

Makro i rynek

raport kwartalny

lipiec-wrzesień 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

PODSUMOWANIE

- Po nieco lepszych od oczekiwań danych za 1Q br. informacje za 2Q br. wskazują na pogorszenie perspektyw aktywności gospodarczej na świecie, w tym w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych. Obawy o koniunkturę w gospodarce globalnej zwiększyły w szczególności fiasko amerykańsko-chińskich negocjacji handlowych w maju. Stabsze perspektywy wzrostu PKB i inflacji skłoniły Europejski Bank Centralny do wydłużenia deklarowanego okresu utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym bardzo niskim poziomie. Amerykańska Rezerwa Federalna z kolei złagodziła swoją retorykę, choć na czerwcowym posiedzeniu podtrzymano prognozę stabilizacji stóp na ten rok.
- Polska gospodarka utrzymuje się na ścieżce szybkiego wzrostu pomimo pogorszenia koniunktury w gospodarce strefy euro. Głównym motorem wzrostu pozostaje popyt krajowy. Do rosnącej konsumpcji dołączył solidny wzrost inwestycji w środki trwałe, który w 1Q był najwyższy od czterech lat. Struktura wzrostu inwestycji, wysoki udział inwestycji budowlanych współfinansowanych przez środki UE, realizowanych przez sektor publiczny, sugeruje, iż utrzymanie dynamicznych wzrostów w kolejnych kwartałach może być trudne. Lepsze dane w pierwszej połowie roku, będąca częściowo efektem wyższej dotychczas odporności na spowolnienie w Niemczech skłoniła nas do podniesienia prognozy na ten rok do 4,6% i do 3,7% na rok 2020. Głównymi czynnikami ryzyka pozostaje wciąż niekorzystne otoczenie zewnętrzne. Do tej pory polska gospodarka pozostawała mniej podatna na niższy wzrost w strefie euro, niemniej bilans ryzyk dla wzrostu globalnego pozostaje negatywny.
- W 2Q br. inflacja przyspieszyła nieco szybciej niż zakładaliśmy, a wskaźnik CPI wzrósł w czerwcu do 2,6% r/r, przekraczając środek pasma odchyłań inflacji od celu RPP po raz pierwszy od listopada 2012r. Zwyżka inflacji to efekt zarówno wzrostu cen żywności, ale także inflacji bazowej, która liczona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii jest najwyższa od października 2012 r. Wzrost inflacji bazowej był spodziewany, jednak następuje szybciej od oczekiwań. Być może przedsiębiorcy coraz śmielej przerzucają rosnące koszty na konsumenta. W miesiącach letnich inflacja wyhamuje, zaś pod koniec roku wzrośnie do ok. 2,8% r/r i na początku 2020 może przekroczyć 3,5%. Pomimo wzrostu inflacji bank centralny komunikuje chęć stabilizacji stóp procentowych.
- Spośród walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej złoty był najlepiej radzącą sobie walutą w relacji do euro w pierwszym półroczu 2019 r. Zakres umocnienia złotego był jednak relatywnie niewielki i wyniósł niecały procent. Złotego wspierała perspektywa stabilnych stóp procentowych w Polsce przy oczekiwanym ich spadku w USA i wydłużeniu okresu zerowej stopy procentowej w strefie euro. Źródłem siły polskiej waluty były ponadto bardziej optymistyczne w stosunku do oczekiwań wyniki krajowej gospodarki. W drugim półroczu 2019 r. widzimy przestrzeń do pewnego umocnienia złotego do euro, czemu sprzyjać będzie łagodzenie polityki pieniężnej na świecie, co podczas poprzedniej rundy globalnego luzowania monetarnego pozytywnie wpływało na wycenę walut regionu. Pierwsze półrocze było udane także dla krajowego długu. Dochodowość polskiej 10-latki zakończyła półrocze na najniższym od czterech lat poziomie, a perspektywa uruchomienia programów skupu aktywów przez główne banki centralne pozwala rentowności dalej zniżkować.

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 FINANSOWE

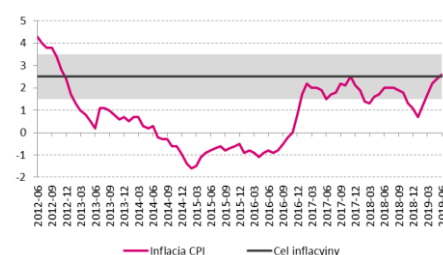
Rynki surowców	9
Rynek złotego	10
Krajowy rynek obligacji	11
Rynek eurodolara	13
Rynek obligacji bazowych	14

PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE

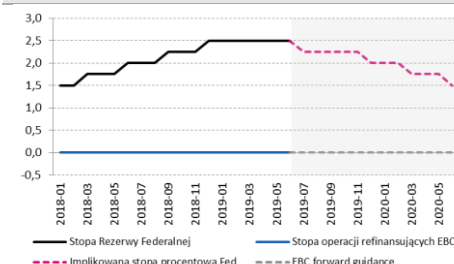
Gospodarka polska	15
Gospodarka globalna	16

PRZEGLĄD DANYCH

Inflacja CPI w Polsce vs. cel inflacyjny NBP [% r/r]

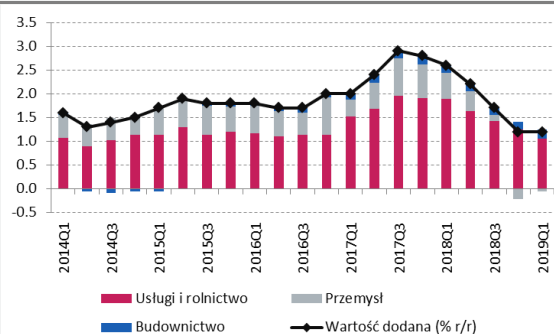


Polityka pieniężna głównych banków centralnych [%]

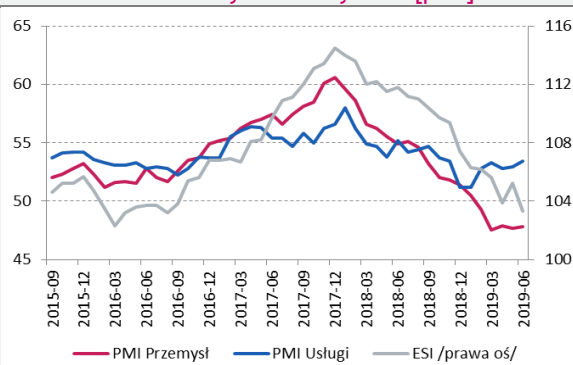


Źródło: GUS, Bank Millennium

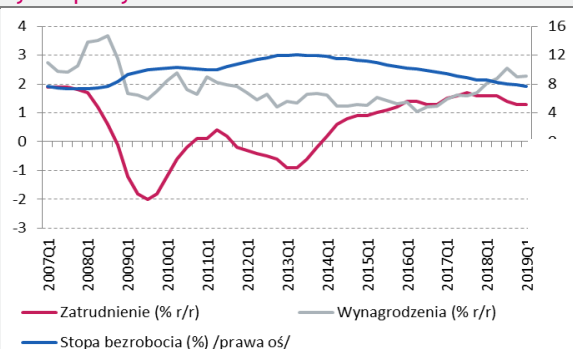
Wzrost wartości dodanej w strefie euro - dekompozycja [pkt. proc.]



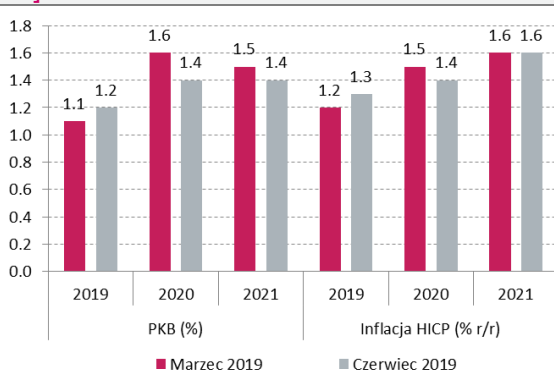
Wskaźniki koniunktury dla strefy euro [pkt.]



Rynek pracy w strefie euro



Prognozy PKB i inflacji w strefie euro według EBC [% r/r]



Źródło: EBC, Macrobond

OTOCZENIE GLOBALNE • Strefa euro

W 1Q br., po czterech kwartałach systematycznego hamowania wzrost gospodarczy w strefie euro ustabilizował się na słabym poziomie, a dostępne dane miesięczne nie wskazują na jego odbicie w 2Q. Ryzyko przeciągającego się okresu gorszej koniunktury wpłynęło na wydłużenie przez Europejski Bank Centralny zapowiadanego okresu utrzymywania głównej stopy procentowej na poziomie 0,0%.

1Q br. przyniósł stabilizację wzrostu PKB na słabym poziomie

Po okresie systematycznych spadków rocznej dynamiki PKB 1Q br. przyniósł jej stabilizację na poziomie 1,2% r/r, najniższym od niemal 5 lat. Pomimo niskiego odczytu dane te okazały się pozytywną niespodzianką. W warunkach spowalniającej wymiany handlowej na świecie i niepewności geopolitycznej głównym motorem wzrostu gospodarczego była konsumpcja gospodarstw domowych, a także, co zaskakujące, inwestycje. Z kolei analizując gospodarkę strefy euro od strony produkcji komponentem najsilniej wspierającym wzrost PKB były usługi, a sektor przemysłowy, w znacznie większym stopniu podlegający międzynarodowej wymianie handlowej, drugi kwartał z rzędu znajdował się w recesji. Wzrostowi konsumpcji, a także dobrej koniunkturze w usługach sprzyjała sytuacja na rynku pracy - szybko rosnące płace, zwiększające się zatrudnienie oraz niższa niż w ubiegłych latach stopa bezrobocia. Bieżące dane, w szczególności indeksy PMI wskazują na dalsze pogłębienie w 2Q br. spowolnienia w przemyśle oraz słabe ożywienie w usługach.

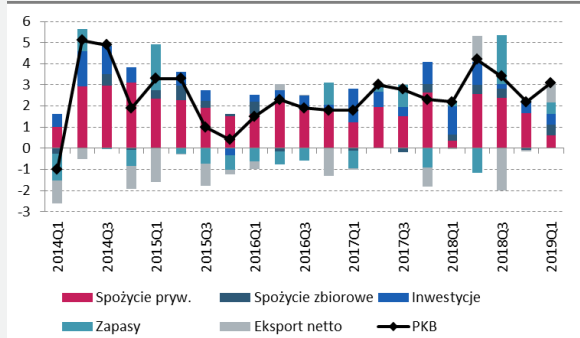
Wzrosło ryzyko przeciągającego się spowolnienia

Nieznacznie lepszy od oczekiwań odczyt za 1Q wpłynął na minimalne podniesienie w czerwcu przez Europejski Bank Centralny prognozy wzrostu gospodarczego w 2019 r. do 1,2% z 1,1% w marcu. Jednak rosnąca niepewność związana z polityką handlową między Stanami Zjednoczonymi a Chinami wpłynęła na obniżenie prognoz średnioterminowych - do 1,4% dla 2020 i 2021 r. z odpowiednio 1,6% i 1,5%. Przedstawiona projekcja makroekonomiczna została opracowana z informacjami dostępnymi do 15 maja br., nie uwzględnia zatem potencjalnie negatywnego wpływu załamania pod koniec maja negocjacji handlowych między USA a Chinami, które obok słabszego wzrostu gospodarczego na świecie oraz niepewności o charakterze geopolitycznym zwiększyły obawę o przyszłą kondycję rynku pracy w strefie euro i tym samym wypalenie ostatniego ogniwa wzrostu gospodarczego - sektora usług.

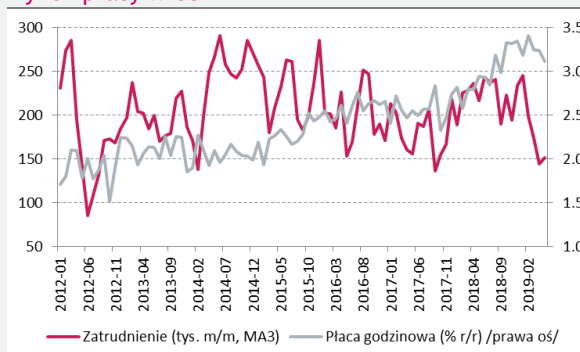
...a EBC wydłużył zapowiadany okres niskich stóp proc.

Obawa o przedłużające się spowolnienie gospodarcze w Eurolandzie, obok słabnącej presji inflacyjnej wpłynęły w 2Q br. na złagodzenie polityki Europejskiego Banku Centralnego, który podczas posiedzenia na początku czerwca wydłużył *forward guidance* dla stóp procentowych w strefie euro deklarując ich stabilizację co najmniej do końca czerwca 2020 r. (wcześniej sygnalizowano brak zmian stóp procentowych do końca tego roku). EBC podtrzymał ocenę, że bilans czynników ryzyka dla perspektyw gospodarki w strefie euro jest przechylony w dół, choć, według prezesa EBC M.Draghiego prawdopodobieństwo recesji lub pojawienia się deflacji jest bardzo niskie. Zaznaczył on jednak, że część bankierów centralnych strefy euro optowała za obniżką stóp procentowych oraz uruchomieniem przez EBC nowego programu skupu aktywów. Co więcej, M.Draghi stwierdził kilkanaście dni później, że działania te będą potrzebne dla realizacji celów EBC, jeśli bieżące prognozy gospodarcze dla Eurolandu nie będą ulegać poprawie. Naszym zdaniem w tych warunkach polityka pieniężna w strefie euro pozostanie akomodacyjna przez długi czas. Ewentualne jej dalsze złagodzenie będzie warunkowane rozwojem wydarzeń nie tylko w strefie euro, ale także w handlu światowym oraz pojawieniem się realnych ryzyk silnej dezinflacji. W naszym scenariuszu zakładamy utrzymanie głównej stopy procentowej na bieżącym poziomie 0,0% do końca 2020 r., choć w przypadku słabszych od oczekiwań danych nie wykluczamy możliwości obniżenia stopy depozytowej lub działań w kierunku nowego programu skupu aktywów. Jest to tym bardziej realne, że kandydatką na nowego prezesa EBC została Ch.Lagarde, a nie postrzegany jako jastrząb J.Weidmann.

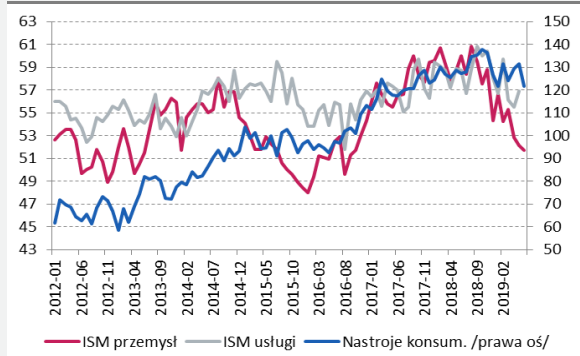
Struktura wzrostu PKB w USA [pkt. proc., SAAR]



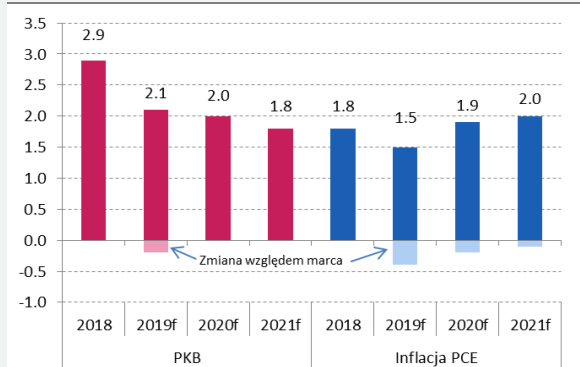
Rynek pracy w USA



Indeksy koniunktury dla gospodarki USA [pkt.]



Prognozy Fed wzrostu PKB i inflacji PCE [%]*



*f - prognozy

Źródło: Fed, Macrobond

OTOCZENIE GLOBALNE • Stany Zjednoczone

Wzrost gospodarczy w USA w 1Q zaskoczył pozytywnie, choć dane za 2Q br. potwierdzają jego spowolnienie, a perspektywy na nadchodzące kwartały owiane są większą niepewnością związaną z majowym fiaskiem negocjacji handlowych między USA a Chinami i słabnącą koniunkturą na świecie. W konsekwencji Fed złagodził swoją retorykę, jednakże nie zmienił swoich oczekiwań z marca dotyczących braku zmian stóp procentowych w tym roku.

Wzrost PKB w 1Q zaskoczył pozytywnie, ale w 2Q spowolnił

Wzrost gospodarczy w 1Q br. w Stanach Zjednoczonych zaskoczył pozytywnie odbijając do 3,1% kw/kw (po wyrównaniu sezonowym i annualizacji - SAAR) z 2,2% kw/kw w Q4 2018. W szczególności niespodzianką okazał się wysoki wkład eksportu netto, co ma jednak tylko tymczasowy charakter. Wzrost popytu wewnętrznego natomiast nie przyspieszył względem 4Q 2018, w szczególności niską dynamikę odnotowano w przypadku konsumpcji gospodarstw domowych. Bieżące dane wskazują na znaczące spowolnienie wzrostu gospodarki amerykańskiej w 2Q br. Dotyczy to zwłaszcza słabszej koniunktury w przemyśle, do czego przyczynia się wyraźne spowolnienie w międzynarodowej wymianie handlowej m.in. w wyniku zmian w polityce celnej między USA a Chinami oraz niepewność geopolityczna (brexit, problemy części gospodarek Eurolandu). Maj przyniósł również nieco mniej spektakularny wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym oraz spowolnienie wzrostu płac, choć nadal jest on korzystny. Według szacunku New York Fed wzrost PKB w 2Q spowolnić ma do ok. 1,4% kw/kw (SAAR). Słabnący wzrost gospodarczy sprzyjał obniżeniu w maju do 1,5% r/r inflacji PCE, tj. podstawowej miary zmian cen dla Fed.

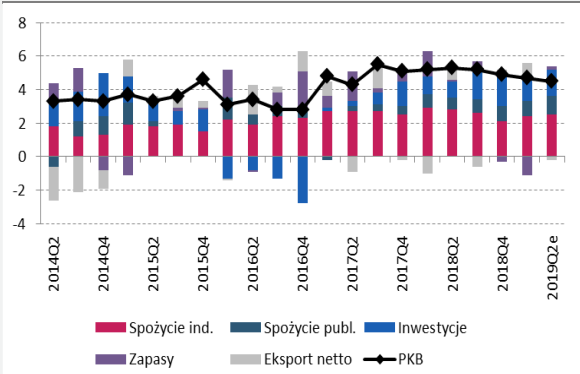
Wojny handlowe zwiększają niepewność co do przyszłości

Napływ w większości słabszych danych z gospodarki i jej otoczenia, a także zerwanie negocjacji handlowych między USA a Chinami znacząco zwiększyły niepewność dotyczącą przyszłej koniunktury w Stanach Zjednoczonych. W takich warunkach Fed obniżył, choć nieznacznie, swoje prognozy makroekonomiczne. Oczekiwany wzrost PKB na ten rok został obniżony do 2,1% z 2,3% w marcu utrzymując prognozy na kolejne lata: 2,0% w 2020 r. i 1,8% w 2021 r. Warto zauważyć, że konsensus rynkowy prognoz jest dla 2019 r. (2,5% kw/kw) wyższy niż w scenariuszu Fed.

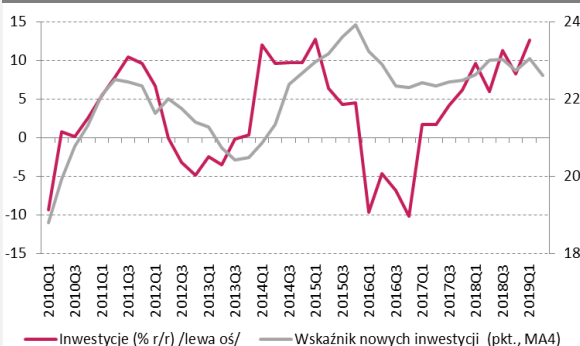
...skłaniając Fed do złagodzenia swojej retoryki.

W warunkach zwiększonej niepewności co do gospodarki USA i słabnącej presji inflacyjnej Fed złagodził swoją retorykę, co odzwierciedla usunięcie z komunikatu po czerwcowym posiedzeniu sformułowania o „cierpliwym” podejściu do oceny potrzeby zmian w polityce pieniężnej i wskazanie, że bank centralny „będzie uważnie monitorować implikacje napływających informacji dla perspektyw gospodarczych oraz podejmie odpowiednie działania w celu podtrzymania wzrostu gospodarczego”. Pomimo łagodniejszej retoryki bankierzy centralni USA potwierdzili swoje oczekiwania z marca, zgodnie z którymi główna stopa procentowa pozostanie na obecnym poziomie 2,25-2,50% do końca tego roku. Konsensus co do takiego scenariusza jest jednak kruchy, gdyż ośmiu członków Fed opowiedziało się za niższymi niż obecnie stopami procentowymi wobec ośmiu oczekujących stabilizacji i jednego zakładającego podwyżkę kosztu pieniądza. Natomiast w 2020 r. Fed przewiduje jedną obniżkę stóp procentowych wobec jednej podwyżki oczekiwanej w marcowych prognozach. Scenariusz ten stoi w kontraście z oczekiwaniami rynkowymi, które wskazują na obniżkę stóp procentowych do końca 2020 r. o 100 bps. Oczekiwania rynków są naszym zdaniem przesadzone, gdyż obecne prognozy gospodarcze wskazujące na stopniowe zbiegnięcie wzrostu gospodarczego do tempa potencjalnego i odbicie inflacji, a zatem nie wymagają natychmiastowych dostosowań polityki pieniężnej. Może się to jednak zmienić w przypadku kolejnego zaognienia działań protekcjonistycznych w handlu, choć nie wskazują na to ustalenia między USA a Chinami podczas szczytu G20. W naszym scenariuszu zakładamy ścieżkę stóp procentowych w USA bliższą oczekiwaniom Fed niż rynkowym.

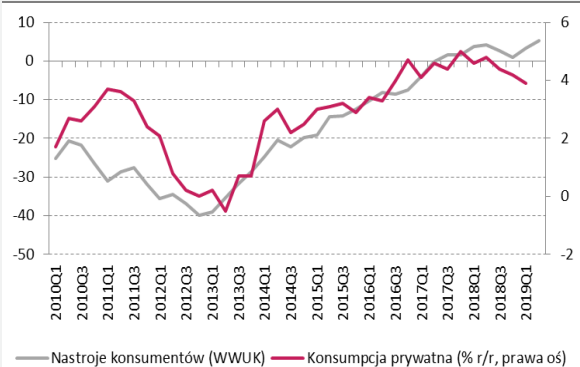
Struktura wzrostu PKB w Polsce [pkt. proc.]



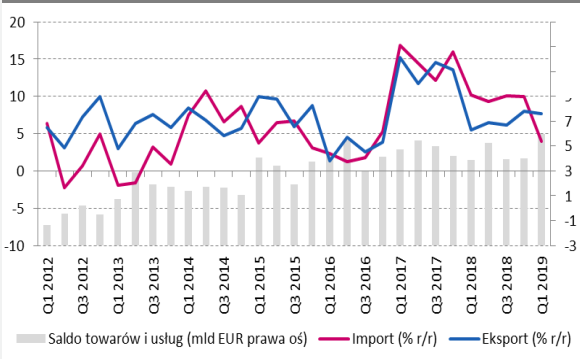
Dynamika inwestycji i wskaźnik nowych inwestycji



Konsumpcja prywatna i nastroje konsumentów



Dynamika eksportu i importu, saldo towarów i usług



Źródło: GUS, Macrobond

GOSPODARKA KRAJOWA • Gospodarka realna

Wzrost PKB w 1Q br. wyniósł 4,7% r/r, co było trzecim najlepszym wynikiem w UE. Do rosnącej konsumpcji prywatnej, która pozostaje głównym motorem gospodarki, dołączył solidny wzrost inwestycji w środki trwałe, który był najwyższy od czterech lat. Struktura wzrostu inwestycji oraz obniżenie się wskaźnika nowych inwestycji w badaniu koniunktury NBP sugerują, iż przyspieszenie to może być trudne do utrzymania. Lepsze dane z gospodarki w pierwszej połowie roku skłoniła nas do rewizji prognozy na ten rok do 4,6% i do 3,7% na rok 2020.

Inwestycje i eksport netto źródłem pozytywnej niespodzianki

Polska gospodarka utrzymuje się na ścieżce szybkiego wzrostu, co wciąż kontrastuje z pogorszeniem koniunktury w gospodarce strefy euro. Wzrost PKB w 1Q br. wyniósł 4,7% r/r, co było trzecim najlepszym wynikiem w UE. Choć roczna dynamika wyhamowała, to odsezonowany wzrost kwartalny (1,5% kw/kw) wskazuje na zaskakująco wysoki dynamizm gospodarki na początku roku. Wzorem poprzednich kwartałów motorem gospodarki pozostaje popyt krajowy. Do rosnącej konsumpcji dołączył solidny wzrost inwestycji w środki trwałe, który wyniósł 12,6% r/r, najwyższy od czterech lat. Struktura wzrostu inwestycji sugeruje jednak, iż przyspieszenie inwestycji może być trudne do utrzymania. Wciąż najsilniej rosły inwestycje w budynki i budowlę (+32,6% r/r), a znacznie wolniej rosną inwestycje w maszyny i urządzenia (13,3% r/r w 1Q). W podziale na sektory własności dynamicznie rosną nakłady szeroko rozumianego sektora publicznego, które współfinansują inwestycje ze środków UE. Wydatki inwestycyjne budżetu centralnego wzrosły o 60,5% r/r, samorządów o 33,8% r/r, natomiast firm publicznych o 33,4% r/r. W sektorze prywatnym dominują inwestycje firm zagranicznych (udział inwestycji firm z kapitałem zagranicznym w inwestycjach sektora prywatnego jest najwyższy od co najmniej 2007r.), podczas gdy krajowe firmy prywatne inwestują w mniejszym zakresie (+12,9% w 1Q). Wskaźnik nowych inwestycji w badaniu koniunktury NBP obniżył się względem poziomu z ub. roku, co w ocenie z wyhamowywaniem absorpcji środków UE sugeruje ostrożność w prognozowaniu dalszych solidnych wzrostów. Podobnie jak inwestycje korzystniejsza od oczekiwań była też kontrybucja eksportu netto do PKB. Eksport utrzymuje się na ścieżce wzrostów, pomimo spowolnienia u naszych głównych partnerów handlowych. W ujęciu rachunków narodowych eksport wzrósł o 5,9% r/r, a dane bilansu płatniczego sugerują utrzymanie solidnych dynamik eksportu towarów także w 2Q. Konkurencyjność cenowa, wsparta przez kurs walutowy, dywersyfikacja rynków zbytu, a także wzrost stopnia przetworzenia pomagają utrzymać eksport na ścieżce wzrostowej.

Wzrost PKB w 2019 r. będzie wyższy niż oczekiwaliśmy

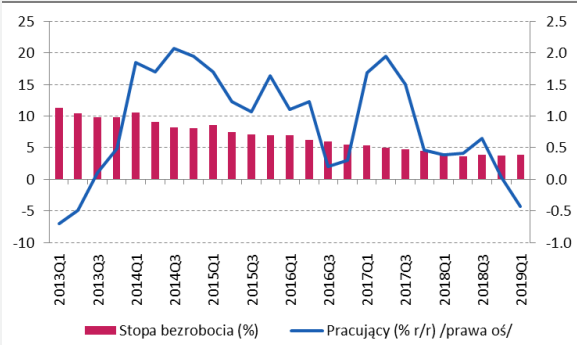
Biorąc pod uwagę dane wysokiej częstotliwości szacujemy, że w 2Q wzrost PKB wyniósł 4,5% r/r. Głównym motorem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna, której dynamika przyspieszyła do 4,3%. Wzrost inwestycji wyhamował do 10,5% r/r. Lepsze dane w pierwszej połowie roku, będąca częściowo efektem wyższej dotychczas odporności na spowolnienie w Niemczech skłoniła nas do rewizji prognozy na ten rok do 4,6% i do 3,7% na rok 2020. Głównymi czynnikami ryzyka pozostaje wciąż niekorzystne otoczenie zewnętrzne. Do tej pory polska gospodarka pozostawała mniej podatna na niższy wzrost w strefie euro, niemniej bilans ryzyk dla wzrostu globalnego pozostaje negatywny. Niemożliwe do utrzymania będą też solidne wzrosty inwestycji, szczególnie w obliczu niskiej aktywności firm prywatnych krajowych i obniżającej się absorpcji środków z UE.

Prognozy krótkoterminowe

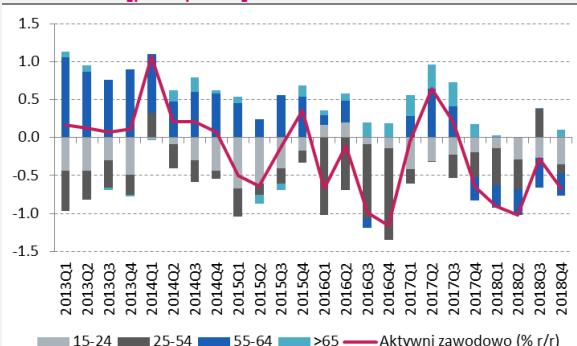
	Mar 19	Kwi 19	Maj 19	Cze 19	Lip 19	Sie 19
Produkcja przem. (% r/r)	5,5	9,2	7,7	1,2	8,0	4,0
Produkcja budowlana (% r/r)	10,8	17,4	9,6	3,7	10,0	4,0
Sprzedaż detaliczna realnie (% r/r)	1,8	11,9	5,6	3,7	6,5	5,9

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

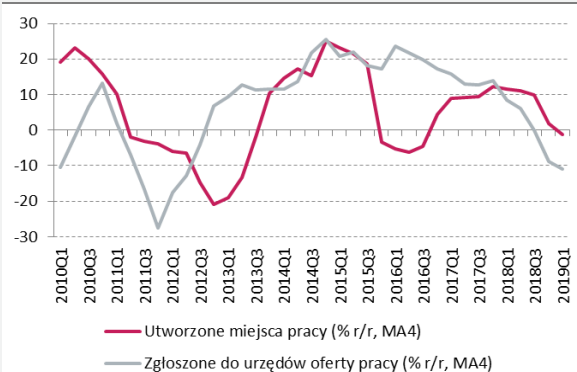
Stopa bezrobocia i pracujący według BAEL [% r/r]



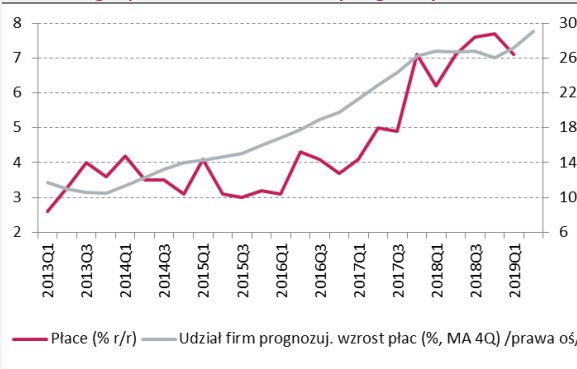
Struktura według wieku zmiany liczby aktywnych zawodowo [pkt. proc.]



Popyt na pracę



Płace w gospodarce i wskaźnik prognoz płac NBP



Źródło: Macrobond, NBP

GOSPODARKA KRAJOWA • Rynek pracy

Dane, które napłynęły w ostatnich miesiącach nie przyniosły większych zaskoczeń dotyczących rynku pracy w Polsce. Podtrzymujemy zatem nasze wcześniejsze oczekiwania spadającej aktywności zawodowej, niskiej stopy bezrobocia i solidnego, względnie stabilnego wzrostu płac.

Brak większych zaskoczeń na krajowym rynku pracy

Ostatnie miesiące nie przyniosły większych zaskoczeń dotyczących sytuacji na krajowym rynku pracy. W Q1 br. utrzymywał się solidny popyt na pracę. Co prawda stopa bezrobocia według BAEL nieznacznie wzrosła do 3,9%, aczkolwiek była niższa niż przed rokiem o 0,3 pkt. proc. Korzystne tendencje potwierdzają również dane za 2Q: stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w maju do 5,4%, tj. do poziomu najniższego od 1990 r., a przedsiębiorstwa nadal zwiększały zasoby pracy - wzrost zatrudnienia w sektorze firm wyniósł w maju 2,7% r/r. Dane z 2Q br, podobnie jak z Q1, wskazują jednak, że wraz z nieco wolniejszym niż przed rokiem wzrostem gospodarczym rynek pracy zbliża się stopniowo do stanu nasycenia. Potwierdza to słabnąca nieco dynamika zatrudnienia w sektorze firm, a także ujemna dynamika r/r utworzonych miejsc pracy w gospodarce. Obok czynników cyklicznych hamujących popyt na pracę, przyrost zatrudnienia spowalniany jest przez czynniki podażowe. Przy bardzo niskiej stopie bezrobocia przedsiębiorstwa zgłaszają duże trudności z pozyskaniem pracowników. Problemy potęguje stale obniżająca się liczba aktywnych zawodowo odzwierciedlająca niekorzystne tendencje demograficzne w krajowej gospodarce. Powstała luka jak dotąd zapelniali pracownicy z zagranicy, głównie z Ukrainy, aczkolwiek wzrost ich liczby wyhamował. Wobec powyższych uwarunkowań podaży pracy i popytu na nią wzrost płac nominalnych pozostaje solidny. W 1Q br. wyniósł on w całej gospodarce 7,1% r/r, po raz czwarty z rzędu przekraczając poziom 7,0% r/r. Dane z sektora przedsiębiorstw potwierdzają kontynuację tego trendu w 2Q br.

W przyszłości wzrost zatrudnienia będzie hamował

Z uwagi, że rozwój sytuacji na krajowym rynku pracy realizuje się w dużej mierze zgodnie z naszymi oczekiwaniami, podtrzymujemy nasze prognozy sprzed trzech miesięcy. Spodziewamy się nadal rosnącego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, co sugerują wyniki Szybkiego Monitoringu NBP. Tempo wzrostu będzie jednak wyraźnie słabło ze względu na dwa zjawiska. Po pierwsze popyt na pracę będzie tracił na intensywności w związku z oczekiwanym przez nas spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Po drugie, z powodu ograniczeń podaży na rynku pracy pozyskanie pracowników będzie coraz trudniejsze. Spodziewamy się ponadto dalszych spadków liczby osób aktywnych zawodowo ze względu na starzenie się społeczeństwa. Natomiast stopa bezrobocia w najbliższych kwartałach będzie najpewniej dalej się obniżać, po czym powinna się ustabilizować. Wobec takich uwarunkowań podtrzymujemy prognozę wzrostu płac na dotychczasowych poziomach, którą wspierają oczekiwania firm dotyczące płac wyrażone w Szybkim Monitoringu NBP. W najbliższych miesiącach, tj. w okresie przedwyborczym można spodziewać się jednak pewnego zwiększenia żądań płacowych w sferze publicznej. W średnim horyzoncie natomiast głównym czynnikiem niepewności dla sytuacji na krajowym rynku pracy pozostaje skala odplywu z Polski pracowników z Ukrainy w związku z zapowiadaniem otwarciem dla nich niemieckiego rynku pracy.

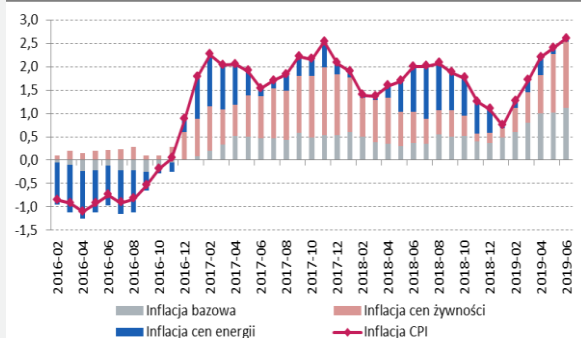
Prognozy krótkoterminowe

	Mar 19	Kwi 19	Maj 19	Cze 19	Lip 19	Sie 19
Zatrudnienie* (%, r/r)	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	2,5
Wynagrodzenia* (%, r/r)	5,7	7,1	7,7	7,0	7,6	7,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,9	5,6	5,4	5,3	5,3	5,4

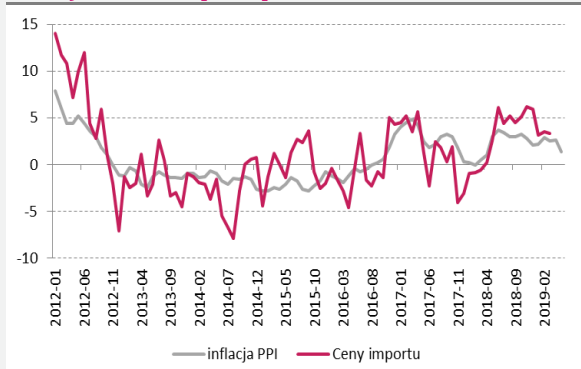
*Firmy zatrudniające co najmniej 10 pracowników (sektor przedsiębiorstw)

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

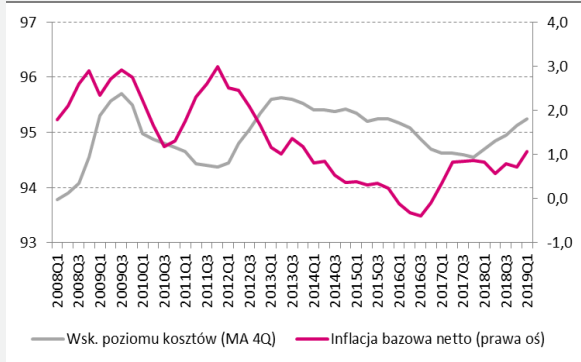
Inflacja w Polsce i jej struktura [pkt. proc.]



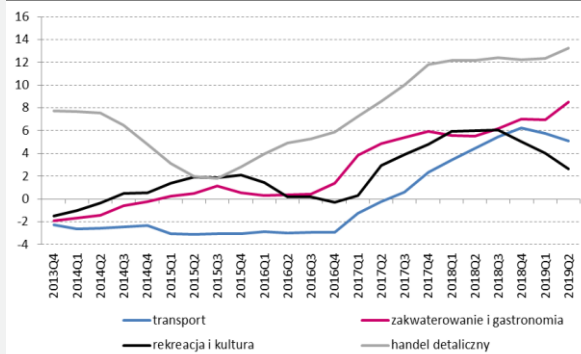
Inflacja w Polsce [% r/r]



Inflacja bazowa [% r/r] a wyniki finansowe firm



Wskaźniki spodziewanych cen [pkt., MA4]



Źródło: Macrobond, GUS

GOSPODARKA KRAJOWA • Inflacja

Inflacja w 2Q br. przyspieszyła, przekraczając w czerwcu cel banku centralnego. Zmienia się także struktura inflacji, która w coraz większym stopniu napędzana jest przez elementy bazowe. Wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii osiągnął poziom najwyższy od października 2012r. Presja inflacyjna będzie narastać, choć miesiące letnie przyniosą stabilizację wskaźnika CPI.

Nasilenie inflacji w 2Q br.

W 2Q br. inflacja przyspieszyła nieco szybciej niż zakładaliśmy. Wskaźnik CPI wzrósł w czerwcu do 2,6% r/r, po raz pierwszy od listopada 2012r. przekraczając środek pasma odchyień inflacji od celu RPP, podczas gdy jeszcze w grudniu ub. roku wynosił 0,7% r/r. Nasilenie inflacji to efekt nie tylko szybszego wzrostu cen żywności (warzyw, mięsa wieprzowego i pieczywa), ale także przyspieszenia inflacji bazowej, która licząc jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii zwykowała w czerwcu do 1,9% r/r, poziomu najwyższego od października 2012. Zmiana struktury inflacji i wyższa kontrybucja inflacji bazowej była spodziewana, choć skala tego zjawiska nasiliła się bardziej niż nasze założenia. Wobec rosnących kosztów przedsiębiorstwa coraz śmielej przerzucają je na konsumenta. Dotyczy to w szczególności usług, których ceny były w maju o 3,2% wyższe niż przed rokiem. Wyhamowuje natomiast presja inflacyjna na poziomie producentów. Wskaźnik PPI spadł w maju do 1,4% r/r z 2,5% w marcu, czemu pomaga wysoka baza statystyczna sprzed roku, ale także zniżkujące ceny ropy naftowej i węgla.

Pod koniec br. inflacja bazowa zbliży się do celu NBP

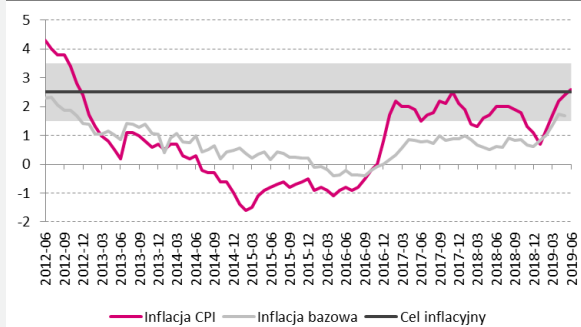
W miesiącach letnich czynniki statystyczne i spadki cen paliw będą sprzyjać wyhamowaniu inflacji, choć w dalszym ciągu utrzymywać się będzie w okolicach celu banku centralnego. Pod koniec roku oczekujemy przyspieszenia inflacji i w grudniu wskaźnik CPI może wynieść 2,8%. Trend wzrostowy będzie kontynuowany w roku przyszłym, a w 1Q 2020 inflacja może zbliżyć się do 3,5%, na co wpływ będzie miała nie tylko zwykła inflacji bazowej, ale też możliwe podwyżki cen energii dla gosp. domowych. Rząd zamroził ceny energii dla gosp. domowych do końca tego roku, jednak może być to trudne do utrzymania w przyszłym roku ze względu na regulacje UE. Postępować będzie także wzrost inflacji bazowej, która już pod koniec tego roku zbliży się do celu NBP. Zwiększające się jednostkowe koszty pracy (wzrost płac, wprowadzenie PPK, ewentualna likwidacja 30-krotności przy płatności składek ZUS), a jednocześnie rosnące koszty energii pogarszają kondycję finansową firm, co zwiększa ich skłonność do podwyżek cen, szczególnie usług i dóbr nie podlegających wymianie handlowej. Tym bardziej, że popyt konsumpcyjny rośnie w solidnym tempie. Tempo narastania inflacji bazowej będzie jednak stopniowe. Wyniki badań koniunktury sugerują, iż wzrost oczekiwań inflacyjnych w handlu detalicznym, a także w części sektora usług zaczęły wyhamowywać. Z indeksu PMI wynika, że wzrost cen wyrobów gotowych w przemyśle był najwolniejszy od 32 miesięcy. Mniejszy proinflacyjny wpływ będą miały też ceny paliw. Obawy o globalny wzrost gospodarczy wpłynęły na spadek cen ropy naftowej, która obecnie jest ok. 10% niższa niż w kwietniu, a prognozy wskazują na jej stabilizację wokół 68 USD. Dodatkowo, wyhamowanie dynamiki cen importu wskazuje na złagodzenie presji inflacyjnej z zagranicy. Ryzyka krótkoterminowe w kierunku wyższej inflacji dotyczą cen żywności, ze względu na wpływ niekorzystnych warunków pogodowych. W średnim okresie natomiast ryzykiem są ceny energii, które na rynkach hurtowych rosną już od niemal trzech lat.

Prognozy krótkoterminowe

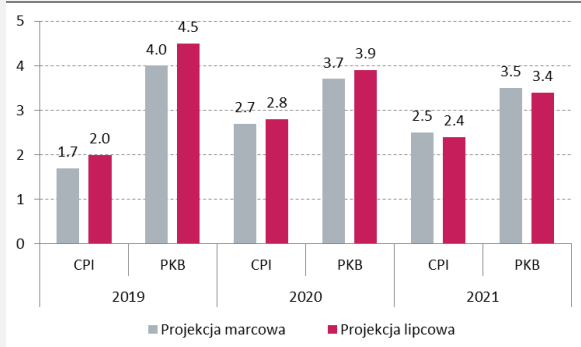
	Mar 19	Kwi 19	Maj 19	Cze 19	Lip 19	Sie 19
Inflacja CPI (% r/r)	1,7	2,2	2,4	2,6	2,5	2,3
Inflacja bazowa (% r/r)	1,4	1,7	1,7	1,9	2,0	2,0
Inflacja PPI (% r/r)	2,5	2,6	1,4	0,6	0,5	0,5

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

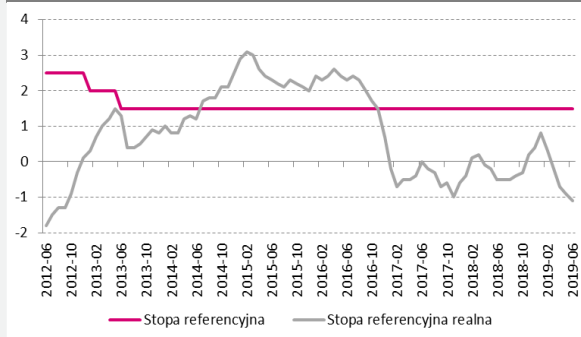
Inflacja CPI, bazowa i cel inflacyjny [% r/r]



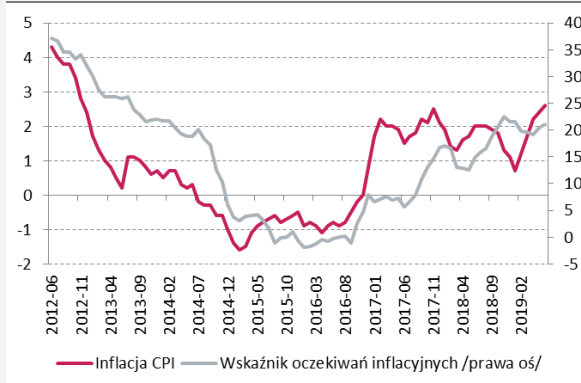
Projekcje NBP inflacji CPI i PKB [% r/r]



Stopa referencyjna nominalna i realna [%]



Inflacja CPI [% r/r] i wskaźnik spodziewanych cen w gospodarce na 12 miesięcy [pkt.]



Źródło: Macrobond, NBP

POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej pozostaje niewzruszona na narastającą presję inflacyjną w gospodarce i utrzymuje referencyjną stopę procentową na historycznie niskim poziomie 1,5%. Większość członków Rady nadal mówi o możliwym dalszym braku zmian kosztu pieniądza do końca kadencji RPP na początku 2022 r., a ścieżki PKB i inflacji CPI z projekcji lipcowej oczekiwania te utrwala.

RPP pozostaje niewzruszona na rosnącą inflację

2Q br. nie przyniósł niespodzianek w zakresie polityki pieniężnej w Polsce. Pomimo narastania presji inflacyjnej i przekroczenia w czerwcu po raz pierwszy od 6,5 roku przez dynamikę cen konsumenta celu inflacyjnego Rada Polityki Pieniężnej nie dokonała korekt w poziomie stóp procentowych. Stopa referencyjna kształtuje się zatem na historycznie niskim poziomie 1,5% już ponad 4 lata. W ostatnich miesiącach RPP w niewielkim stopniu modyfikowała swoją łagodną retorykę. W majowym komunikacie Rada zmieniła swoją ocenę inflacji w Polsce z niskiej na umiarkowaną w konsekwencji zaskakująco wysokiego szacunku inflacji CPI, który wzrósł w kwietniu do 2,2% r/r. Z kolei napływ lepszych danych z gospodarki realnej skłonił w lipcu Radę do opinii, że wzrost gospodarczy w najbliższych latach będzie wysoki. Rada konsekwentnie podtrzymuje natomiast swoje zdanie, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie pozostawała umiarkowana, zbliżona do celu NBP.

Projekcja lipcowa wspiera scenariusz stabilnych stóp

Ocenę tą wspiera najnowsza projekcja makroekonomiczna NBP. Zgodnie z zaprezentowanymi w komunikacie po lipcowym posiedzeniu przedziałami prawdopodobieństw inflacja CPI wynieść ma w latach 2019-2021 odpowiednio 2,0% r/r, 2,8% r/r i 2,4% r/r i według stów prezesa NBP A.Głapińskiego w całym horyzoncie projekcji wskaźnik CPI będzie utrzymywał się w przedziale dopuszczalnych odchyśleń od celu inflacyjnego tj. 1,5%-3,5% r/r. Powtórzył ponadto, że stopy procentowe w Polsce mogą nie ulec zmianie do końca kadencji obecnej Rady Polityki Pieniężnej, tj. do początku 2022 r.

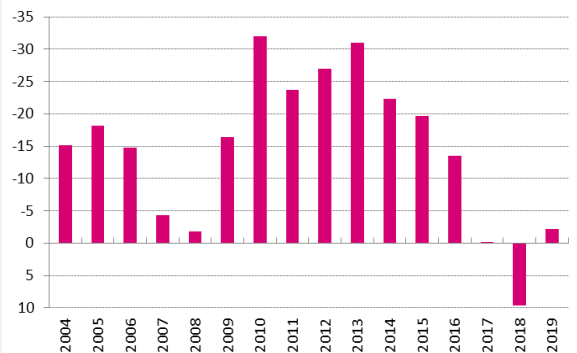
... choć wniosek o podwyżkę jest nadal możliwy...

Nie wszyscy członkowie Rady podzielają pogląd A.Głapińskiego. E.Gatnar w wypowiedziach medialnych sugerował, że może złożyć wniosek o podwyżkę stóp procentowych już na jesieni tego roku, argumentując to inflacją bazową zbiegającą stopniowo do celu inflacyjnego. Wskazał ponadto, że według jego obliczeń inflacja konsumencka wśród gospodarstw domowych o najniższych dochodach jest wyższa od prezentowanego przez GUS wskaźnika CPI. W podobnym tonie wypowiadał się K.Zubelewicz, który spodziewa się wniosków o podwyżkę stóp procentowych podczas tej kadencji Rady. Jego zdaniem polityka pieniężna, która przy dobrej sytuacji gospodarczej dopuszcza ryzyko osiągnięcia przez inflację 3,5% r/r nie jest odpowiedzialna.

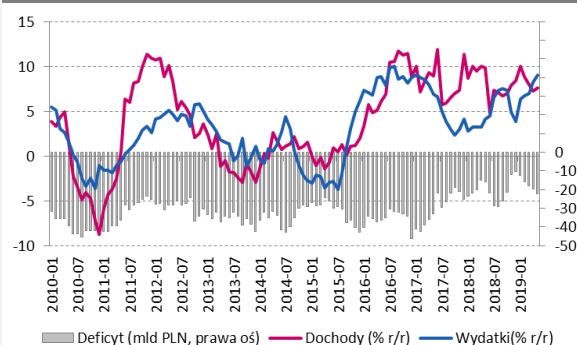
...lecz nie znajdzie poparcia większości.

Sądymy, że narastanie presji inflacyjnej w drugim półroczu tego roku i na początku 2020 r. będzie dalej zmniejszało komfort bardziej jastrzębio nastawionego grona członków RPP co do stabilizacji stóp procentowych w Polsce. Uważamy, że nie znajdzie się jednak większość w Radzie zdolna przegłosować ewentualny wniosek o ich podwyżkę. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja stóp procentowych przez długi czas, na którego możliwość wskazywał nie tylko przez prezesa NBP, ale także inni członkowie Rady (G.Ancyparowicz, Ł.Hardt, E.Lon, R.Sura, J.Żyżyński). W naszej ocenie cykl podwyżek stóp procentowych mógłby rozpocząć się w przypadku projekcji NBP wskazującej na długotrwałe przekroczenie przez wskaźnik CPI górnego ograniczenia dopuszczalnych odchyśleń od celu inflacyjnego (3,5% r/r), na co jednak obecnie nie zanoszą się. Z kolei obniżki stóp procentowych miałyby miejsce w przypadku ryzyka pętli deflacyjnej lub bardzo silnego spowolnienia wzrostu w wyniku negatywnych impulsów z zagranicy, co również nie jest scenariuszem bazowym.

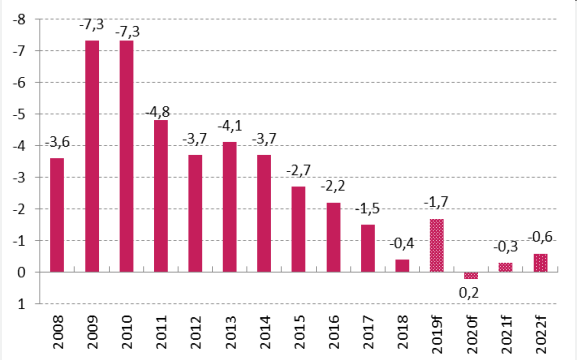
Wynik budżetu państwa po maju [mld PLN]



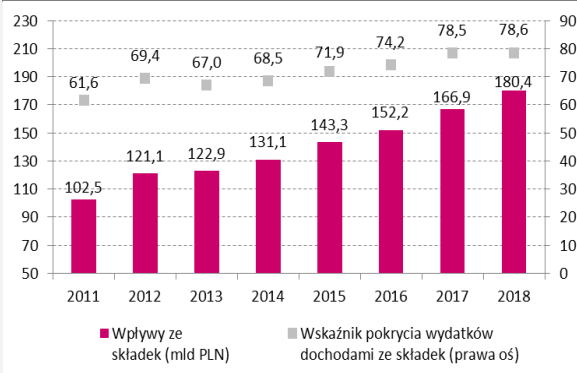
Deficyt, dochody i wydatki budżetu [suma 12 m-cy]



Wynik sektora finansów publicznych [% PKB]



Finanse Funduszu Ubezpieczeń Społecznych



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów, ZUS

POLITYKA FISKALNA

Kondycja budżetu państwa pozostaje dobra, choć nie dostarcza tylu pozytywnych niespodzianek, co w 2018r. Spada dynamika dochodów podatkowych, szczególnie VAT, a jednocześnie przyspieszają wydatki, w związku z wypłatami świadczeń społecznych. Pomimo wzrostu wydatków uważamy, że deficyt budżetu za całym 2019 r. zmieści się w ustawowym limicie 28,5 mld PLN. Aktualizacja Raportu Konwergencji zawiera zaskakująco niską ścieżkę deficytu sektora finansów publicznych, który będzie osiągnięty m.in. przez jednorazowe wpływy oraz wyższe obciążenia podatkowe, co eliminuje ryzyko fiskalne w krótkim okresie.

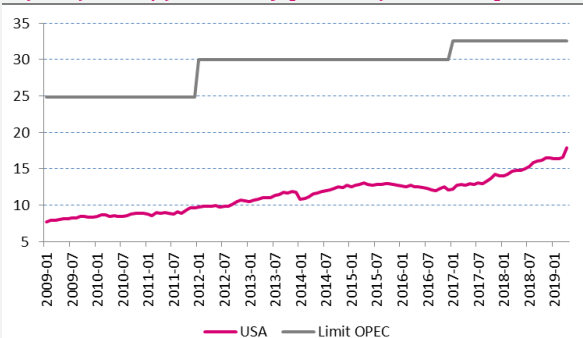
Sytuacja budżetu pozostaje dobra, choć gorsza niż rok temu

Sytuacja budżetu państwa w pierwszej połowie 2019r. pozostawała dobra, choć wyniki budżetu nie dostarczały tylu pozytywnych niespodzianek, co w roku 2018. Deficyt budżetowy po maju wyniósł 22,16 mld PLN, tj. 7,6% planu na cały rok. Z perspektywy danych historycznych to wciąż dobry wynik, choć wyraźnie słabszy niż w ostatnich dwóch latach. Skumulowany deficyt za ostatnie 12 miesięcy wyniósł po maju 22,15 mld PLN wobec 10,4 mld PLN po grudniu 2018, wpisując się w obraz pogorszenia sytuacji fiskalnej w porównaniu z ubiegłym rokiem. W zakresie realizacji budżetu uwagę zwraca spadek dynamiki dochodów podatkowych, szczególnie wpływów z podatku VAT, które wzrosły po maju o zaledwie 3,3% r/r. Dynamicznie rosną natomiast wpływy z podatków dochodowych, szczególnie CIT, które po maju były wyższe o 34,5% r/r. Przyspieszyła dynamika wydatków (+14,1% r/r po maju), co wiąże się z realizacją wypłaty 13. emerytury w ramach programu „piątka PiS”.

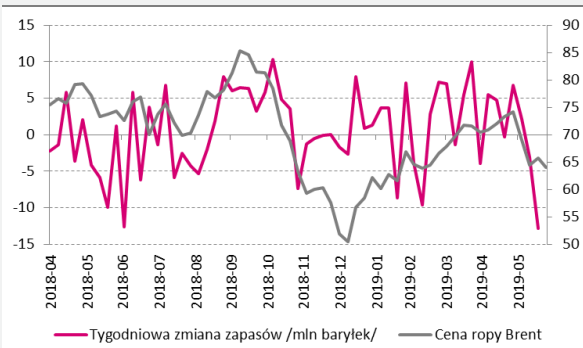
Rząd zmniejszył ryzyko gwałtownego wzrostu deficytu

Wzrost wydatków socjalnych zapowiedziany w maju br. zmniejszył komfort ministra finansów, jednak uważamy, że deficyt budżetu zmieści się w przewidzianym w ustawie limicie 28,5 mld PLN. Wsparciem budżetu będzie solidny wzrost gospodarczy, w szczególności konsumpcji, co pomaga realizacji dochodów z podatków pośrednich. Ważnym źródłem oszczędności będzie także kondycja Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, który korzysta na dobrej sytuacji na rynku pracy oraz rejestracji imigrantów w krajowym systemie ubezpieczeń społecznych. Pozwala to finansować wypłatę dodatkowych świadczeń społecznych, przy ograniczonej skali wzrostu dotacji z budżetu państwa. Aktualizacja Raportu Konwergencji zawiera zaskakująco pozytywną ścieżkę deficytu sektora finansów publ., z której wynika, iż po przejściowym wzroście deficytu w 2019 r., sektor finansów publicznych osiągnie w 2020 roku nadwyżkę 0,2% PKB. Wynik ten będzie jednak w dużej mierze efektem jednorazowych wpływów (sprzedaż częstotliwości telekomunikacyjnych i praw do emisji CO2) i wyższym obciążeniem podatkowym (opodatkowanie aktywów emerytalnych przy transferze do IKE, podwyżka akcyzy na tytoń i alkohol, podatek od sieci handlowych). Perspektywy fiskalne w najbliższych latach pozostają zatem umiarkowanie korzystne pomimo wzrostu wydatków publicznych, a przedstawione przez rząd działania niwelują ryzyko złamania reguły wydatkowej lub przekroczenia przez deficyt wartości referencyjnych (3% PKB). Zaproponowany przez rząd pakiet wypłat świadczeń społecznych ogranicza natomiast przestrzeń fiskalną na wypadek silniejszego spowolnienia gospodarczego, bo ze względu na regułę wydatkową możliwości dalszego zwiększania wydatków są już ograniczone. Założenia makroekonomiczne przyjęte przy konstrukcji przyszłorocznego budżetu oceniamy jako realistyczne. Wzrost gospodarczy na poziomie 3,7% oraz średnioroczna inflacja 2,5% zbliżone są do konsensusu rynkowego. Ryzyko krótkoterminowe dla finansów publicznych stanowi perspektywa wyborów parlamentarnych na jesieni, gdyż znaczny spadek poparcia dla partii rządzącej zwiększy chęć dodatkowej stymulacji fiskalnej. Przy obecnych wynikach preferencji wyborczych taki scenariusz wydaje się jednak mało prawdopodobny. W długim okresie obciążenie dla finansów publicznych stanowić będzie wysoki udział wydatków sztywnych, w warunkach spowalniającego wzrostu społecznego oraz niekorzystnych zmian demograficznych.

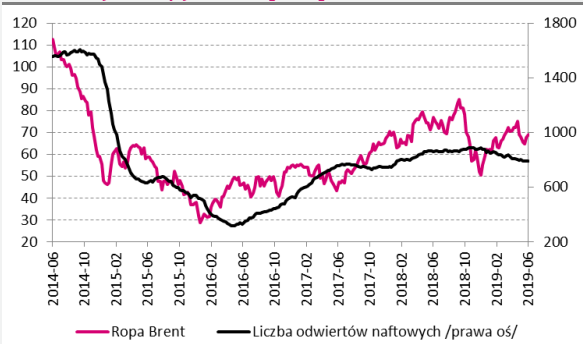
Wydobycie ropy naftowej [mln barytek/dzień]



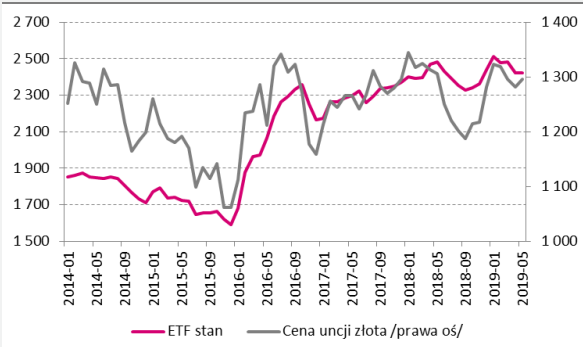
Cena baryłki ropy Brent [USD] i zmiana zapasów surowca



Cena baryłki ropy Brent [USD] i liczba odwiertów



Stan złota w posiadaniu ETFów [tony] oraz cena uncji złota [USD]



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream, World Gold Council

RYNKI SUROWCÓW

Ropa naftowa zakończyła trend wzrostu cen

Systematycznie narastające zapasy surowca w połączeniu z pogorszeniem perspektyw światowego wzrostu gospodarczego, na skutek załamania się amerykańsko-chińskich negocjacji handlowych, zdecydowały o przecenie ropy naftowej w drugim kwartale tego roku. W konsekwencji cena baryłki ropy naftowej Brent z osiągniętego w połowie kwietnia poziomu 75,6 USD spadła do 62 USD na koniec pierwszego półrocza.

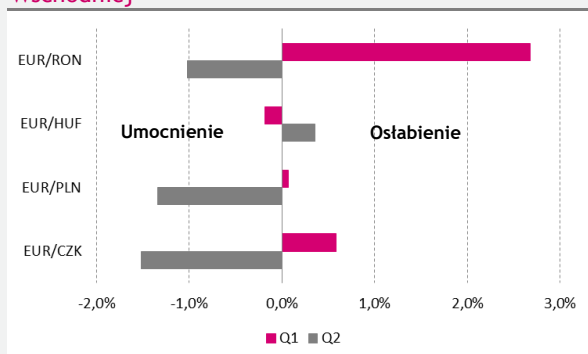
Oczekiwana stabilizacja cen ropy naftowej

W drugiej połowie roku kwestią kluczową dla cen ropy naftowej niezmiennie pozostanie próba zbilansowania popytu i podaży surowca. Ze względu na silniejsze od pierwotnych oczekiwań pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie liczymy się, że sprzyjającym zniżce cen surowca, wolniejszym wzrostem zapotrzebowania na ropę naftową. Strona podażowa pozostanie natomiast względnie stabilna ze względu na przeciwstawne działania największych wydobywców ropy naftowej. Wysoce prawdopodobne wydłużenie na cały 2019 rok ograniczeń w wydobywaniu surowca przez kartel OPEC będzie bowiem neutralizowane przez rosnące wydobywanie ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych. Wydarzeniami mogącymi przejściowo podnosić notowania ropy naftowej będzie sezon huraganów w rejonie południowo-wschodniego wybrzeża USA. Źródłem wzrostu cen ropy naftowej będzie ponadto geopolityka. Rosnące napięcie na linii USA-Iran sprzyjać może wzrostom notowań surowca. Bilans ryzyk dla ropy naftowej skłania nas do utrzymania prognozy z poprzedniego raportu, gdy zakładaliśmy, iż cena baryłki ropy naftowej w tym roku koncentrować się będzie wokół poziomu 68 USD wobec 62 USD obecnie. Tym bardziej, iż wyzwaniem stojącym przed rynkiem ropy naftowej jest decyzja Międzynarodowej Organizacji Morskiej o zaostrzeniu - z dniem 1 stycznia 2020 roku - limitów zawartości siarki w paliwie żegludowym. Od nowego roku zawartość siarki w stosowanym dotychczas przez statki paliwie zostanie zmniejszona z 3,5% do 0,5%. Dotychczas zbliżone obostrzenia - mówiące o paliwie z zawartością siarki poniżej 0,1% - obowiązywały jedynie w rejonie M. Bałtyckiego, M. Północnego, czy wybrzeży USA i Kanady. Konsekwencją - poza zwiększeniem kosztów transportu - będzie wzmożony popyt na diesla lub gaz ziemny. Szacunki przedstawione przez agencję Bloomberg wskazują, iż - by sprostać wymaganiom zwiększonego popytu na mniej zasilane paliwo - rafinerie będą musiały przerobić dodatkowo około 700 tys. baryłek ropy dziennie.

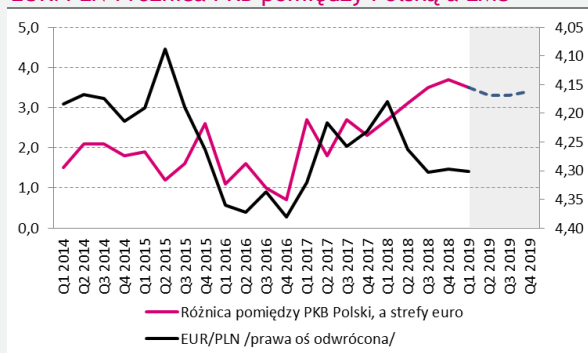
Odwroć trendu na rynku złota w średnim terminie

O ile przez większość drugiego kwartału cena złota nieznacznie spadała, to w czerwcu doszło do zmiany postrzegania inwestycji w złoto. Inwestorzy zaczęli skupować kruszec w ślad za pogarszającymi się perspektywami gospodarczymi na świecie wywołanymi eskalacją wojen handlowych. W rezultacie cena uncji złota wzrosła o około 200 USD do 1440 USD tj. najwyższego od 2013 roku. Krótkoterminowe perspektywy cen złota postrzegamy umiarkowanie optymistycznie. Solidnie wygląda bowiem fizyczny popyt na złoto wspierany zakupami banków centralnych, odbudowującymi się po drugim kwartale napływami do ETFów, czy przemysłem jubilerskim. W tej kwestii niezwykle korzystnie prezentuje się tegoroczny układ hinduskiego kalendarza ślubów na drugą połowę roku. W średnim terminie natomiast widzimy przestrzeń do spadku cen surowca, o którym zadecyduje przede wszystkim zakładane przez nas zawarcie porozumienia handlowego pomiędzy USA i Chinami. Odwróci ono wzrost cen złota osiągnięty na fali wzrostu awersji do ryzyka w pierwszej połowie roku. Liczymy się także z możliwością pogłębienia przeceny surowca w ślad za brakiem odbicia inflacji na świecie. Z tego powodu liczymy, iż cena uncji złota po przejściowej wyższej do poziomu 1500 USD pod koniec roku powróci do poziomu 1350 USD. Ryzykiem dla naszej prognozy są sygnały o możliwym uruchomieniu przez banki centralne (Fed i EBC) programów skupu aktywów. W przeszłości powiększenie globalnej nadpłynności odpowiadało za dynamiczny wzrost cen kruszców, choć pamiętać należy iż uwarunkowania gospodarcze z tamtego okresu były bardziej pesymistyczne niż obecnie.

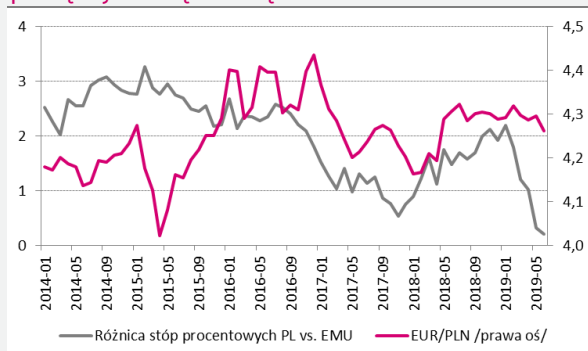
Zmiana w kwartale kursów walut Europy Środkowo-Wschodniej



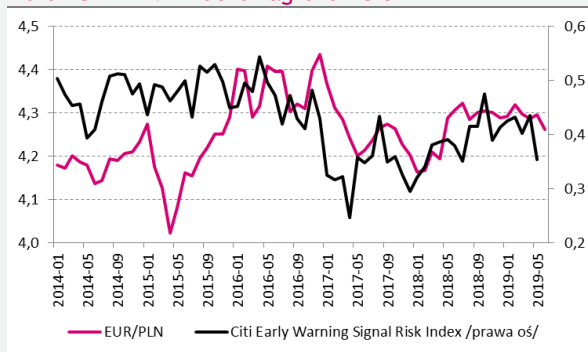
EUR/PLN i różnica PKB pomiędzy Polską a EMU



Kurs EUR/PLN i realny dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro



Kurs EUR/PLN i indeks zagrożeń Citi



Źródło: Macrobond

RYNEK ZŁOTEGO

Złoty był liderem wśród walut CEE wzrostu wartości w relacji do euro w pierwszym półroczu. Argumentem za umocnieniem złotego było oczekiwane zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a USA, czy strefą euro. Źródłem umocnienia były ponadto bardziej optymistyczne od założeń z początku roku wyniki polskiej gospodarki. W kolejnych miesiącach liczymy się ze spadkiem kursu EUR/PLN w kierunku 4,20 ze względu na złagodzenie retoryki największych banków centralnych oraz spadek ryzyka fiskalnego w Polsce.

Złoty ponownie wyróżniał się stabilnością w relacji do euro...

W pierwszym półroczu 2019 roku złoty był najlepiej radzącą sobie walutą w relacji do euro spośród walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Zakres umocnienia złotego był jednak relatywnie niewielki i wyniósł niecały procent tj. cztery grosze. W tym czasie węgierski forint, czeska korona zyskały około pół procenta, a rumuński lej stracił 1,5%. Źródłem relatywnie niewielkiej zmienności złotego w pierwszym półroczu były bardziej optymistyczne wyniki polskiej gospodarki. Spowolnienie koniunktury nie było tak silne jak wstępnie sądzono, a osiągane wyniki - w tym trzecie najwyższe po pierwszym kwartale tempo wzrostu PKB w Unii Europejskiej - były tarczą neutralizującą negatywny wpływ czynników zewnętrznych. Argumentem za umocnieniem złotego była ponadto perspektywa stabilnych stóp procentowych w Polsce przy oczekiwanym ich spadku w USA i wydłużeniu spodziewanego okresu zerowej stopy procentowej w strefie euro.

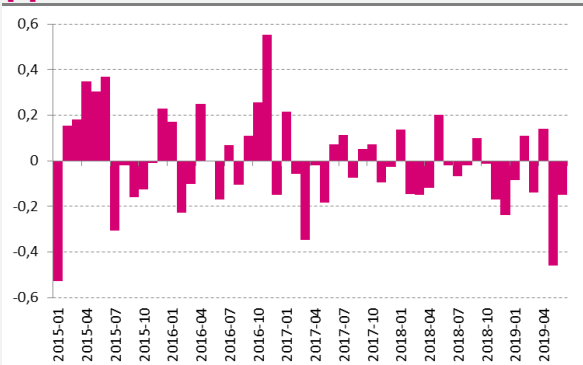
...choć nie w stosunku do pozostałych głównych walut.

W drugim kwartale najbardziej spektakularne umocnienie złotego obserwowane było w relacji do brytyjskiego funta. Kurs GBP/PLN zmniejszał o blisko 6% do poziomu 4,75 na fali słabości brytyjskiej waluty w obliczu niepewności towarzyszącej brexitowi. Notowania pozostałych par złotych tj. USD/PLN i CHF/PLN podlegały mniejszym wahaniom. Przejściowo złoty zyskiwał do franka blisko 3% zawracając z tegorocznego maksimum na poziomie 3,85, by ostatecznie umocnić się o około 1%. Notowania USD/PLN skupione były natomiast wokół 3,80.

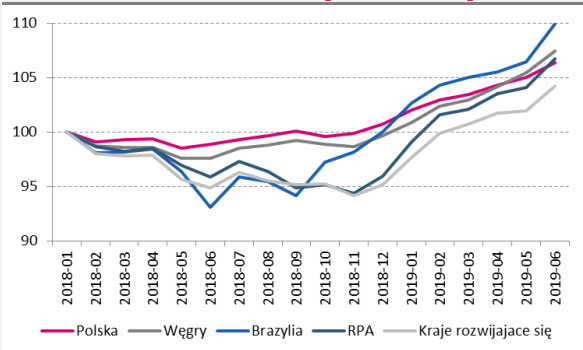
Ograniczone umocnienie złotego w relacji do euro

Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się kursu EUR/PLN w drugiej połowie roku zakładają ograniczone umocnienie polskiej waluty. Opieramy je na założeniu złagodzenia polityki pieniężnej na świecie, które podczas poprzedniej rundy globalnego łagodzenia polityki pieniężnej pozytywnie wpływało na wycenę walut regionu. Złoty zyskiwał na wartości wobec euro podczas cyklu cięcia stóp procentowych w USA w 2007 roku, czy strefie euro w 2011 roku oraz każdorazowo przy kolejnych amerykańskich (2009, 2010 i 2012 rok) i europejskich (2015 i 2016 rok) edycjach programu skupu aktywów. Zakładamy ponadto, iż wojny handlowe pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a Chinami - w ślad za postanowieniami ze szczytu G20 - będą stopniowo łagodzone. Taki scenariusz sprzyjać będzie poprawie apetytu na ryzyko, na czym skorzystają aktywa emerging markets. Szacujemy, iż wzorem poprzednich miesięcy złoty pozostanie liderem wśród walut w relacji do euro spośród walut tej części Europy. Zdecydują o tym solidne fundamenty polskiej gospodarki, które mimo spowolnienia pozytywnie będą wyróżniać Polskę na europejskim tle. W poprzednim raporcie wskazywaliśmy, iż źródłem spadku wartości polskiej waluty może okazać się wzrost ryzyka fiskalnego związanego z realizacją programu „Piątka PiS”. Obecnie - po przedstawieniu Aktualizacji Programu Konwergencji wskazującego na utrzymanie deficytu poniżej 3% PKB - nie widzimy już takiego ryzyka. Wspiera to scenariusz umocnienia złotego w drugiej połowie roku. W naszej ocenie zatem, iż kurs EUR/PLN zakończy rok na poziomie 4,20 wobec 4,30 oczekiwanych w poprzednim raporcie. Ryzykiem dla naszego scenariusza jest geopolityka tj. możliwa eskalacja wojen handlowych oraz groźba niekontrolowanego brexitu. Krajowym ryzykiem pozostaje kwestia jesiennych wyborów parlamentarnych, choć bazując na sondażach możliwość zmiany władzy oceniamy jako niewielką. Podobnie jak możliwość wystąpienia dodatkowych napięć fiskalnych.

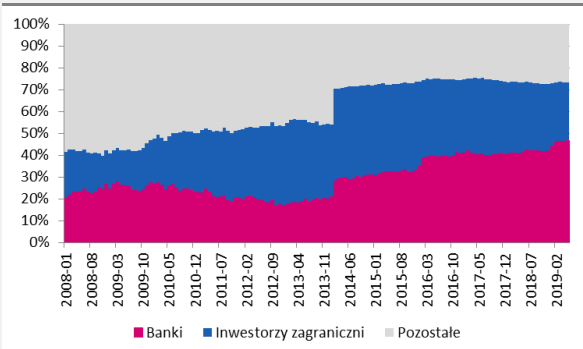
Miesięczna zmiana dochodowości obligacji 10-letniej [%]



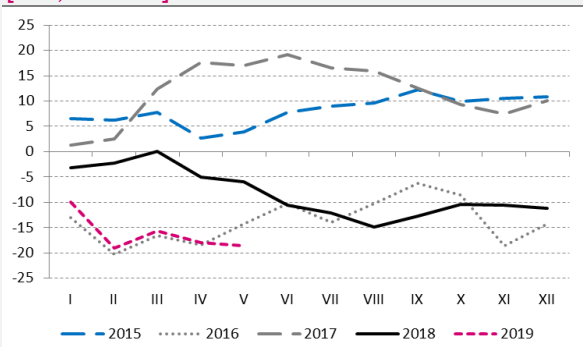
JPM Total Return Bond Index [01.2018=100]



Struktura inwestorów na rynku obligacji Skarbu Państwa



Zmiana portfela obligacji inwestorów zagranicznych [YTD, mld PLN]



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów

KRAJOWY RYNEK OBLIGACJI

Polski dług zyskiwał na wartości w drugim kwartale wykorzystując złagodzenie retoryki największych banków centralnych świata. Czynniki krajowe, które w poprzednich kwartałach decydowały o wzroście cen SPW obecnie miały negatywne przełożenie na wycenę polskiego długu. Z tego powodu krajowe obligacje radziły sobie gorzej niż papiery rynków wschodzących. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja wyceny polskiego długu. Szansą na spadek rentowności będzie uruchomienie programów skupu aktywów na świecie. Ryzykiem natomiast groźba silniejszego od oczekiwań spowolnienia krajowej koniunktury.

Dynamiczny spadek rentowności krajowego długu w 2Q...

Za nami niezwykle udany okres w notowaniach krajowego długu. Od maja rentowność krajowej 10-latki obniżyła się aż o 70 bps osiągając najniższy od czterech lat poziom 2,34%. Ostatni raz taka skala zniżki dochodowości polskiej 10-latki obserwowana była w 2015 roku podczas szczytu deflacji i spowolnienia w Polsce oraz w 2013 roku, gdy Rada Polityki Pieniężnej rozpoczynała cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Źródłem spadku dochodowości obligacji w drugim kwartale było złagodzenie retoryki największych banków centralnych na świecie pod wpływem pogarszającej się koniunktury globalnej. W reakcji dług państw *emerging markets* - jeden z beneficjentów poprzedniej rundy łagodzenia polityki pieniężnej na świecie - zyskiwał na wartości w przyspieszonym tempie. Mimo imponującego spadku dochodowości krajowy dług nie był - jak w pierwszym kwartale - liderem zmian. Polskie obligacje, które od 2018 roku pozytywnie wyróżniały się na tle rynków wschodzących oraz koszyka państw rozwijających się - co widoczne jest w JP Morgan Total Return Index - w drugim kwartale radziły sobie gorzej niż obligacje węgierskie, chińskie, malezyjskie, rosyjskie, czy południowoafrykańskie.

...mimo ograniczeń ze strony czynników krajowych.

Wytłumaczeniem słabszej postawy krajowego długu w stosunku do zachowania obligacji państw *emerging markets* mogą być czynniki krajowe. Informacje, które decydowały o wzroście cen SPW w poprzednich kwartałach tj. pozytywne niespodzianki w wykonaniu budżetu i związane z tym faktem zmniejszenie potrzeb pożyczkowych mają obecnie neutralny wpływ na wycenę polskiego długu. Co więcej źródłem wzrostu rentowności krajowych obligacji było między innymi silniejsze od oczekiwań przyspieszenie inflacji CPI. Nie ma ono jak dotąd przełożenia na Radę Polityki Pieniężnej.

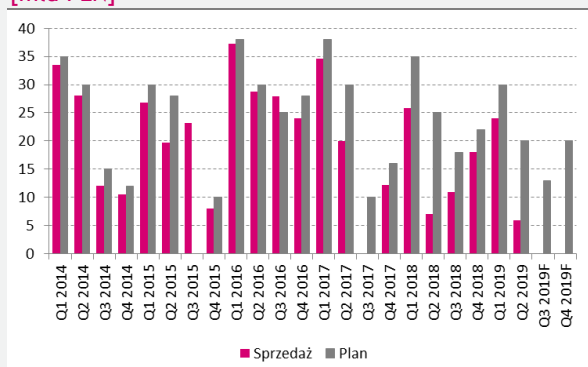
Inwestorzy zagraniczni w odwrocie

Wpływ na relatywnie mniejszy spadek dochodowości polskich obligacji względem innych rynków wschodzących mógł mieć ponadto „efekt wypychania” inwestorów zagranicznych z krajowego rynku długu. W pięć miesięcy 2019 roku portfel inwestorów zagranicznych zmniejszył się o 19 mld PLN, podczas gdy portfel krajowych banków komercyjnych wzrósł o 36 mld PLN. Zmniejszanie udziału inwestorów zagranicznych zapoczątkowała decyzja o wprowadzeniu podatku bankowego (02.2016), a obecnie uruchomienie Pracowniczych Planów Kapitałowych (od 07.2019 dla części przedsiębiorstw) oraz transfer środków z OFE do IKE (od 2020 roku). Obecnie udział inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach wynosi 25% i jest najmniejszy od grudnia 2010 roku, choć wstępne dane EPFR wskazują na napływ inwestorów zagranicznych w czerwcu.

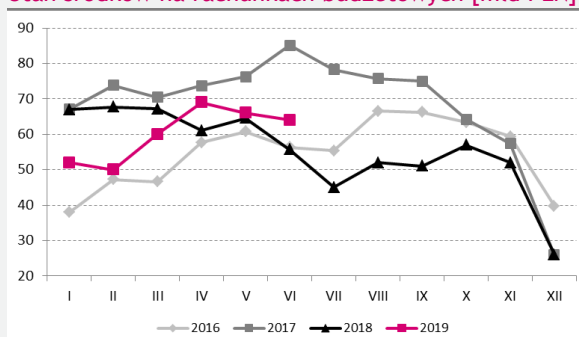
Czynniki zewnętrzne wspierają zniżkę dochodowości SPW...

Mimo wyraźnej zniżki dochodowości obligacji w pierwszym półroczu nie zakładamy korekty wzrostowej. Czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu rentowności na relatywnie niskim poziomie pozostanie łagodzenie retoryki największych banków centralnych świata (EBC i Fed) jako wstęp do możliwych obniżek stóp procentowych lub powrotu do ilościowego luzowania. O ile jednak oczekiwania na cięcia kosztu pieniądza w USA i strefie euro są już zdyskontowane i zdecydowały o spadku dochodowości w pierwszej połowie roku, o tyle ewentualne uruchomienie programu skupu aktywów już nie. Takiego scenariusza nie można wykluczyć. W

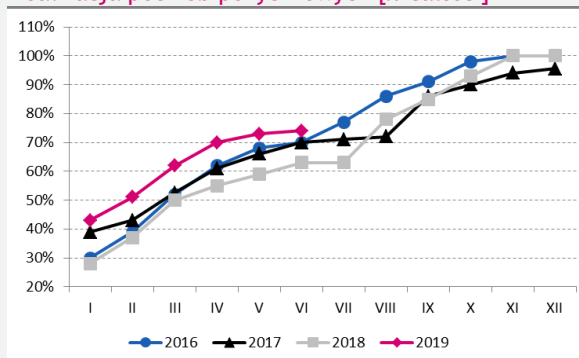
Kwartalna podaż obligacji skarbowych na tle planu [mld PLN]



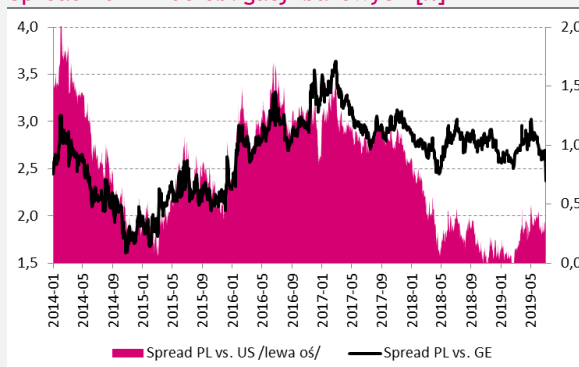
Stan środków na rachunkach budżetowych [mld PLN]



Realizacja potrzeb pożyczkowych [% całości]



Spread 10Y PL do obligacji bazowych [%]



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów

połowie czerwca M.Draghi stwierdził bowiem, iż cięcie kosztu pieniądza lub uruchomienie programu QE jest częścią arsenatu banku. Z kolei w ubiegłym miesiącu prezes Fed poinformował, że Rezerwa Federalna "zawsze" może "dostosować" politykę zarządzania bilansem banku. Według dotychczasowych zapowiedzi redukcja bilansu Fed miała zakończyć się we wrześniu. Poprzednie rundy ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej w USA przynosiły spadek dochodowości także polskiego długu. Z kolei pierwsza edycja programu QE w strefie euro (styczeń 2015) skutkowała zniżką dochodowości polskiej 10-latki do historycznego minimum na poziomie 2,0%.

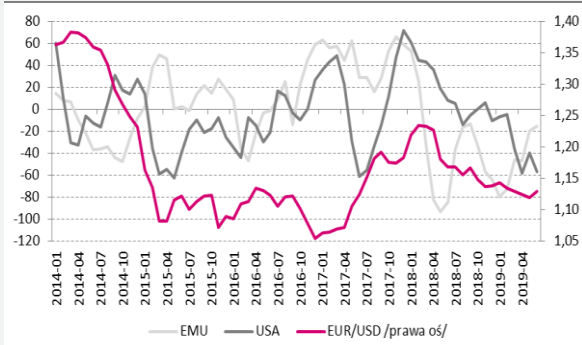
...podobnie jak uruchomienie PPK.

Mimo, iż zakładany przez nas spadek dochodowości 10-latki opierać się będzie przede wszystkim na czynnikach zewnętrznych, to dostrzegamy wśród czynników krajowych istotny aspekt sprzyjający wzrostowi cen SPW. Będzie nim uruchomienie Pracowniczych Planów Kapitałowych i transfer środków z OFE do IKE, które zapewnią dodatkowy - narastający w kolejnych latach ze względu na przyłączanie się kolejnych przedsiębiorstw - popyt na rynku dłużnym. O ile w IKE - zgodnie z przyszłorocznym limitem inwestycyjnym - aż 90% środków będzie inwestowane w akcje, o tyle w przypadku PPK - w zależności od czasu pozostałego do tzw. daty docelowej - wyniesie od 20% do 90%. Pozostałe czynniki lokalne tj. wyniki budżetu, które są zbliżone do ubiegłorocznych pozostają neutralne dla wyceny polskiego długu. Podobnie jak retoryka Rady Polityki Pieniężnej. Scenariusz polityki pieniężnej w Polsce jest jasno określony i zakłada - w ocenie prezesa NBP - stabilizację kosztu pieniądza być może nawet do końca kadencji Rady tj. 2022 roku. Zmienić tego nie powinna potencjalna decyzja EBC o obniżce stopy depozytowej, choć taki scenariusz mógłby być argumentem za dalszym zawężaniem się krajowych asset swapów.

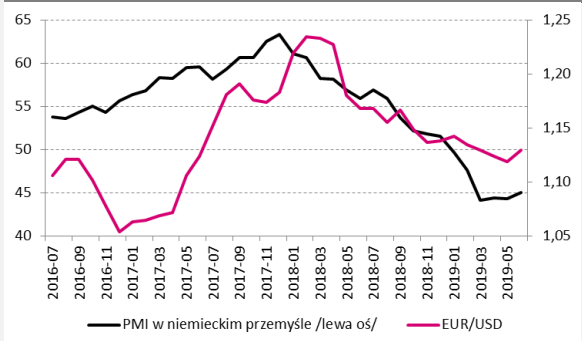
Możliwe historyczne minimum 10-latki w 2H 2019

Podsumowując uważamy, iż druga połowa roku przyniesie utrzymanie dochodowości średnio- i długoterminowego długu wokół 3-letniego minimum. Oznacza to zmianę w stosunku do naszej kwietniowej prognozy, zgodnie z którą druga połowa 2019 roku miała przynieść presję na wzrost dochodowości długiego końca krzywej. Zmianie uległo jednak nastawienie największych banków centralnych świata, co jest podstawą do weryfikacji naszej prognozy. Podobnie jak spadek presji fiskalnej. W opublikowanej w połowie kwietnia Aktualizacji Programu Konwergencji przedstawiono działania, które w krótkim terminie kompensują koszty związane z programem „Piątka PiS”. W rezultacie zmalało ryzyko napięć fiskalnych i wzrostu podaży obligacji. W skrajnie optymistycznym scenariuszu - wymagającym uruchomienia programów ilościowych na świecie - zakładamy, iż 10-letni benchmark może zniżkować w rentowności w okolice bariery 2,0% tj. historycznego minimum. Warto podkreślić jest również zachowanie krajowego długu w sytuacjach możliwego wzrostu awersji do ryzyka. Mimo, iż krajowy dług zalicza się do aktywów rynków wschodzących, to podczas tegorocznych epizodów pogorszenia sentymentu inwestycyjnego podążał on za rynkami bazowymi udowadniając odporność na zawirowania. Ze względu jednak na ograniczoną przestrzeń do spadku rentowności Bundu liczymy się z możliwością niewielkiego zawężenia spreadu pomiędzy polską, a niemiecką 10-latką. Spadkowi premii za ryzyko sprzyjać będą ponadto bardziej korzystne perspektywy polskiej niż niemieckiej gospodarki. W rezultacie spodziewamy się zniżki wspomnianego spreadu do poziomu 250 bps tj. tegorocznego minimum. Ryzykiem dla naszego scenariusza spadku dochodowości 10-letniego długu Polski pozostaje groźba silniejszego od oczekiwań pogorszenia koniunktury w krajowej gospodarce oraz przyspieszenie pod koniec roku inflacji CPI. Tym samym polski dług straciłby podstawę swojego sukcesu z poprzednich miesięcy i tarczę chroniącą przed epizodami wzrostu awersji do ryzyka. Ryzykiem pozostaje ponadto możliwość mniej łagodnych od rynkowych oczekiwań działań banków centralnych.

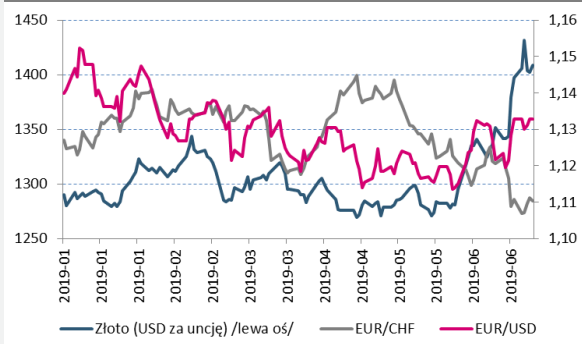
Indeks zaskoczeń ekonomicznych oraz kurs EUR/USD



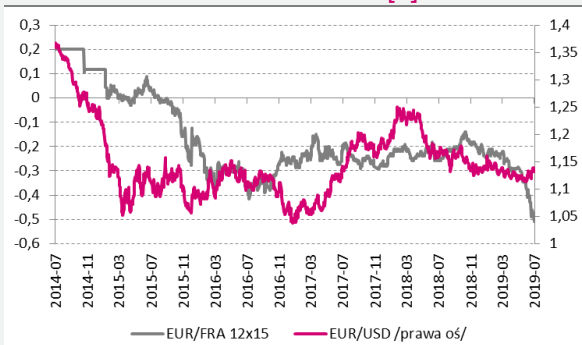
Kurs EUR/USD na tle indeksu PMI dla niemieckiego przemysłu [pkt.]



Awersja do ryzyka wspiera aktywa safe-haven



Notowania kontraktów FRA w euro [%] i EUR/USD



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream

RYNEK EURODOLARA

Pod koniec półrocza dolar zaczął tracić na wartości z uwagi na rynkowe oczekiwania zmniejszenia dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a strefą euro. Rynkowy scenariusz jest jednak w naszej ocenie zbyt agresywny, co wkrótce powinno być źródłem umocnienia dolara. Weryfikatorem rynkowych oczekiwań będzie lipcowe posiedzenie Fed. W drugim półroczu wiele zależeć będzie natomiast od przebiegu rozmów handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a Chinami. Uspokojenie sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie powinno natomiast sprzyjać przecenieniu szwajcarskiego franka.

Eurodolar pod wpływem polityki pieniężnej Fed i EBC

Przez większość drugiego kwartału eurodolar kontynuował - zapoczątkowany w styczniu - ruch w ramach kanału spadkowego. Notowania EUR/USD obniżyły się do poziomu 1,11 tj. 2-letniego minimum. Źródłem umocnienia dolara był między innymi wzrost awersji do ryzyka związany z obawami towarzyszącymi brexitowi. Sytuacja zmieniła się z końcem maja, gdy załamaniu uległy negocjacje handlowe pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a Chinami. Od tego momentu rynek w przyspieszonym tempie zaczął dyskontować możliwość złagodzenia polityki pieniężnej na świecie. Takim oczekiwaniom sprzyjała retoryka czerwcowych posiedzeń Europejskiego Banku Centralnego oraz amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Mimo, iż stopy procentowe w strefie euro zostały utrzymane, to prezes M.Draghi poinformował, iż niektórzy członkowie Rady Prezesów EBC rozważali możliwość obniżenia kosztu pieniądza i uruchomienia programu skupu aktywów. W przypadku Fed większość członków zakłada cięcie stóp procentowych w przyszłym roku, jednak konsensus stabilizacji kosztu pieniądza w 2019 roku zbudowany jest przewagą zaledwie jednego głosu. W rezultacie kurs EUR/USD zakończył półrocze na poziomie 1,1360 tj. najwyższym od trzech miesięcy.

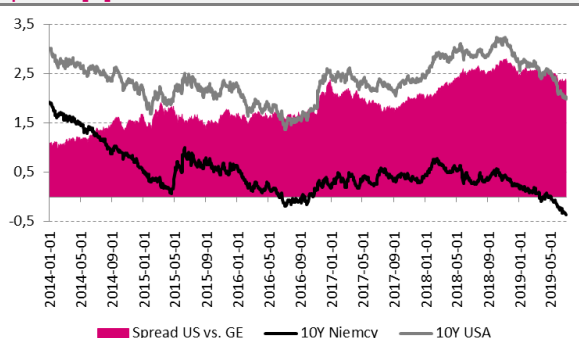
Przewaga pozytywnych czynników w wycenie franka

Złagodzenie narracji Fed sprawiło, iż inwestorzy w mniejszym stopniu traktowali amerykańską walutę jako aktywo safe-haven. Rolę tzw. bezpiecznej przystani w większym niż dotychczas stopniu zaczął natomiast pełnić szwajcarski frank - obok japońskiego jena, złota, czy niemieckiego długu. W rezultacie kurs EUR/CHF obniżył się do 2-letniego minimum. Wycenie szwajcarskiego franka sprzyjało ponadto napięcie na Bliskim Wschodzie oraz wydarzenia krajowe. W czerwcu bank centralny Szwajcarii podwyższył prognozy inflacji na 2019 i 2020 rok, a rząd Szwajcarii przedstawił plan przyszłorocznego budżetu, w którym, mimo reformy podatkowej i emerytalnej, zakładana jest nadwyżka. Bilans szans i zagrożeń dla franka uznajemy zatem za asymetryczny z przewagą pozytywnych dla szwajcarskiej waluty informacji. Zakładamy, iż powrót do negocjacji handlowych, czy uspokojenie wokół Iranu zmniejszy zainteresowanie frankiem, a kurs EUR/CHF powróci - w takim scenariuszu - do poziomu 1,12.

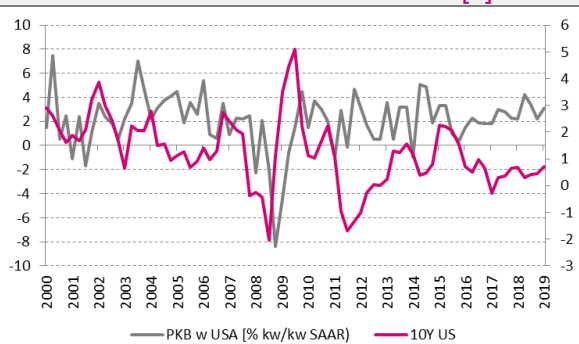
Mniejsza skala cięć stóp proc. w USA źródłem siły USD

Kwestią kluczową dla perspektyw eurodolara pozostaje natomiast dysproporcja pomiędzy rynkowymi oczekiwaniami, co do kierunku polityki pieniężnej w USA, a wspomnianymi wcześniej prognozami przedstawicieli Fed. Nie znajdujemy obecnie uzasadnienia dla rynkowego konsensusu zakładającego cztery obniżki stóp procentowych w półtorarocznej perspektywie. Tak agresywny scenariusz mógłby się pojawić z chwilą eskalacji wojen handlowych, czy zaistnienia niekorzystnych tendencji na amerykańskim rynku pracy, co obecnie nie jest naszym scenariuszem bazowym. Liczymy zatem, iż pod wpływem między innymi powrotu amerykańsko-chińskich rozmów handlowych rynek ostudzi oczekiwania co do skali obniżek kosztu pieniądza. To oznaczałoby korektę wzrostowego trendu eurodolara i możliwy powrót kursu EUR/USD do tegorocznego minimum na poziomie 1,11. W szczególności, iż taki scenariusz wspiera łagodna narracja przedstawicieli EBC oraz mniej korzystne w stosunku do USA perspektywy gospodarcze w strefie euro.

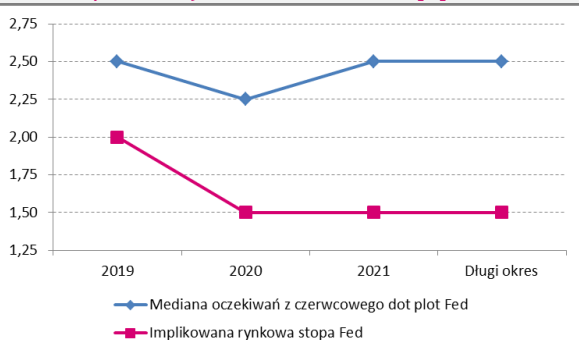
Rentowność 10-letniej obligacji USA i Niemiec oraz spread [%]



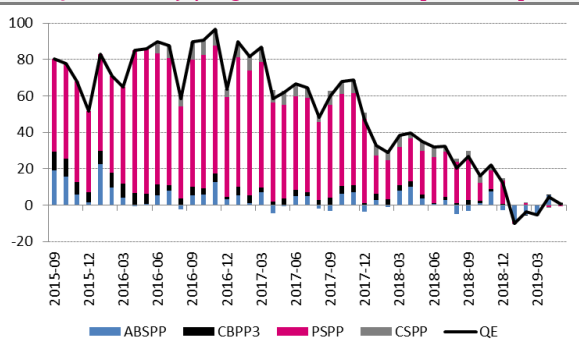
PKB w USA i realna rentowność Treasuries [%]



Fed dot-plot vs. rynkowe oczekiwania [%]



Miesięczne limity programu QE w EMU [mld EUR]



Źródło: Fed, Macrobond

RYNEK OBLIGACJI BAZOWYCH

Złagodzenie narracji EBC i Fed, będące wynikiem załamania negocjacji handlowych, obok wzrostu awersji do ryzyka wywołały zniżkę rentowności obligacji Niemiec i USA w drugim kwartale. O ile prawdopodobny brak zmian stóp w Eurolandzie wspierać będzie stabilizację wyceny Bunda, to mniejsza skala obniżek kosztu pieniądza w USA może skutkować niewielkim wzrostem rentowności amerykańskiej 10-latki.

Historyczne minimum dochodowości Bunda w 2Q

Drugi kwartał na rynku obligacji bazowych przyniósł pogłębienie tendencji z początku roku. Dochodowość niemieckiego długu zniżkowała w ślad za dalszym złagodzeniem polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego tj. wydłużeniem co najmniej do połowy 2020 roku oczekiwanego przez Bank horyzontu stabilnych stóp procentowych. Wyznaczeniu historycznego minimum rentowności Bunda sprzyjał także wzrost awersji do ryzyka wywołanym napięciem wokół Iranu. W rezultacie rentowność 10-latki niemieckiej zakończyła półrocze na poziomie -0,32%. Nieoczekiwane załamanie się negocjacji handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a Chinami było natomiast paliwem do gwałtownej zniżki dochodowości obligacji amerykańskich. Brak porozumienia skutkowało bowiem przyspieszonym dyskontowaniem obniżek stóp procentowych w USA. Warto przy tym podkreślić zmianę narracji Fed. Mimo, iż w marcu Rezerwa Federalna ogłosiła zakończenie redukcji sumy bilansowej banku z końcem września tego roku, to trzy miesiące później prezes J.Powell poinformował, że Fed "zawsze" może "dostosować" politykę zarządzania bilansem banku. W reakcji dochodowość 10-latki amerykańskiej obniżyła się do 2,0%, czyli minimum z końca 2016 roku. W drugim kwartale pogłębieniu uległo odwrócenie amerykańskiej krzywej. Przejściowo różnica pomiędzy dochodowością 10-letniej obligacji USA, a 3-miesięcznego bonu skarbowego wyniosła -0,26%.

Przyspieszone dyskontowanie cięć stóp procentowych w USA

Oczekiwania rynkowe dotyczące obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych uznajemy za nadmierne nawet w obliczu uporczywie niskiej inflacji, czy groźby spowolnienia wzrostu gospodarczego w USA. Z tego powodu - o ile nie dojdzie do eskalacji wojen handlowych lub pogorszenia sytuacji na amerykańskim rynku pracy - liczymy się z możliwością korekty w spadkowym trendzie dochodowości Treasuries. W takim przypadku rentowność 10-latki USA powinna kierować się w stronę poziomu 2,20%. Weryfikatorem scenariusza rynkowego będą sygnały związane z amerykańsko-chińskimi negocjacjami handlowymi oraz publikowany w lipcu zestaw danych dopełniający obraz koniunktury w USA w drugim kwartale tego roku. Wspomniane informacje pozwolą ocenić słuszność rynkowych oczekiwań, zakładających obniżkę stóp procentowych w USA już w lipcu (posiedzenie 30-31.07). Obecnie rynek przypisuje 100% prawdopodobieństwa cięciu o 25 bps kosztu pieniądza w tym miesiącu i aż 38% prawdopodobieństwa obniżki o 50 bps. Tymczasem nawet J.Bullard - największy gołąb w szeregach Fed - przestrzegał przed tak agresywnymi oczekiwaniami. Jesteśmy zdania, iż Fed - warunkując swoje przyszłe decyzje od napływających danych - zechce „kupić czas”, by lepiej ocenić sytuację gospodarczą w USA, która, jak w przypadku tamtejszego przemysłu, w dużym stopniu determinowana jest przez konflikt handlowy.

Stabilizacja rentowości Bunda na historycznym minimum

W przypadku niemieckiego długu nasze oczekiwania zakładają koncentrację dochodowości 10-latki wokół historycznego minimum tj. poziomu -0,33%. Zdecydują o tym oczekiwania na złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro - wsparte wypowiedziami prezesa EBC - oraz utrzymanie awersji do ryzyka związane zarówno z brexitem, jak i napiętymi amerykańsko-irańskimi relacjami. Wzrost apetytu na ryzyko wynikający z możliwego wygaszenia wojen handlowych, czy uspokojenia kwestii geopolitycznych będzie sytuacją, w której dochodowość Bunda kierować się będzie w stronę poziomu -0,2% jednak kwestia polityki pieniężnej i spekulacje na temat uruchomienia programu QE w strefie euro nie pozwolą na silniejszą korektę.

PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE • Gospodarka polska

DANE	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020
PKB (% r/r)	5.2	5.3	5.2	4.9	4.7	4.5	4.6	4.4	4.8	5.1	4.6	3.7
Spożycie indywidualne (% r/r)	4.6	4.8	4.4	4.2	3.9	4.3	4.4	4.6	4.9	4.4	4.3	3.9
Inwestycje (% r/r)	9.6	6.0	11.3	8.2	12.6	10.4	6.7	7.1	4.0	8.7	8.6	3.8
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-1.0	0.6	-0.6	0.3	0.7	-0.2	-0.3	-0.4	0.3	-0.2	-0.1	-0.2
Inflacja CPI (% r/r)	1.5	1.7	2.0	1.4	1.2	2.4	2.3	2.6	2.0	1.6	2.1	2.8
Inflacja bazowa (% r/r)	0.8	0.6	0.8	0.7	1.1	1.8	2.0	2.3	0.7	0.7	1.8	2.6
Wynagrodzenia w gosp. narodowej (% r/r)	6.2	7.1	7.6	7.7	7.1	6.9	7.0	7.2	5.5	7.3	7.0	6.8
Pracujący wg BAEL (% r/r)	0.4	0.4	0.6	0.0	-0.4	-0.7	-0.5	0.0	1.4	0.4	-0.4	-0.2
Stopa aktywności zawodowej (% k.o.)	56.0	56.5	56.8	56.1	55.9	56.3	56.6	56.4	56.2	56.1	56.3	56.6
Stopa bezrobocia wg BAEL (% k.o.)	4.2	3.6	3.8	3.8	3.9	3.4	3.4	3.5	4.5	3.8	3.5	3.4
Stopa bezrobocia rejestrowanego (% k.o.)	6.6	5.8	5.7	5.8	5.9	5.3	5.3	5.5	6.6	5.8	5.5	5.4
Rachunek obrotów bieżących (% PKB k.o.)	-0.2	-0.1	-0.6	-0.6	-0.3	-0.2	0.0	-0.4	0.2	-0.6	-0.4	-0.9
Wynik sektora finansów pub. (% PKB k.o.)	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.5	-0.4	-1.8	-0.6
Dług sektora finansów pub. (% PKB k.o.)	-	-	-	-	-	-	-	-	50.6	48.9	48.4	47.5
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	1.60	1.63	1.65	1.71	1.34	1.65	1.65
Obligacje skarbowe 5L (% k.o.)	2.35	2.56	2.57	2.29	2.21	1.97	2.00	2.10	2.65	2.29	2.10	2.50
Obligacje skarbowe 10L (% k.o.)	3.19	3.23	3.27	2.81	2.73	2.41	2.35	2.50	3.30	2.81	2.50	3.00
EUR/PLN (k.o.)	4.21	4.36	4.27	4.30	4.30	4.25	4.23	4.20	4.17	4.30	4.20	4.25
USD/PLN (k.o.)	3.41	3.74	3.68	3.76	3.84	3.73	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	3.83	3.80	3.75	3.57	3.82	3.75	3.75

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	2.2	3.1	1.7	2.0	1.9	2.2	2.9	2.5	1.8
PKB w strefie euro* (% r/r, SA)	2.5	2.2	1.7	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3	2.4	1.9	1.2	1.3
Inflacja CPI w USA* (% r/r)	2.2	2.7	2.6	2.2	1.7	1.9	1.9	2.1	2.1	2.5	1.9	2.1
Inflacja HICP w strefie euro* (% r/r)	1.3	1.7	2.1	1.9	1.4	1.4	1.2	1.3	1.5	1.8	1.3	1.4
Stopa funduszy Fed* (%)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.25	2.00	1.50	2.50	2.00	2.00
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	2.32	2.30	2.40	1.70	2.81	2.40	2.40
EURIBOR 3M (%)	-0.37	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.36	-0.38	-0.33
LIBOR 3M CHF (%)	-0.74	-0.73	-0.74	-0.71	-0.71	-0.73	-0.73	-0.73	-0.75	-0.71	-0.73	-0.70
Obligacje skarbowe 10L - USA (% k.o.)	2.74	2.85	3.05	2.69	2.41	2.00	2.15	2.25	2.41	2.69	2.25	2.50
Obligacje skarbowe 10L - Niemcy (% k.o.)	0.49	0.28	0.47	0.24	-0.07	-0.32	-0.30	-0.35	0.43	0.24	-0.35	0.00
EUR/USD (k.o.)	1.23	1.17	1.16	1.14	1.12	1.14	1.13	1.12	1.20	1.14	1.12	1.15

k.o. - koniec okresu

* Bloomberg konsensus

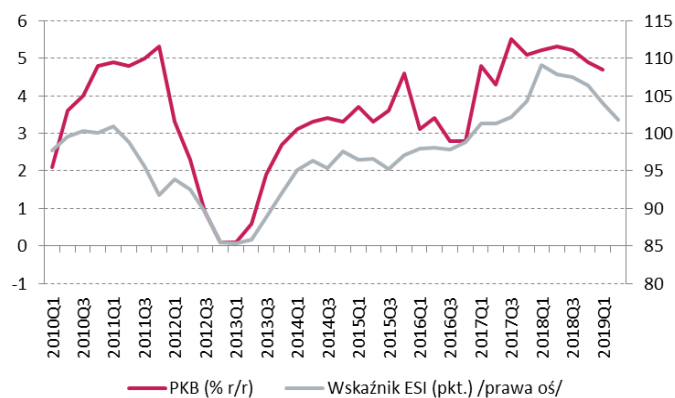
Źródło: Bloomberg, Macrobond, Thomson Reuters, Bank Millennium

PRZEGLĄD DANYCH

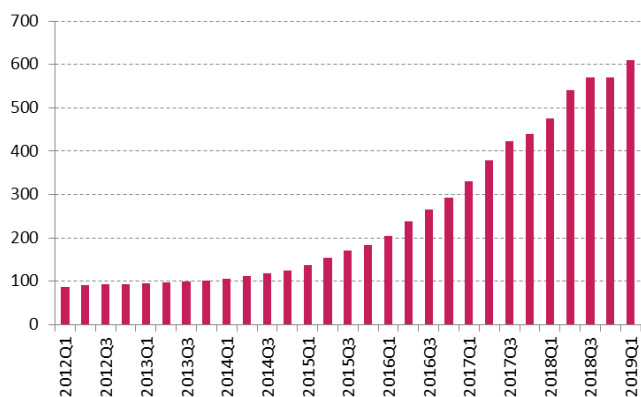
Obroty w handlu towarami na świecie [% r/r]



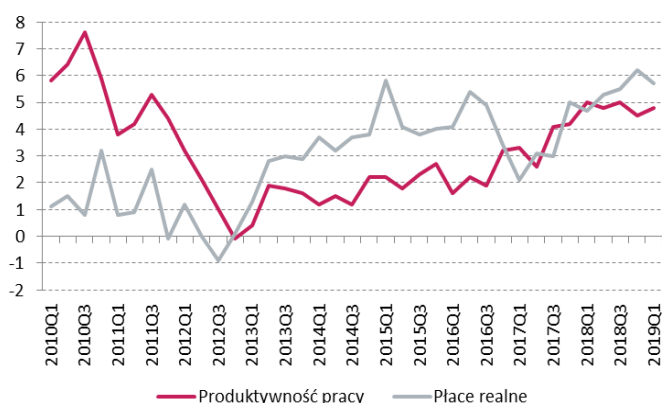
Wzrost PKB i wskaźnik koniunktury ESI dla Polski



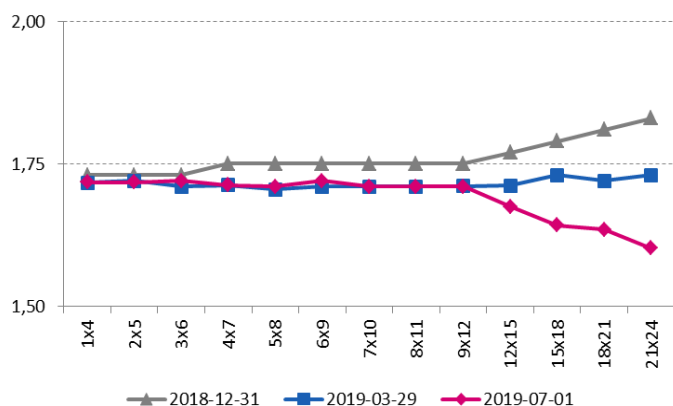
Liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS [tys.]



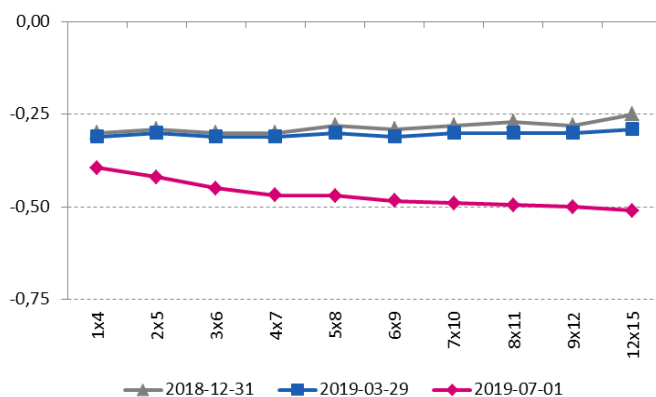
Wzrost produktywności pracy i płacy realnej w Polsce [% r/r]



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.