. wyższa dynamika w budownictwie. W średnim terminie natomiast wraz z hamowaniem wzrostu gospodarczego w Polsce możliwości przedsiębiorstw kontynuacji solidnego wzrostu wynagrodzeń mogą pozostać ograniczone. Oczekiwania te obciążone są jednak niepewnością związaną z polityką wynagrodzeń w sferze publicznej (co ma szczególne znaczenie w tym roku ze względu na okres wyborczy).

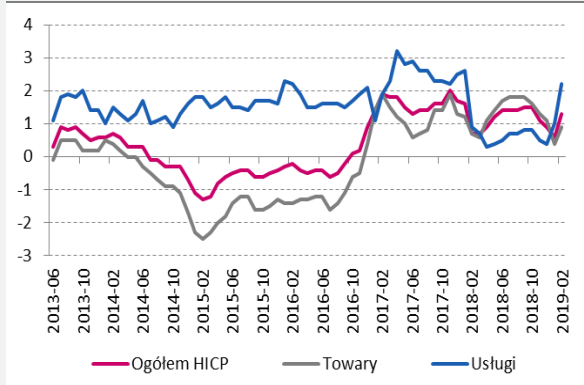
Prognozy krótkoterminowe

	Gru 18	Sty 19	Lut 19	Mar 19	Kwi 19	Maj 19
Zatrudnienie* (%, r/r)	2,8	2,9	2,9	2,9	2,8	2,9
Wynagrodzenia* (%, r/r)	6,1	7,5	7,6	7,4	7,2	7,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,8	6,1	6,1	5,9	5,7	5,5

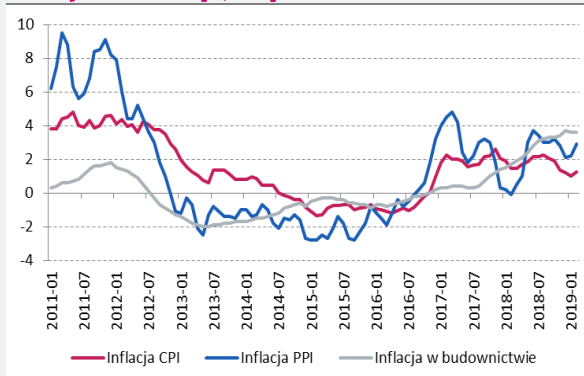
*Firmy zatrudniające co najmniej 10 pracowników (sektor przedsiębiorstw)

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

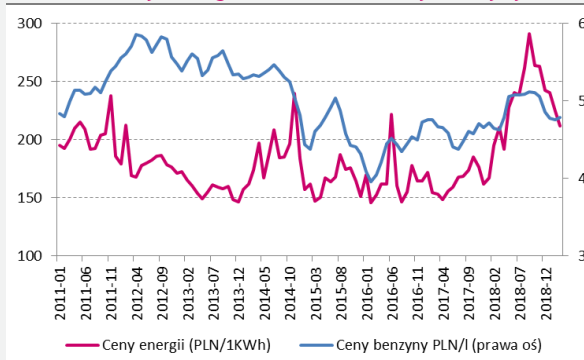
Inflacja HICP w Polsce [%, r/r]



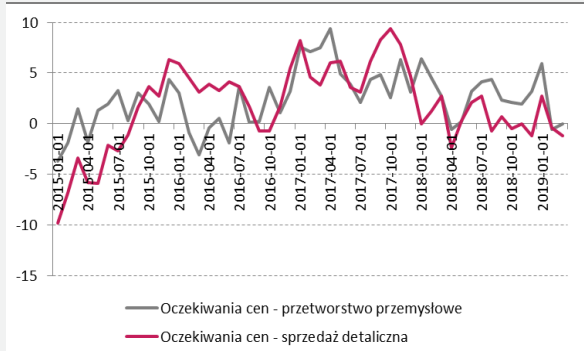
Inflacja w Polsce [%, r/r]



Hurtowe ceny energii i detaliczne ceny benzyny



Oczekiwania inflacyjne w gospodarce [%]



Źródło: Macrobond

GOSPODARKA KRAJOWA • Inflacja

Kolejne miesiące 1Q 2019 przynosiły stopniowąwyżkę wskaźnika CPI, choć w dalszym ciągu utrzymuje się on poniżej celu banku centralnego. W kierunku wyższej inflacji działały mniej korzystne niż przed rokiem tendencje na rynku żywności, ale także przyspieszenie inflacji bazowej, w ślad za rosnącymi jednostkowymi kosztami pracy i solidnym popytem krajowym. Kolejne miesiące przyniosą dalsze nasilenie presji cenowej, jednak wskaźnik CPI zbliży się do celu inflacyjnego dopiero pod koniec tego roku.

Inflacja pozostaje niska, choć stopniowo nasila się

Presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje niska, choć 1Q 2019 przyniósł wzrost wskaźnika CPI z 0,7% r/r w styczniu do 1,7% r/r marca, poziomu najwyższego od października 2018r. Jednak średnio w całym kwartale inflacja wyniosła 1,2% r/r, najniższej od 4Q 2016. W kierunku wyższej inflacji w lutym i marcu działały mniej korzystne niż przed rokiem kształtowanie się cen żywności, ale także przyspieszenie inflacji bazowej. Według szybkiego szacunku GUS wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych przyspieszył w marcu do 2,6% r/r z 0,9% r/r w grudniu 2018, odzwierciedlając efekt niskiej bazy statystycznej sprzed roku, kiedy ceny żywności zniżkowały. Wyhamowały także spadki cen paliw i w lutym oraz marcu ich dynamika przyspieszała. Rosnąć zaczęła także inflacja bazowa, szczególnie w zakresie usług. Wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł w lutym 1,0% r/r wobec 0,6% r/r w grudniu, zaś w marcu prawdopodobnie przyspieszył do 1,4% r/r, osiągając poziom najwyższy od października 2013r. Warto przy tym zwrócić uwagę, że deflator konsumpcji prywatnej zaczął rosnąć już w drugiej połowie ub. roku. Skala wzrostu inflacji CPI ograniczana była przez spadek cen energii, w następstwie wdrożenia rozwiązań łagodzących wpływ rosnących na rynkach hurtowych cen energii na rachunki gospodarstw domowych.

W tym roku inflacja pozostanie poniżej celu RPP

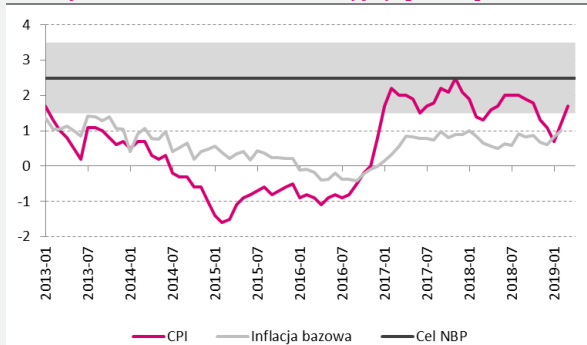
Kolejne miesiące przyniosą stopniowe narastanie presji inflacyjnej, choć ścieżka CPI będzie nieco niższa niż oczekiwania z końca ubiegłego roku. To skutek działań rządu mających na celu zneutralizowanie wpływu rosnących na rynkach hurtowych cen energii na ceny dla gospodarstw domowych oraz spodziewanej stabilizacji cen ropy naftowej. W poszczególnych miesiącach wskaźnik CPI podlegać będzie wahaniom ze względu na efekty bazowe, głównie w zakresie cen żywności i paliw, jednak średnioroczna inflacja powinna ukształtować się w tym roku na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego i wynieść 1,7% wobec 1,6% w roku 2018. Zmieniać się będzie natomiast struktura inflacji, gdyż spodziewamy się coraz większej kontrybucji do CPI elementów bazowych. W naszej ocenie inflacja bazowa (wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) osiągnie 2,0% r/r pod koniec tego roku. Dodatnia luka popytowa, silnie rosnący popyt konsumpcyjny, a także zwiększające się jednostkowe koszty pracy, przy kurczących się marżach firm będą wywierały presję na jej wyżkę. Skalę wyżki inflacji bazowej będzie ograniczać spodziewane w kolejnych kwartałach spowolnienie wzrostu gospodarczego, stopniowe wyhamowanie dynamiki wynagrodzeń oraz utrzymująca się konkurencja międzynarodowa, ograniczająca możliwość podwyżki dóbr podlegających wymianie handlowej. Ograniczony zakres wyżki inflacji sugeruje też zmniejszenie oczekiwań inflacyjnych w przetwórstwie przemysłowym i handlu detalicznym. Czynnikiem niepewności dla inflacji pozostaje wpływ cen energii, a także wpływ na ceny konsumpcyjne nasilających się żądań płacowych w sferze budżetowej.

Prognozy krótkoterminowe

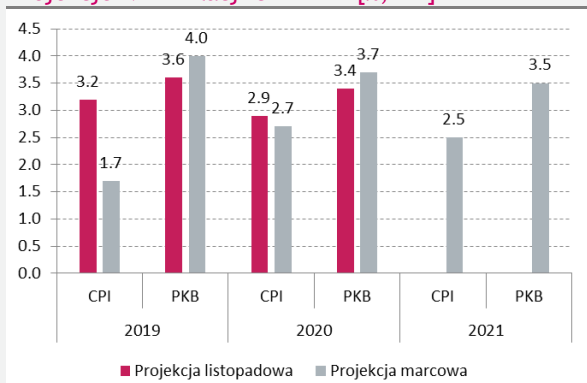
	Gru 18	Sty 19	Lut 19	Mar 19	Kwi 19	Maj 19
Inflacja CPI (% r/r)	1,7	0,7	1,2	1,7	1,7	1,6
Inflacja bazowa (% r/r)	0,6	0,7	1,0	1,4	1,3	1,5
Inflacja PPI (% r/r)	2,1	2,2	2,9	2,6	2,2	1,2

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

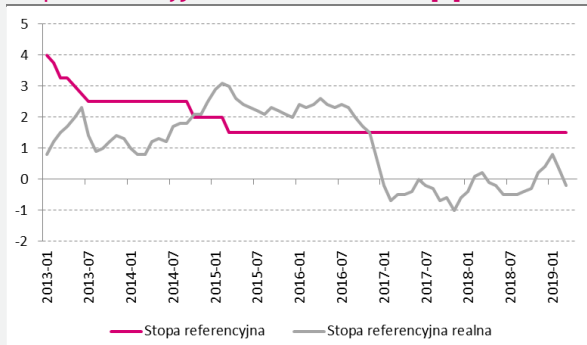
Inflacja CPI, bazowa i cel inflacyjny [% , r/r]



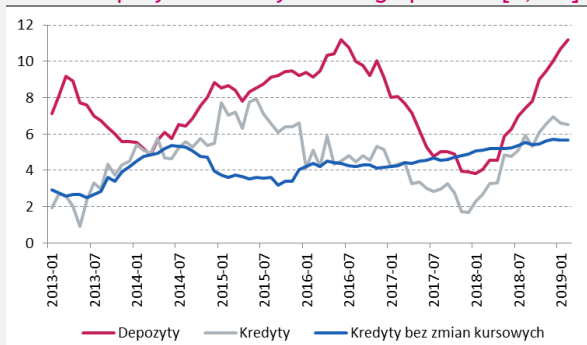
Projekcje NBP inflacji CPI i PKB [% , r/r]



Stopa referencyjna nominalna i realna [%]



Wzrost depozytów i kredytów dla gosp. dom. [% , r/r]



Źródło: Macrobond, NBP

POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej konsekwentnie nie zmienia stóp procentowych NBP. Stopa referencyjna już ponad 4 lata kształtuje się na poziomie 1,5%. Nastawienie Rady pozostaje łagodne, a część jej członków mówi o możliwym braku modyfikacji kosztu pieniądza do końca kadencji RPP w 2022 r.

Historycznie długa stabilność stóp procentowych...

Ostatnie miesiące nie przyniosły większych zaskoczeń w zakresie polityki pieniężnej w Polsce. Rada Polityki Pieniężnej konsekwentnie nie zmienia stóp procentowych NBP. Stopa referencyjna już od ponad czterech lat kształtuje się na poziomie 1,5%. Jest to najdłuższy okres stabilności stopy referencyjnej od wprowadzenia w 1998 r. w Polsce celu inflacyjnego. Co ciekawe, od ostatniej podwyżki stóp procentowych minęło już siedem lat. W kwietniu, podobnie jak w poprzednich miesiącach Rada podkreśliła w komunikacie po posiedzeniu, że obecny poziom stóp procentowych zapewnia zachowanie równowagi makroekonomicznej.

...która może trwać do 2022 r.

Scenariusz stabilnych stóp procentowych wspiera opublikowana w marcu projekcja makroekonomiczna NBP uwzględniająca zamrożenie cen energii dla gospodarstw domowych w 2019 r. oraz propozycje zmian fiskalnych, tzw. „piątkę plus”. W bazowym scenariuszu projekcyjnym średnioroczna dynamika cen konsumenta kształtuje się bowiem w przedziale dopuszczalnych odchyśleń od celu. Podczas konferencji po kwietniowym posiedzeniu prezes NBP powiedział, że obecnie nie widać czynników, które podnosiłyby presję inflacyjną w gospodarce, włączając w to proponowany przez rząd pakiet fiskalny. Powtórzył zatem, że stopy procentowe w Polsce mogą nie ulec zmianie do końca kadencji obecnej Rady Polityki Pieniężnej w 2022 r. Oznacza to, wobec oczekiwanego trwałego przyspieszenia inflacji konsumenckiej powyżej 1,5% r/r że większość członków tego gremium akceptuje utrzymywanie się w całym horyzoncie projekcji ujemnych realnych stóp procentowych. Przy możliwym osłabieniu kursu PLN polityka pieniężna pozostanie akomodacyjna.

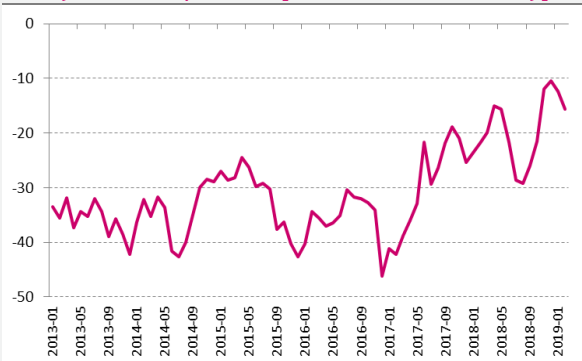
Dynamiczne przyrosty depozytów gospodarstw domowych

W 2018 i na początku tego roku pomimo bardzo niskich realnych stóp procentowych dynamicznie rosły depozyty w sektorze bankowym. Sprzyjała temu dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych, wynikająca w części z transferów społecznych, oraz widoczna relokacja części oszczędności z funduszy inwestycyjnych do sektora bankowego. Roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw niefinansowych było w tym okresie bardzo zmienne. Niskie realne stopy procentowe i rosnące płace poprawiające zdolność kredytową sprzyjały w 2018 r. wzrostowi kredytu dla gospodarstw domowych, choć w części był on wspierany osłabieniem kursu złotego względem franka szwajcarskiego zwiększającym wartość kredytów hipotecznych. W 2018 r. w trendzie wzrostowym znajdowała się dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, aczkolwiek i tym wypadku początek tego roku przyniósł wyhamowanie tempa wzrostu. W najbliższych miesiącach wzrost depozytów gospodarstw domowych powinien utrzymać się, czemu sprzyjać będzie wzrost dochodów rozporządzalnych, wsparty zapowiadaną wypłatą świadczeń społecznych. Perspektywy dla wzrostu akcji kredytowej dla gospodarstw domowych i firm pozostają umiarkowanie optymistyczne, choć nie spodziewamy się przyspieszenia dynamiki akcji kredytowej. W szczególności trudno będzie osiągnąć przyspieszenie kredytów inwestycyjnych dla firm, co wiąże się z ich dobrą sytuacją finansową pozwalającą na finansowanie projektów inwestycyjnych z kapitałów własnych. Po drugie, popyt na środki zewnętrzne pozostaje ograniczany przez niepewność w otoczeniu gospodarczym pomimo wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych, na co wskazują też wyniki badań koniunktury przedsiębiorstw.

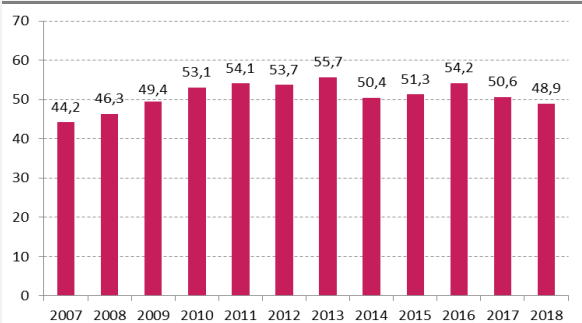
Deficyt budżetu państwa: plan vs. wykonanie [mld PLN]



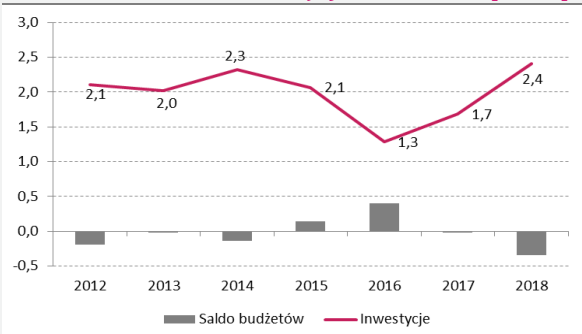
Deficyt budżetu państwa [mld PLN, suma 12 m-cy]



Dług sektora finansów publicznych [% PKB]



Saldo budżetów oraz inwestycje sektora JST [% PKB]



Źródło: Macrobond, MinFin

POLITYKA FISKALNA

Po wyjątkowo dobrej sytuacji sektora finansów publicznych w roku 2018, kiedy deficyt sektora general government spadł do rekordowo niskiego poziomu 0,4% PKB, kolejne lata wiązać się będą z większą presją na finanse publiczne. Realizacja impulsu fiskalnego, obejmującego w głównej mierze wypłatę świadczeń społecznych zwiększy deficyt sektora, choć nie spodziewamy się przekroczenia poziomu 3,0% PKB w roku 2020. Następować jednak będą coraz większe odchylenia od ścieżki deficytu zaprezentowanej w aktualizacji programu Konwergencji.

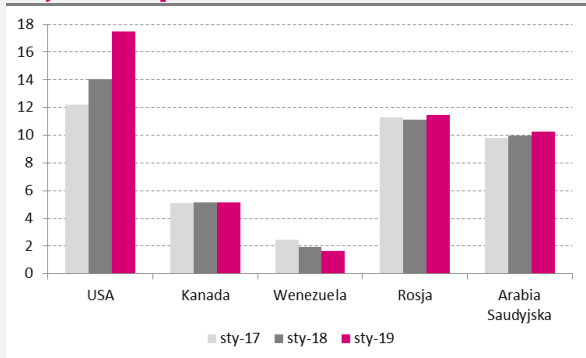
Rekordowo niski deficyt sektora finansów publicznych...

Rok 2018 przyzwyczaił do pozytywnych niespodzianek budżetowych. Niemal każdy miesiąc minionego roku zamykał się nadwyżką budżetu, a wynik całego roku na poziomie 10,4 mld PLN był wyraźnie niższy niż zapisany w ustawie budżetowej deficyt 41,5 mld PLN. Deficyt sektora finansów publicznych spadł natomiast do 0,4% PKB z 1,5% PKB w 2017, co jest najlepszym wynikiem od początku transformacji. Spadkowi deficytu sprzyjała nie tylko poprawa sektora centralnego, ale także Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, który jest beneficjentem rekordowo niskiego bezrobocia i zmiany charakteru emigracji Ukraińców. Ten ostatni czynnik, obok kontynuacji uszczelnienia systemu podatkowego, powinien przełożyć się na obniżkę deficytu strukturalnego z 2,1% PKB w roku 2017. Niższy deficyt i solidny wzrost gospodarczy wsparł zniżkę długu sektora general government którego relacja do PKB (48,5%) była najniższa od 2008 roku. W efekcie w nowy rok budżet wszedł z wysokimi rezerwami. Po dwóch miesiącach tego roku budżet wykazał deficyt wartości zaledwie 0,8 mld PLN, jednak w samym lutym niedobór wyniósł 7,4 mld PLN.

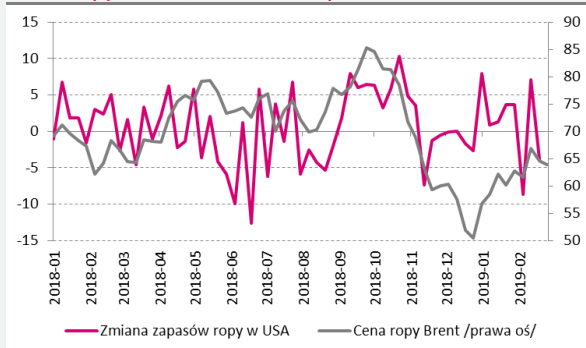
... zaczną rosnąć w kolejnych latach

Perspektywy sektora finansów publicznych zmieniły się wraz z opublikowaniem programu „piątka plus” obejmująca w głównej mierze wypłatę świadczeń społecznych - świadczenie 500 + na pierwsze dziecko, a także wypłatę trzynastej emerytury. Skutki tych świadczeń będą obciążały już tegoroczny budżet, choć w niepełnym zakresie (szacowany impuls fiskalny na ten rok wynosi 0,8% PKB). Pozostałe propozycje - dofinansowanie przewozów PKS, zerowy podatek PIT dla najmłodszych będą w większym zakresie widoczne będą w latach kolejnych. Łączne obciążenia budżetu z wszystkich propozycji szacowane są na ok. 40 mld PLN, tj. 1,9% PKB. Efekt netto dla budżetu będzie nieco mniejszy ze względu na większe wpływy z podatków pośrednich z tytułu zwiększonej konsumpcji. W tym roku deficyt budżetu ma szansę utrzymać się na zaplanowanym przez rząd poziomie 28,5 mld PLN. Rezerwy budżetowe z roku ubiegłego, prawdopodobna wpłata z zysku NBP (ok. 5-7 mld PLN), a także oszczędności w ramach tegorocznych limitów wydatków mogą zapewnić finansowanie dodatkowego impulsu fiskalnego na ten rok. Większym wyzwaniem będą lata kolejne, kiedy budżet obciążony będzie pełną kwotą pakietu fiskalnego, a dodatkową presję będzie generował niższy wzrost gospodarczy. Komplikacje mogą pojawić się już w roku przyszłym, gdyż przy planowanym impulsie fiskalnym może być naruszona reguła wydatkowa, ograniczająca dopuszczalny wzrost wydatków budżetu państwa. Wzrosnąć też presja na deficyt sektora finansów publicznych, choć w naszej ocenie nie przekroczy on poziomu 3% PKB. Następować będzie jednak coraz wyraźniejsze odchylenie się od ścieżki konsolidacji przedstawionej w aktualizacji Programu Konwergencji. Powstrzymanie wzrostu deficytu wymagać będzie poszukiwania oszczędności po stronie wydatków, choć ze względu na ich sztywny charakter przestrzeń będzie ograniczona. Alternatywą będzie poszukiwanie dodatkowych źródeł dochodów (nie można wykluczyć powrotu pomysłu likwidacji ograniczenia zw. 30-krotności w składkach na ubezpieczenie społeczne). Po stronie finansowania rząd może powrócić do pomysłu wykorzystania środków zgromadzonych w OFE, co zmniejszyłoby presję wzrostu długu publicznego.

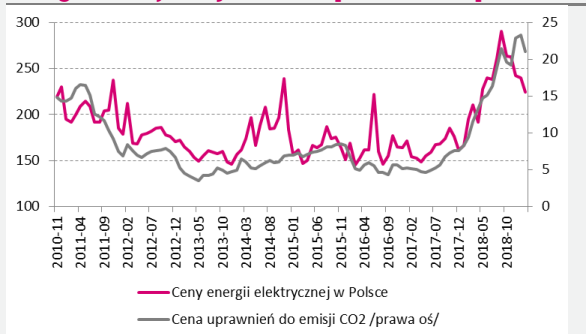
Wydobycie ropy naftowej w wybranych krajach [mln baryłek/dzień]



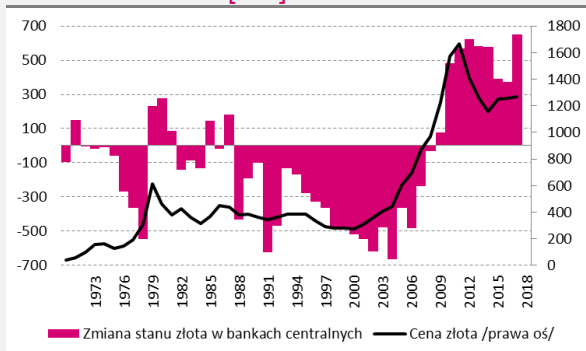
Cena ropy Brent, a zmiana zasobów surowca



Cena uprawnień do emisji CO2 [USD za tonę] i cena energii elektrycznej w Polsce [PLN za mWh]



Zmiana stanu złota w bankach centralnych [w tonach] i średnia cena złota [USD]



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream

RYNKI SUROWCÓW

Oczekiwana stabilizacja cen ropy naftowej

Początek roku na rynkach surowcowych to blisko 30% wzrost cen ropy naftowej będąca odrażliwieniem największych od czterech lat spadków cen w czwartym kwartale ubiegłego roku. Cena baryłki ropy Brent wzrosła w marcu do poziomu 69 USD. Argumentem za wzrostem cen w Q1 było wejście w życie porozumienia pomiędzy kartelem OPEC i państwami współpracującymi, w tym Rosją dotyczącego ograniczenia wydobycia surowca co najmniej przez pierwszą połowę 2019 roku. Rok 2019 będzie rokiem wyzwań dla rynku ropy naftowej. Kluczową kwestią pozostanie próba zbilansowania popytu i podaży surowca. Z jednej strony grupa OPEC+ będzie dążyła do dalszego ograniczenia nadpodaży surowca - na co wskazywał niedawno saudyjski minister energii - z drugiej D.Trump, zdaniem którego ceny ropy są za wysokie, będzie zwiększał i tak rekordowe wydobycie surowca w USA - największego producenta na świecie. W kontekście Stanów Zjednoczonych istotna pozostanie również polityka związana z sankcjami na Iran. Na początku maja 2019 roku wygasa bowiem czasowe zezwolenie na eksport irańskiej ropy do niektórych krajów. Prawdopodobnie nie zostanie ono przedłużone, co ponownie wykluczy irańską ropę ze światowego handlu sprzyjając wzrostowi cen. Od strony popytowej natomiast spowalniający wzrost globalny, w szczególności w Chinach, gdzie szacowane na ten rok tempo wzrostu gospodarczego będzie najniższe od trzech dekad, będzie sprzyjał niższym cenom ropy. Podsumowując za najbardziej prawdopodobny scenariusz uznajemy stabilizację cen ropy Brent wokół poziomu 68 USD za baryłkę. Wpływ kapitału spekulacyjnego będzie w tym roku odgrywać mniejszą rolę aniżeli w latach poprzednich, gdy prowadzone były programy luzowania ilościowego w USA i strefie euro. Obecnie liczba pozycji spekulacyjnych netto na rynku ropy Brent jest obecnie najniższa od 4 lat.

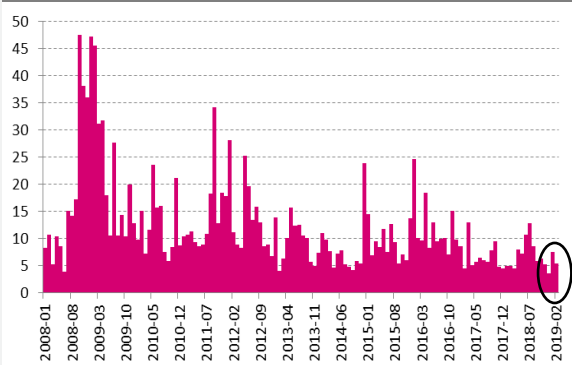
Cena uprawnień do emisji CO2 oddala się od maksimum

Pierwszy kwartał 2019 roku na rynku praw do emisji CO2 przyniósł spadek cen uprawnień o 15%. Notowania zawróciły tym samym z historycznego maksimum na poziomie 25 EUR za tonę metryczną. Dużą w tym zasługą spowalniającej gospodarki europejskiej, w szczególności sektora przemysłowego, a także deklaracji szybszego od oczekiwań porzucenia węgla przez Niemcy, które w grudniu 2018 roku zamknęły ostatnią kopalnię węgla kamiennego, a dekarbonizację gospodarki zamierzają zakończyć do 2038 roku. Nie bez znaczenia było także wprowadzenie kolejnych regulacji zmniejszających emisję spalin przez nowe europejskie samochody. Przypomnijmy, iż rynek uprawnień do emisji w Unii Europejskiej działa od 2005 roku. Od tego czasu emitenci dwutlenku węgla (elektrownie, rafinerie, huty) muszą posiadać dokument upoważniający do emisji każdej tony CO2. Papiery te są przedmiotem obrotu i podlegają rynkowej wycenie. W 2018 roku cena uprawnień do emisji CO2 wzrosła trzykrotnie doprowadzając między innymi do podwyżek cen prądu dla wybranych grup odbiorców w Polsce.

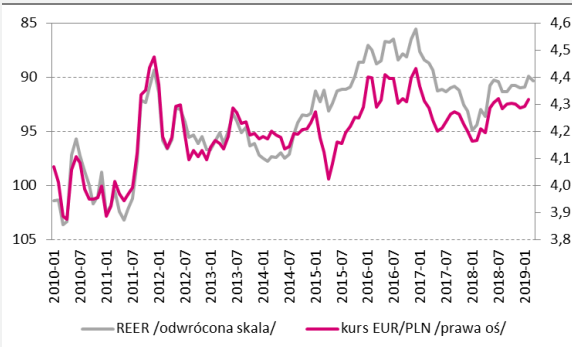
Spadek oczekiwań inflacyjnych sprzyja przecenieniu złota

W 4Q 2018 rozpoczął się wzrostowy trend na rynku złota, którego apogeum było wyznaczenie w połowie lutego 10-miesięcznego maksimum na poziomie 1350 USD za uncję. Źródłem wzrostu wartości kruszcu był scenariusz kontynuacji zacieśniania polityki pieniężnej w USA oraz rozpoczęcia normalizacji polityki monetarnej w strefie euro w reakcji na wzrost inflacji na świecie i wzmożone zakupy kruszcu przez banki centralne. W 2018 roku były one najwyższe od 50 lat. W lutym nastąpił jednak spadek oczekiwań inflacyjnych na świecie, a z początkiem marca Europejski Bank Centralny nieoczekiwanie zdecydował o złagodzeniu polityki pieniężnej. W rezultacie, złoto potaniało do tegorocznego minimum tj. poziomu 1275 USD za uncję. Czynnikiem, który mimo korekt w polityce pieniężnej największych banków centralnych świata będzie wspierał wartość kruszcu będą epizody awersji do ryzyka. Z kolei spadek oczekiwań inflacyjnych oraz pogorszenie aktywności gospodarczej na świecie zmniejszą natomiast popyt na złoto. W rezultacie za najbardziej prawdopodobny scenariusz przyjmujemy fluktuację cen złota wokół poziomu 1365 USD tj. maksimum z ostatnich trzech lat.

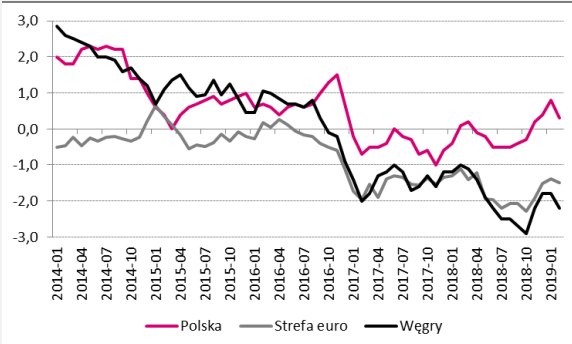
Miesięczna zmienność kursu EUR/PLN [min-max, grosze]



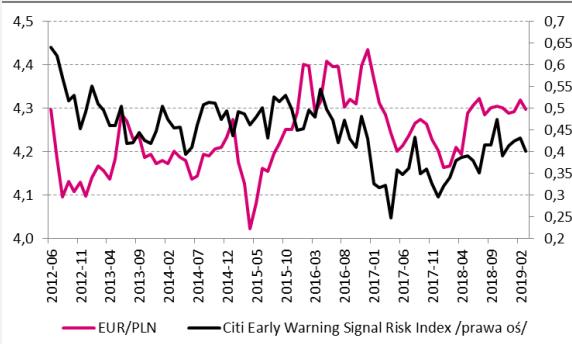
Realny efektywny kurs walutowy i nominalny EUR/PLN



Realna stopa procentowa [%]



Kurs EUR/PLN i indeks zagrożeń Citi



Źródło: Macrobond

RYNEK ZŁOTEGO

Złoty kolejny kwartał z rzędu pozostawał stabilny w relacji do euro poruszając się w przedziale 4,26-4,34. Polityczne czynniki ryzyka w postaci brexitu i wojen handlowych sprawiają, że bilans szans i zagrożeń jest asymetryczny w kierunku niewielkiej przeceny polskiej waluty, choć solidne fundamenty polskiej gospodarki będą neutralizować negatywny wpływ czynników zewnętrznych. W rezultacie dalsza stabilizacja kursu EUR/PLN jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem.

Złoty wyróżniał się stabilnością w relacji do euro...

Charakterystyczną cechą notowań kursu EUR/PLN w ostatnich niemal trzech kwartałach była jego niska zmienność. Sprzyjały temu solidne fundamenty polskiej gospodarki oraz brak szoków wewnętrznych. Efektem było osiągnięcie w grudniu ubiegłego roku najniższego od kwietnia 1996 roku miesięcznego zakresu zmian kursu EUR/PLN. Siła złotego mierzona kursem REER (*Real Effective Exchange Rate*) także wskazywała na niewielką zmienność wartości polskiej waluty w ostatnich miesiącach. Stabilność wyceny do euro wyróżniała złotego spośród pozostałych walut Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie o podwyższonej zmienności decydowały niejednokrotnie informacje lokalne. W styczniu rumuńska waluta osiągnęła historyczne minimum wartości, o czym zadecydowały plany wprowadzenia dodatkowego opodatkowania firm energetycznych i sektora bankowego, a także pogłębiający się deficyt na rachunku obrotów bieżących. Węgierski forint natomiast zyskiwał na wartości pod wpływem wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp procentowych.

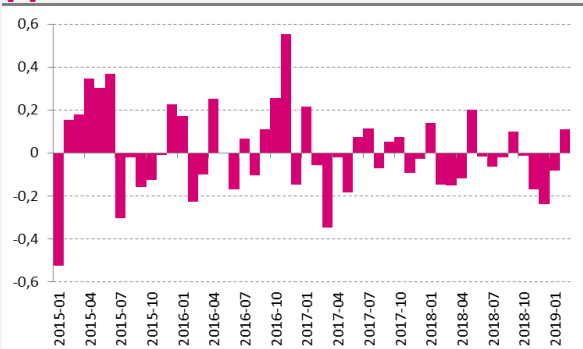
...choć nie w stosunku do pozostałych głównych walut.

Mimo stabilizacji kursu EUR/PLN podwyższona zmienność towarzyszyła notowaniom pozostałych par złotych. Wzrost awersji do ryzyka na świecie - wynikający z nasilenia obaw o spowolnienie globalnej koniunktury oraz niepewność towarzyszącą brexitowi - zwiększył zainteresowanie inwestorów bezpiecznymi walutami. W rezultacie na wartości zyskiwał dolar amerykański i frank szwajcarski, a kursy USD/PLN i CHF/PLN wzrosły w pierwszym kwartale odpowiednio o niemal 3% i 1,5%.

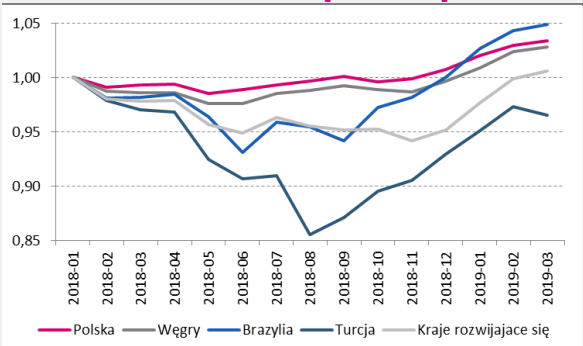
Stabilizacja EUR/PLN jest najbardziej prawdopodobna

W drugim kwartale wycenie złotego względem euro najprawdopodobniej uda zachować się dotychczasową stabilność. Za najbardziej prawdopodobny scenariusz uznajemy fluktuację pary EUR/PLN wokół poziomu 200-dniowej średniej ruchomej tj. 4,30 co najmniej do czasu politycznych rozstrzygnięć w kwestii brexitu i negocjacji handlowych na linii USA i Chiny. Stabilizacji złotego sprzyjać będą fundamenty gospodarcze, które mimo spowolnienia wzrostu nadal pozytywnie będą wyróżniać Polskę na europejskim tle. Podobnie jak dysparytet realnych stóp procentowych. W krótkim terminie pozytywny jest także wpływ rządowego pakietu stymulacji fiskalnej, który podbija wzrost PKB w kolejnych kwartałach. Niewykluczone, iż złoty w swej stabilizacji wobec euro będzie w pierwszym półroczu jedną z najlepiej radzących sobie walut regionu. Czynniki lokalne bowiem negatywnie wpływają na wycenę lokalnych „konkurentów” złotego. Podwyżka stóp procentowych na Węgrzech okazała się jednorazowa, co wobec oczekiwań na rozpoczęcie cyklu zacieśniania wywołało przecenę forinta. Presję na spadek wartości forinta wywiera ponadto systematycznie zmniejszająca się nadwyżka na węgierskim rachunku obrotów bieżących (z 7 mld EUR w 2016, 3,5 mld EUR w 2017 do 0,6 mld EUR w roku ubiegłym). W przypadku tureckiej liry poza systematycznie malejącymi rezerwami walutowymi w naciskach na niezależność banku centralnego nie ustaje prezydent Erdogan. W krótkim terminie dla inwestorów zagranicznych chcących utrzymać pozycje w regionie złoty może okazać się najbezpieczniejszym wyborem. Drugie półrocze może natomiast przynieść presję na wzrost kursu EUR/PLN. Źródłem spadku wartości polskiej waluty okazać się może wzrost ryzyka fiskalnego, związanego z realizacją programu „piątka plus”, podczas jesiennych prac nad budżetem. W szczególności, iż odbywać się on będzie w środowisku spowalniającego wzrostu globalnego. Krajowym źródłem niepewności będą także jesienne wybory parlamentarne.

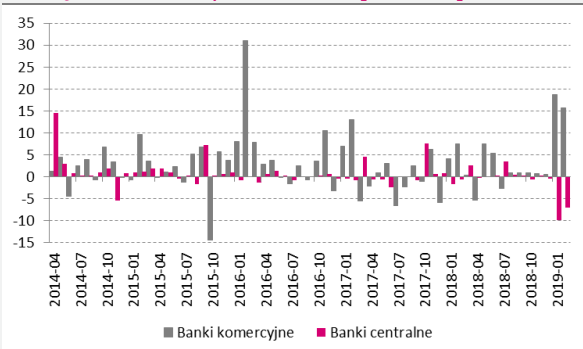
Miesięczna zmiana dochodowości obligacji 10-letniej [%]



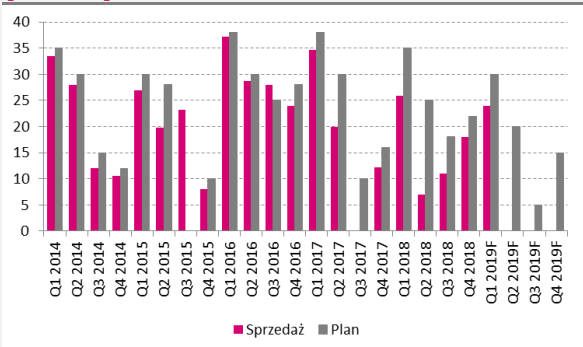
JPM Total Return Bond Index [01.2018=1]



Miesięczna zmiana portfela SPW [mld PLN]



Kwartalna podaż obligacji skarbowych na tle planu [mld PLN]



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów

KRAJOWY RYNEK OBLIGACJI

Styczeń przyniósł niewielki spadek dochodowości krajowego długu. Sytuację z końcem lutego zmieniła jednak prezentacja rządowego programu dodatkowych świadczeń społecznych. Konsekwencją tzw. „piątki plus” będzie wzrost potrzeb pożyczkowych, na co nałoży się także wzrost awersji do ryzyka ze względu na spowalniającą gospodarkę światową. Z tego powodu w kolejnych kwartałach spodziewamy się wzrostu dochodowości długu, szczególnie na długim końcu krzywej.

Rentowność krajowego długu wzrosła w pierwszym kwartale

Początek 2019 roku przyniósł kontynuację zniżki rentowności SPW po największym od czterech lat spadku dochodowości w roku ubiegłym, który - w środowisku stabilnego kosztu pieniądza - napędzały optymistyczne wyniki budżetu państwa i spadki rentowności na rynkach bazowych. Lepsze od założeń wykonanie budżetu oznaczało zmniejszenie podaży obligacji netto o około 25 mld PLN w 2018 roku w stosunku do pierwotnych założeń. W konsekwencji Ministerstwo Finansów weszło w 2019 rok z relatywnie wysokim prefinansowaniem potrzeb pożyczkowych, co wspierało wycenę krajowego długu. Sytuacja zmieniła się wraz z ogłoszeniem tzw. „piątki plus” tj. rządowego programu dodatkowych świadczeń społecznych, którego realizacja zwiększy podaż długu. W reakcji dochodowość 10-latkı zawróciła z 2,5-letniego minimum na poziomie 2,65% zwiększając o 25 bps. Z najniższego od połowy 2016 roku poziomu 100 bps zawrócił także spread pomiędzy polską 10-latką, a 2-latką. Wystromienie krajowej krzywej było wynikiem wzrostu premii za ryzyko. Mimo to - podobnie jak w 2018 roku - polskie obligacje, obok dźwigających się po kryzysie obligacji brazylijskich, pozytywnie wyróżniały się na tle rynków wschodzących oraz całego koszyka państw rozwijających się, co widoczne jest w JP Morgan Total Return Index.

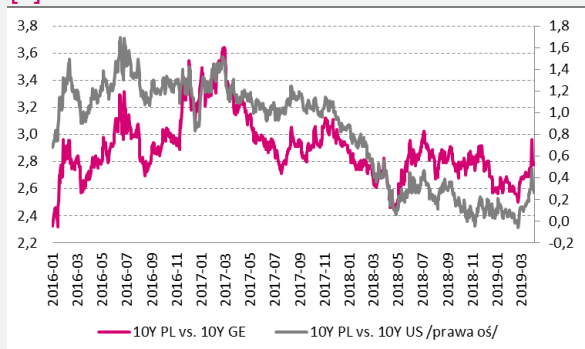
W krótkim terminie wycena SPW pozostanie stabilna...

Najszybsze od pięciu lat tempo finansowania potrzeb pożyczkowych - po pierwszym kwartale wynosi 64% - skutecznie neutralizuje zawirowania płynące z rynków bazowych. W perspektywie pierwszego półrocza nie spodziewamy się istotnych korekt w wycenie SPW. Tym bardziej, iż do tego czasu Ministerstwo Finansów powinno sfinansować niemal całość tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Zgodnie z ogłoszonym przez Ministerstwo Finansów planem podaży w drugim kwartale 2019 odbędą się przetargi z łączną podażą 15-25 mld PLN. Za najbardziej prawdopodobne w krótkim terminie uznajemy kształtowanie się rentowności polskiej 10-latkı na poziomie 2,90% z odchyleniem o +/- 10 bps. Relatywnie stabilna wycena krajowej 10-latkı w połączeniu z presją na spadek dochodowości Bunda sprawia, że spread pomiędzy polskim i niemieckim 10-letnim długiem powinien nieznacznie się powiększyć w stosunku do obecnego poziomu 285 bps. Będzie to efekt zmiany percepcji ryzyka, po ogłoszeniu przez rząd programu dodatkowych świadczeń społecznych. Wzrost obaw fiskalnych i premii za ryzyko sprawia, że osiągnięta w połowie stycznia 2019 roku różnica w dochodowości wspomnianych papierów na poziomie 255 bps była w naszej ocenie tegorocznym minimum.

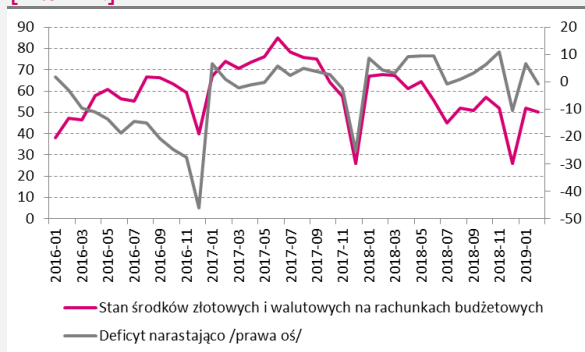
...jednak druga połowa roku przyniesie wzrost rentowności.

W dłuższym terminie liczymy się z możliwością wzrostu dochodowości 10-letniego benchmarku trwale powyżej poziomu 3,0% i próbą dotarcia do 3,20% pod koniec roku. Wzrost napięć fiskalnych w przyszłorocznym budżecie w konsekwencji uruchomienia pakietu dodatkowych świadczeń społecznych pozbawi wycenę SPW dotychczasowego największego atutu. Jak przyznał premier M. Morawiecki konsekwencją tzw. „piątki plus” będzie emisja nowego długu. Z uwagi na planowane oszczędności w tegorocznym budżecie wyraźny wzrost potrzeb pożyczkowych nastąpi prawdopodobnie dopiero w 2020 roku. Z tego powodu newralgiczny będzie okres prac nad przyszłorocznym budżetem tj. koniec trzeciego kwartału. Groźba złamania reguły wydatkowej tj. maksymalnego dopuszczalnego wzrostu wydatków w stosunku do roku poprzedniego byłaby kolejnym czynnikiem napędzającym wzrost dochodowości obligacji. Także z uwagi na możliwe ostrzeżenia agencji ratingowych, dla których reguła jest gwarantem prowadzenia względnie stabilnej polityki fiskalnej.

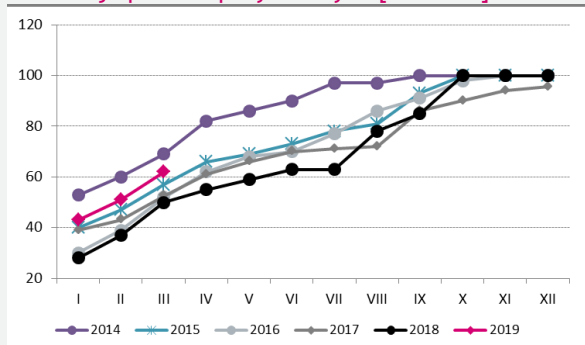
Spread polskiej obligacji 10-letniej vs. Niemcy i US [%]



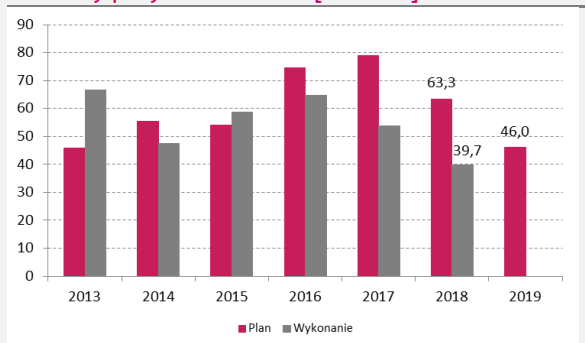
Stan środków MinFin i deficyt budżetu państwa [mld PLN]



Realizacja potrzeb pożyczkowych [% całości]



Potrzeby pożyczkowe netto [mld PLN]



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów

Dodatkowym źródłem zmienności długu będą jesienne wybory parlamentarne w Polsce.

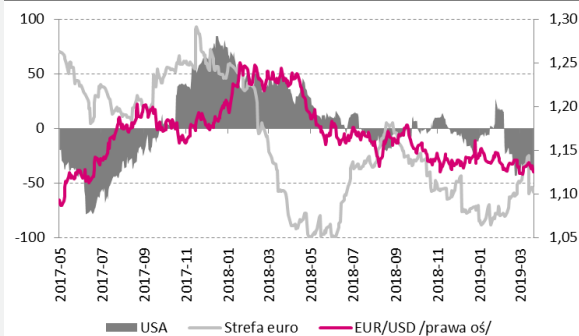
Czynniki zewnętrzne będą wsparciem dla wyceny 10-letniego długu...

Czynniki łagodzącymi presję na wzrost dochodowości 10-letniego długu będą wydarzenia zewnętrzne. Niespodziewane złagodzenie w stosunku do oczekiwań z grudnia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i wydłużenie *forward guidance* w strefy euro wspierają wyceny obligacji na świecie, a pośrednio i w Polsce. Wrażliwość krajowego długu na czynniki zewnętrzne będzie jednak maleć ze względu na spadający udział inwestorów zagranicznych na polskim rynku obligacji. Wartość portfela krajowych obligacji w posiadaniu inwestorów zagranicznych jest najmniejsza od maja 2012 roku i wynosi po lutym 172,3 mld PLN tj. 26% całości portfela SPW. W dwa miesiące tego roku portfel inwestorów zagranicznych zmniejszył się o 19 mld PLN, podczas gdy w całym 2018 zmalał o 11 mld PLN. Źródłem tegorocznego spadku są przede wszystkim banki centralne głównie azjatyckie. Styczeń i luty były miesiącami niespotykanej w historii dostępnych danych redukcji portfela SPW przez te instytucje (odpowiednio -9,7 mld PLN i -7,0 mld PLN).

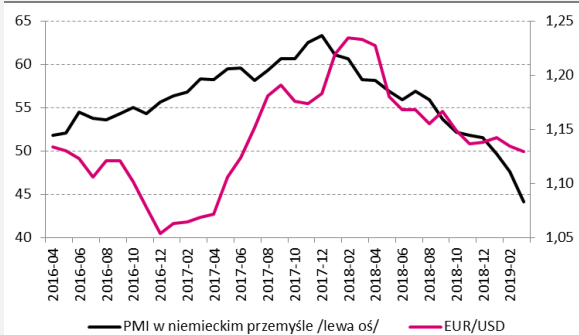
...podobnie jak nadpłynność sektora bankowego dla 2-latek.

W przypadku 2-letnich obligacji oczekujemy utrzymania dochodowości wokół poziomu 1,65% przez większość roku, jako konsekwencja wydłużonego horyzontu stabilnych stóp procentowych w Polsce. Mimo wyzwania płynącego ze słabszej koniunktury nie spodziewamy się, by inwestorzy - tak jak w 2018 roku - dyskontowali, pod wpływem słabszych danych i wypowiedzi niektórych członków RPP, możliwość obniżki stóp procentowych. Z tego powodu nie widzimy przestrzeni do wyraźnego spadku dochodowości 2-letniego długu. Presję na spadek dochodowości generować będą natomiast niestabilne zakupy ze strony banków komercyjnych. Wzmożony popyt ze strony banków w 2019 roku potwierdzają dane Ministerstwa Finansów. W styczniu doszło do największego od lutego 2016 roku tj. momentu wprowadzenia podatku bankowego, wzrostu portfela SPW krajowych banków komercyjnych (+18,7 mld PLN). Potwierdza to, iż systematycznie powiększająca się bankowa nadpłynność znajduje ulokowanie w obligacjach Skarbu Państwa. Banki komercyjne zwiększają swoje zaangażowanie w obligacje skarbowe optymalizując podatek bankowy. W nadchodzących miesiącach liczymy się z dalszym systematycznym powiększaniem się nadpłynności w sektorze bankowym, co będzie podtrzymywać zainteresowanie długiem przez banki komercyjne i stanowić czynnik neutralizujący potencjalne szoki zewnętrzne, czy wpływ zwiększonej podaży długu w kraju.

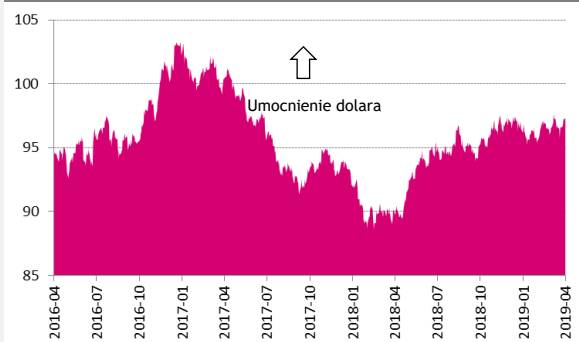
Indeks zaskoczeń ekonomicznych oraz kurs EUR/USD



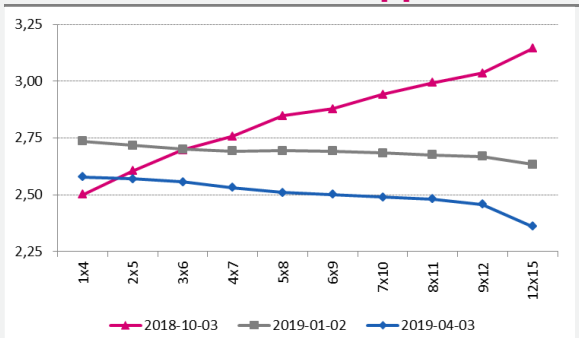
Kurs EUR/USD na tle indeksu PMI dla niemieckiego przemysłu [pkt.]



Notowania indeksu dolarowego



Notowania kontraktów FRA w USA [%]



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream

RYNEK EURODOLARA

Początek 2019 roku przyniósł kontynuację wzrostu wartości amerykańskiej waluty. O sile dolara niezmiennie decydowały wyniki gospodarki, USA, które kontrastowały z sytuacją gospodarczą w strefie euro, w szczególności w niemieckim przemyśle. W drugim kwartale spodziewamy się podwyższonej zmienności notowań eurodolara. Wydarzenia polityczne tj. brexit i negocjacje handlowe USA i Chin wspierać będą waluty utożsamiane z mniejszym ryzykiem (dolar amerykański, frank szwajcarski). W miarę zbliżania się końca półrocza źródłem zmienności staną się publikacje makroekonomiczne, które będą kształtować oczekiwania przed posiedzeniami EBC i Fed w czerwcu - gdy banki przedstawią swoje najnowsze prognozy makroekonomiczne.

Eurodolar pozostaje w trendzie spadkowym

Miniony rok na rynkach walutowych 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. Początek 2019 roku przyniósł kontynuację dotychczasowych trendów, choć w ograniczonej skali. O sile dolara niezmiennie decydowały wyniki amerykańskiej gospodarki, które kontrastowały z sytuacją gospodarczą w strefie euro, w szczególności w niemieckim przemyśle. Tempo pogarszania się sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych było wolniejsze w stosunku do strefy euro. W rezultacie z poziomu 1,1570 na początku stycznia notowania eurodolara obniżyły się do 1,1174 w połowie marca.

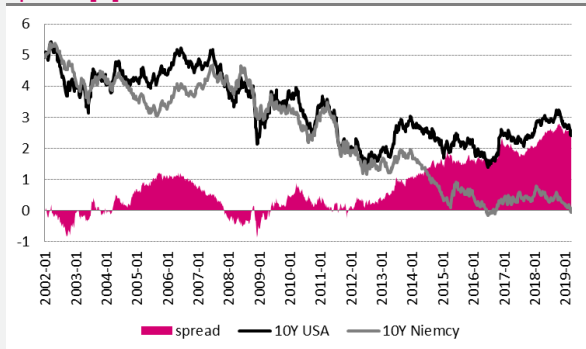
Ryzyka polityczne podwyższą zmienność eurodolara

Początek drugiego kwartału, za sprawą brexitu i negocjacji handlowych USA i Chin, będzie czasem podwyższonego ryzyka politycznego, co w naturalny sposób wspierać będzie waluty utożsamiane z mniejszym ryzykiem (dolar amerykański, frank szwajcarski). W naszej ocenie ryzyka dla kursu EUR/USD płynące z tych czynników są asymetryczne. Scenariusz nieuporządkowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej - niosący ze sobą potężne perturbacje gospodarcze - nie jest obecnie scenariuszem bazowym, choć rośnie jego prawdopodobieństwo. Podobnie jak brak porozumienia handlowego USA i Chin. Napływające dotychczas informacje dotyczące przebiegu negocjacji są umiarkowanie optymistyczne i wskazują na zbliżanie stanowisk. Z tego powodu brak porozumienia zarówno w przypadku brexitu, jak i wojen handlowych oznaczałoby, także poprzez zwiększenie obaw dotyczących spowolnienia globalnego wzrostu, wyraźną presję na wzrost wartości dolara. W skrajnym scenariuszu kurs EUR/USD zniżyłoby do poziomu 1,0850. W przypadku porozumień w obu kwestiach liczymy na poprawę sentymentu inwestycyjnego i powrót eurodolara do poziomu tegorocznego maksimum tj. 1,1550.

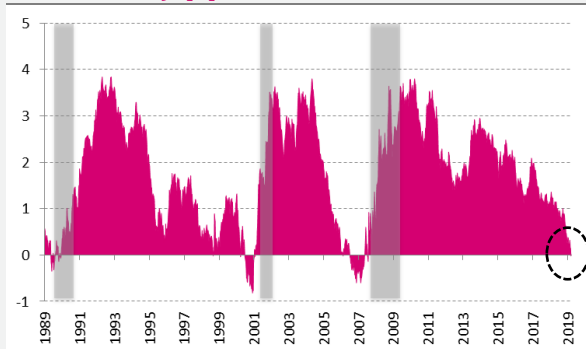
Wzrasta wrażliwość EUR/USD na dane makroekonomiczne

W drugim kwartale spodziewamy się dalsze wzrostu wrażliwości eurodolara na publikacje danych z gospodarek EMU i USA. W połowie czerwca najnowsze prognozy makroekonomiczne przedstawi EBC i Fed, co może być, zwłaszcza w przypadku Rezerwy Federalnej i wykresu dot-plot, momentem weryfikacji rynkowych oczekiwań. Obecnie inwestorzy - wbrew scenariuszowi Fed - wyceniają obniżkę stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w tym roku. W przypadku utrzymania „cierpliwego” podejścia Fed w kwestii stóp procentowych w 2019 roku spodziewamy się wzrostu notowań eurodolara. Mimo, iż oznaczać to będzie bardziej jastrzębie stanowisko Fed w stosunku do oczekiwań, to uważamy, iż rynkową interpretacją takiego scenariusza będzie wzrost apetytu na ryzyko premiujący euro. Wynikać on będzie ze zmniejszenia obaw rynkowych o skalę spowolnienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Tym samym w średnim terminie większe prawdopodobieństwo przypisujemy umiarkowanej wyższemu eurodolarowi w stosunku do bieżącego poziomu 1,12.

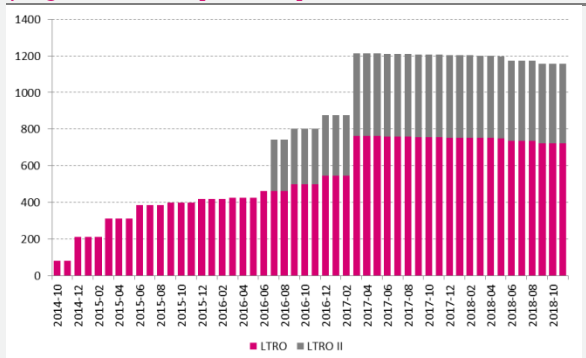
Rentowność 10-letniej obligacji USA i Niemiec oraz spread [%]



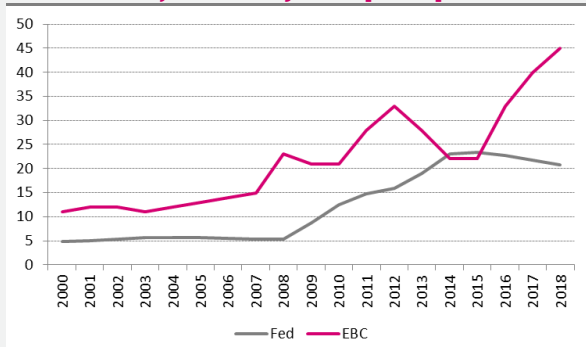
Spread 10-latk i 3-miesięcznego bonu USA na tle okresów recesji [%]



Wartość pożyczek udzielonych przez EBC w ramach programu TLTRO [mln EUR]



Bilans Rezerwy Federalnej i EBC [% PKB]



Źródło: Macrobond

RYNEK OBLIGACJI BAZOWYCH

Korekty w polityce pieniężnej EBC i Fed, będące wynikiem słabszych danych, obok wzrostu awersji do ryzyka zadecydowały o niższej rentowności obligacji Niemiec i USA w pierwszym kwartale. O ile wydłużenie perspektywy stabilnych stóp procentowych w strefie euro oznaczać będzie także stabilizację wyceny Bundów, to wykasowanie oczekiwań na obniżkę kosztu pieniądza w USA powinno skutkować niewielką wzrostem rentowności tamtejszej 10-latk.

Polityka pieniężna źródłem zmian obligacji na świecie w Q1

Początek 2019 roku na rynku niemieckiego długu był kontynuacją spadkowego trendu dochodowości z końca ubiegłego roku. Źródłem wzrostu cen 10-latk Niemiec był wzrost obaw o spowolnienie gospodarcze w strefie euro, czego przypieczętowaniem była decyzja Europejskiego Banku Centralnego, który w marcu wydłużył perspektywę okresu stabilnych stóp procentowych co najmniej do końca tego roku. EBC zdecydował ponadto o rozpoczęciu trzeciej edycji operacji zasilających w płynność banki komercyjne (program TLTRO). W reakcji na koniec pierwszego kwartału dochodowość Bundów - po niemal 2,5-letniej przerwie - powróciła do ujemnych poziomów. Zmiany w polityce pieniężnej były także argumentem za niższą rentowności amerykańskiego długu w pierwszych trzech miesiącach tego roku. W marcu Rezerwa Federalna zaskoczyła decyzją o wycofaniu się z podwyżek stóp procentowych w tym roku - wobec dwóch podwyżek w 2019 roku sygnalizowanych w grudniowym zestawie prognoz - oraz zakończeniu redukcji sumy bilansowej banku z końcem września tego roku. W konsekwencji dochodowość 10-latk USA obniżyła się do 2,37% tj. minimum z końca 2017 roku. Ze względu na niemal jednoczesne wprowadzenie korekt w polityce pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego i Fed zmianie nie uległ spread pomiędzy 10-letnim długiem Niemiec i USA. W pierwszych trzech miesiącach tego roku koncentrował się on wokół poziomu 250 bps tj. 30 bps niżej niż osiągnięte w listopadzie ubiegłego roku 30-letnie maksimum.

Odwroćcie amerykańskiej krzywej źródłem niepokoju

Źródłem niepokoju na rynkach finansowych jest odwrócenie się krzywej amerykańskiego długu, które niejednokrotnie zapowiadało recesję. Pod koniec 2018 roku dochodowość 2-latk USA była minimalnie wyższa niż 5-letniego długu tego kraju. W tym roku doszło natomiast do inwersji krzywej pomiędzy 10-letnią obligacją, a amerykańskim 3-miesięcznym bonem skarbowym. Od lat 70tych ubiegłego wieku w sześciu na siedem przypadków odwrócenie krzywej poprzedziło recesję. Pesymizm inwestorów, co do kondycji amerykańskiej gospodarki, podsycały słabsze dane ze Stanów Zjednoczonych. Odwrócenie amerykańskiej krzywej uznajemy jednak za przereagowanie, które - bazując na prognozach gospodarczych Fed - nie będzie oznaczać recesji. O ile krótki koniec amerykańskiej krzywej pozostanie stabilny - w ślad za „cierpliwym” podejściem Fed - to rentowność długiego końca w miarę wzrostu apetytu na ryzyko powinna stopniowo zwyżkować do poziomu 2,65%.

Rentowność 10-latk Niemiec pozostanie stabilna wokół 0%

W przypadku niemieckiego długu nasze oczekiwania zakładają koncentrację dochodowości 10-latk wokół zera. Niedawne złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC tymczasowo kończy dyskusję o dodatkowym impulsie monetarnym w Eurolandzie. Obecnie źródłem zmienności będą dane, w szczególności z Niemiec, które mają odpowiedzieć na pytanie, czy wiara EBC w odbicie koniunktury w drugiej połowie roku jest uzasadniona. Uważamy, iż nastrój stabilizacji notowań wspierać będzie także oczekiwanie na rozpoczęcie programu TLTRO oraz wybór nowego prezesa EBC. Kadencja M. Dragiego upływa z końcem października tego roku. W krótkim terminie w uwagi na przewagę negatywnych czynników ryzyka dla wzrostu w strefie euro uważamy, iż rentowność Bundów poruszać się będzie bliżej poziomu -0,1%. W sytuacji lepszych odczytów dochodowość Bundów powinna stopniowo kierować się w stronę dodatnich poziomów z barierą na poziomie 0,1%.

PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE • Gospodarka polska

DANE	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020
PKB (% r/r)	5.3	5.1	5.1	4.9	3.9	4.0	4.1	4.4	4.8	5.1	4.1	3.3
Spożycie indywidualne (% r/r)	4.7	4.9	4.5	4.3	4.0	4.3	4.7	4.9	4.9	4.6	4.5	4.0
Inwestycje (% r/r)	8.2	4.7	9.9	6.7	6.3	6.7	5.9	6.7	3.9	7.3	5.7	3.5
Wkład eksportu netto (pkt. proc., r/r)	-1.0	0.9	-0.9	0.2	-0.3	-0.5	-0.4	-0.2	0.1	-0.2	-0.3	-0.1
Inflacja CPI (% r/r)	1.5	1.7	2.0	1.4	1.2	1.7	1.8	1.9	2.0	1.6	1.7	2.3
Inflacja bazowa (% r/r)	0.8	0.6	0.8	0.7	0.8	1.1	1.4	1.7	0.7	0.7	1.6	2.1
Wynagrodzenia w gosp. narodowej (% r/r)	6.2	7.1	7.6	7.7	8.1	7.2	7.3	7.6	5.5	7.3	7.5	6.9
Pracujący wg BAEL (% r/r)	0.4	0.4	0.6	0.0	-0.3	-0.7	-0.5	-0.3	1.4	0.4	-0.4	-0.1
Stopa aktywności zawodowej (% k.o.)	56.0	56.5	56.8	56.1	56.0	56.5	56.7	56.3	56.2	56.1	56.3	56.5
Stopa bezrobocia wg BAEL (% k.o.)	4.2	3.6	3.8	3.8	3.8	3.5	3.7	3.7	4.5	3.8	3.7	3.6
Stopa bezrobocia rejestrowanego (% k.o.)	6.6	5.8	5.7	5.8	5.9	5.3	5.2	5.4	6.6	5.8	5.4	5.5
Rachunek obrotów bieżących (% PKB, k.o.)	-0.2	-0.1	-0.6	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	-0.9	0.2	-0.7	-0.9	-1.3
Wynik sektora finansów pub. (% PKB, k.o.)	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.4	-0.4	-1.8	-2.7
Dług sektora finansów pub. (% PKB, k.o.)	-	-	-	-	-	-	-	-	50.6	48.9	48.7	49.5
Stopa referencyjna NBP (% k.o.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (% k.o.)	1.70	1.70	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.71
Obligacje skarbowe 2L (% k.o.)	1.50	1.63	1.58	1.34	1.71	1.66	1.68	1.70	1.71	1.34	1.70	1.75
Obligacje skarbowe 5L (% k.o.)	2.35	2.56	2.57	2.29	2.21	2.30	2.30	2.40	2.65	2.29	2.40	2.60
Obligacje skarbowe 10L (% k.o.)	3.19	3.23	3.27	2.81	2.73	3.00	3.10	3.20	3.30	2.81	3.20	3.40
EUR/PLN (k.o.)	4.21	4.36	4.27	4.30	4.30	4.30	4.31	4.30	4.17	4.30	4.30	4.33
USD/PLN (k.o.)	3.41	3.74	3.68	3.76	3.84	3.77	3.75	3.75	3.48	3.76	3.75	3.70
CHF/PLN (k.o.)	3.58	3.77	3.76	3.82	3.85	3.80	3.77	3.75	3.57	3.82	3.75	3.70

k.o. -koniec okresu

Źródło: Macrobond, Thomson Reuters, Bank Millennium

PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE • Gospodarka globalna

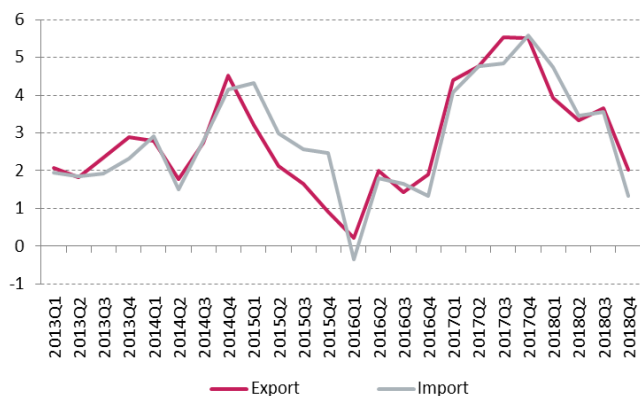
DANE	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020
PKB w USA (% r/r)	2.2	4.2	3.4	2.6	1.5	2.6	2.3	2.1	2.2	2.9	2.4	1.9
PKB w strefie euro (% r/r)	2.4	2.1	1.6	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4	2.4	1.8	1.2	1.4
Inflacja CPI w USA (% r/r)	2.2	2.7	2.6	2.2	1.7	1.8	1.9	2.1	2.1	2.5	1.9	2.2
Inflacja HICP w strefie euro (% r/r)	1.3	1.7	2.1	1.9	1.4	1.3	1.2	1.3	1.5	1.8	1.4	1.5
Stopa funduszy Fed (%)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	1.50	2.50	2.50	2.50
Stopa repo EBC (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LIBOR 3M USD (%)	2.31	2.34	2.40	2.81	2.60	2.60	2.65	2.65	1.70	2.81	2.65	2.65
EURIBOR 3M (%)	-0.37	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.37	-0.37	-0.36	-0.39	-0.36	-0.36	-0.30
LIBOR 3M CHF (%)	-0.74	-0.73	-0.74	-0.71	-0.71	-0.71	-0.71	-0.70	-0.75	-0.71	-0.70	-0.65
Obligacje skarbowe 10L - USA (% k.o.)	2.74	2.85	3.05	2.69	2.41	2.50	2.60	2.60	2.41	2.69	2.60	2.50
Obligacje skarbowe 10L - Niemcy (% k.o.)	0.49	0.28	0.47	0.24	-0.07	0.00	0.05	0.10	0.43	0.24	0.10	0.50
EUR/USD (k.o.)	1.23	1.17	1.16	1.14	1.12	1.14	1.15	1.15	1.20	1.14	1.15	1.17

k.o. - koniec okresu

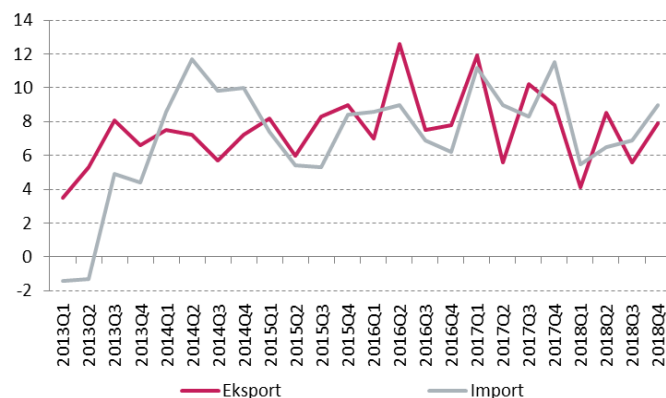
Źródło: Bloomberg, Macrobond, Thomson Reuters, Bank Millennium

PRZEGLĄD DANYCH

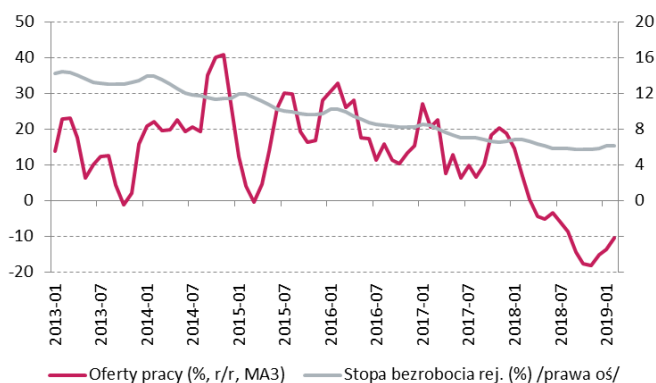
Obroty w handlu towarami na świecie (% r/r)



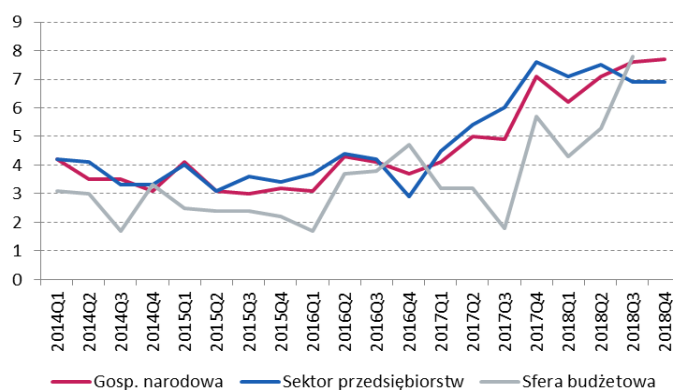
Obroty handlowe Polski z zagranicą (% r/r)



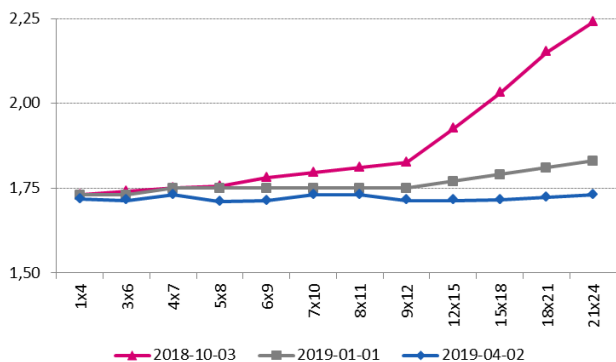
Zgłoszone oferty pracy i stopa bezrobocia rej. w Polsce



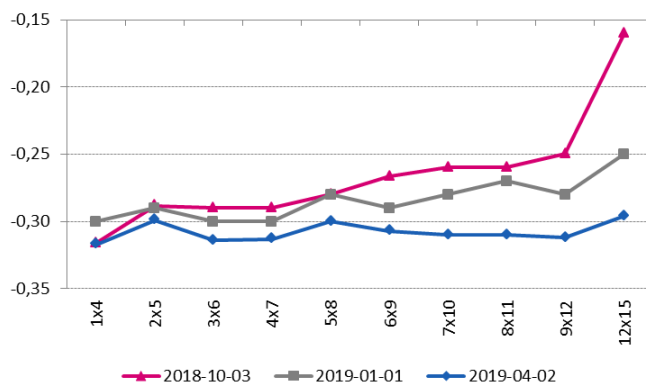
Dynamika wynagrodzeń w Polsce (% r/r)



Notowania kontraktów FRA w PLN [%]



Notowania kontraktów FRA w strefie euro [%]



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream

BIURO 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 jakiegokolwiek 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.