

Makro i rynek

raport kwartalny

styczeń-marzec 2020

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 FINANSOWE

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

PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE

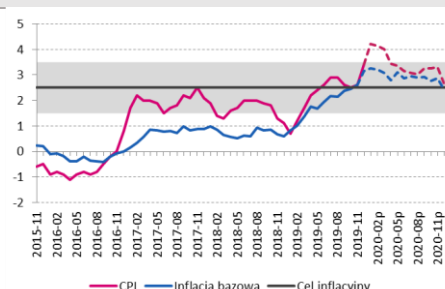
Gospodarka polska	15
Gospodarka globalna	16

PRZEGLĄD DANYCH

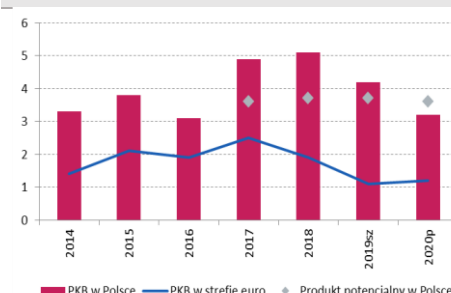
PODSUMOWANIE

- Rok 2019 był okresem spowolnienia wzrostu na świecie. Przyczynił się do tego spadek aktywności w handlu międzynarodowym w następstwie wojen handlowych oraz niepewności związanej z sytuacją gospodarczo-polityczną. W środowisku spowalniającego wzrostu i słabnącej inflacji główne banki centralne łagodziły politykę monetarną. W 2020 r. koniunktura na świecie najpewniej nie ulegnie znaczącej poprawie, gdyż czynniki hamujące wzrost w 2019 r. nie powinny ustąpić. W konsekwencji rok ten najprawdopodobniej upłynie pod znakiem łagodnej i stabilnej polityki monetarnej najważniejszych banków centralnych.
- Rok 2019 w polskiej gospodarce zamknął się znacznie lepszym wynikiem niż oczekiwania z początku roku. Impuls fiskalny i wzrost dochodów napędzały konsumpcję prywatną, a nakłady sektora publicznego napędzały inwestycje w środki trwałe. W II poł ub. roku te motory wzrostu zaczęły stopniowo słabnąć. Wzrost gospodarczy zaczął wyhamowywać i w naszej ocenie w 2020 r. wyniesie 3,2% wobec szacowanego 4,2% w roku 2019. Na wynikach gospodarki ciężać będzie cykliczne spowolnienie inwestycji, wzmocnione wygasającą absorpcją środków unijnych. Głównym filarem gospodarki pozostanie konsumpcja prywatna, choć rosnąca inflacja, która w 1Q br. przekroczy 4% r/r, będzie ograniczała wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych. Nawet w scenariuszu spowolnienia wzrost gospodarczy w Polsce będzie zbliżony do tempa wzrostu produktu potencjalnego, a jednocześnie będzie wyraźnie przewyższał wynik Unii Europejskiej.
- Rada Polityki Pieniężnej konsekwentnie utrzymywała stabilne stopy procentowe w 2019 r. i strategia ta powinna być kontynuowana także w 2020 r., choć Rada będzie funkcjonowała w dużo mniej komfortowym środowisku niż w ub. roku - przy wyraźnie wyższej inflacji oraz hamującym wzroście PKB w Polsce. Informacje po pierwszym w tym roku posiedzeniu wpisują się w te oczekiwania, pomimo że dane o inflacji CPI sygnalizują przekroczenie górnego ograniczenia odchylenia inflacji od celu w 1Q br. W ocenie części członków Rady standardowe narzędzia polityki pieniężnej będą miały bardzo ograniczony wpływ na inflację CPI, gdyż ta napędzana jest obecnie przez ceny administrowane, a także przez inflację cen żywności związaną z czynnikami podażowymi.
- W 2020 roku kwestia protekcjonizmu, wyniki światowej gospodarki, a także napięcia natury geopolitycznej będą głównymi czynnikami kształtującymi sentyment inwestycyjny. Z tego powodu zainteresowaniem cieszyć się będą tzw. bardziej bezpieczne aktywa, jak obligacje państw bazowych, czy wybrane waluty (dolar, frank, jen). W przypadku krajowego rynku w 2020 roku zakładamy relatywną stabilizację kursu EUR/PLN. W naszej ocenie przez większość roku będzie się on zawierał w przedziale 4,20-4,40 przy czym - zakładając brak eskalacji wojen handlowych na świecie i uporządkowany brexit - czynniki zewnętrzne powinny sprzyjać umocnieniu polskiej waluty, a źródłem przeceny będą ryzyka lokalne. Na krajowym rynku długu spodziewamy się wystromienia krzywej dochodowości. Źródłem wzrostu rentowności 10-latk będzie napięcia fiskalne, podczas gdy krótki koniec będzie wspierany przez stabilizację stóp procentowych przez RPP, a także zwiększającą się nadpłynność sektora bankowego, choć początek roku z uwagi na przyspieszenie inflacji wpłynie na czasową wyższkę dochodowości.

Inflacja w Polsce [% r/r]

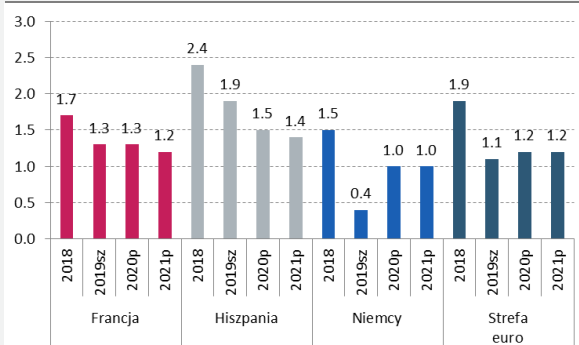


PKB w Polsce i strefie euro [% r/r]

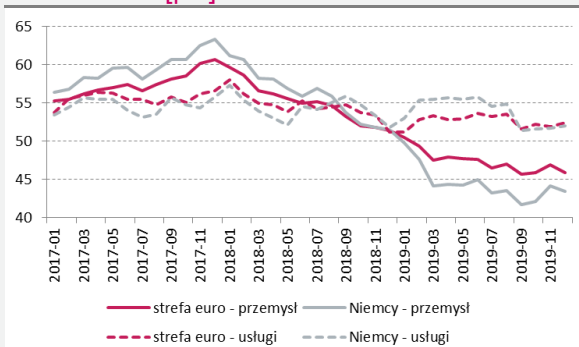


Źródło: Bank Millennium, Komisja Europejska, Macrobond, NBP

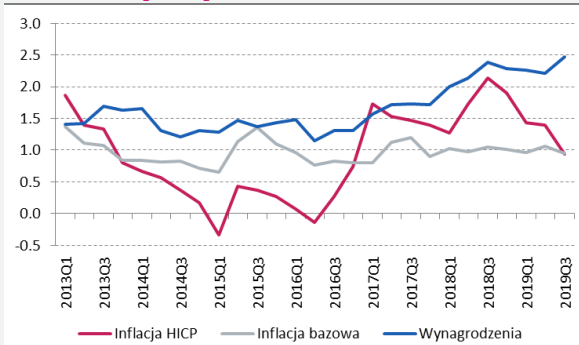
Wzrost gospodarczy i prognozy KE [%]



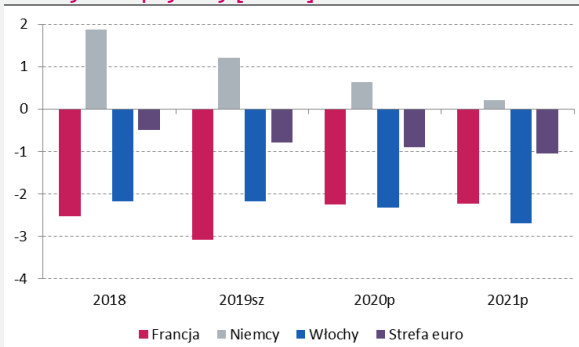
Wskaźniki PMI [pkt]



Inflacja HICP, bazowa i przeciętne wynagrodzenie w strefie euro [% r/r]



Wynik sektora finansów publicznych i prognozy Komisji Europejskiej [% PKB]



sz - szacunek, p - prognoza

Źródło: Komisja Europejska, Macrobond

OTOCZENIE GLOBALNE • Strefa euro

W 2019 r. wzrost gospodarczy w strefie euro był najwolniejszy od 2013 r. Słaba aktywność gospodarcza wraz ze spadającą inflacją skłoniły Europejski Bank Centralny do łagodzenia polityki pieniężnej. Prognozy na przyszłość nie napawają optymizmem, co utwierdza oczekiwania ultra-łagodnej polityki pieniężnej w Eurolandzie w 2020 r.

W 2019 r. wzrost PKB strefy euro był najwolniejszy od 2013r.

Według szacunków Komisji Europejskiej wzrost gospodarczy w strefie euro spowolnił w 2019 r. do 1,2%, tj. był najwolniejszy od kryzysu zadłużeniowego w latach 2012-2013. Spowolnienie dotknęło niemal wszystkie kraje tej grupy, choć miało ono różną skalę. Niemcy praktycznie znalazły się w 2Q i w 3Q w stagnacji, do czego przyczyniło się spowolnienie globalnej wymiany handlowej w wyniku wojen celnych oraz niepewność co do sytuacji polityczno-gospodarczej. W szczególności mocno ucierpiały niemiecki sektor wytwórczy, w którym znaczący udział posiada przemysł motoryzacyjny. Jego kłopoty, oprócz niższego popytu z zagranicy (w tym zwłaszcza Chin), wynikają także z czynników wewnętrznych - słabszej sprzedaży w strefie euro, a także zmian strukturalnych dotyczących spadającej popularności silników diesla.

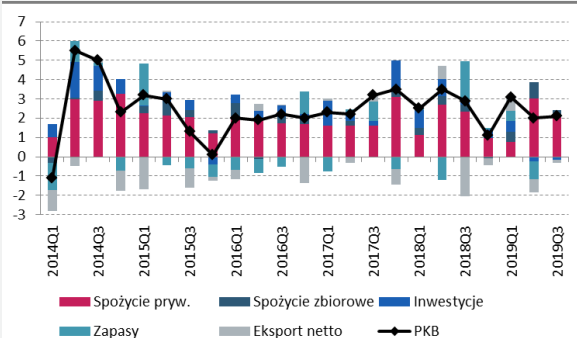
...a Europejski Bank Centralny łagodził politykę pieniężną...

Wyraźnie słabnący wzrost gospodarczy, recesja w przemyśle i inflacja oddalająca się w dół od celu EBC (blisko, ale poniżej 2,0% r/r), a także niepewność związana z koniunkturą globalną, wpłynęły na złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro. We wrześniu obniżono stopę depozytową do -0,5% z -0,4%. Ponadto od listopada wznowiono program skupu aktywów (*quantitative easing*) w skali 20 mld EUR miesięcznie, która jest znacznie mniejsza niż w poprzedniej rundzie. W przekroju ub. roku Rada Prezesów EBC systematycznie wydłużała *forward guidance* dotyczący stabilnych lub niższych stóp EBC. Obecnie bankierzy nie określają, do kiedy ultra-akomodacyjne działania będą kontynuowane, warunkując ich koniec perspektywami powrotu inflacji do celu.

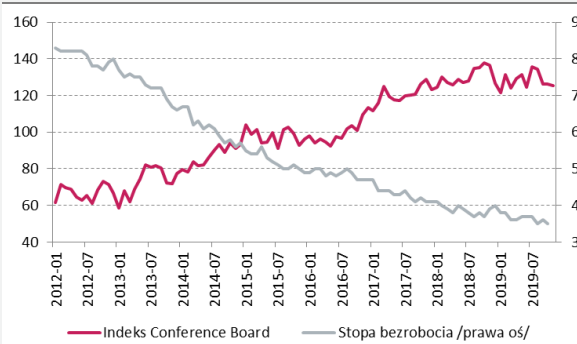
...której wpływ na koniunkturę w 2020 r. nie będzie znaczny.

Oczekiwania co do aktywności gospodarczej w Eurolandzie w 2020 r. nie przedstawiają się optymistycznie. Sądzymy, że część czynników hamujących wzrost PKB w ub. roku będzie się nadal utrzymywała. Osiągnięcie „pierwszej fazy” porozumienia handlowego między USA, a Chinami powinno zmniejszyć niepewność dotyczącą globalnego handlu, co jednak najpewniej nie przełoży się na wyraźnie szybszy wzrost globalnej wymiany handlowej. Ponadto nadal utrzymuje się ryzyko związane bezpośrednio z polityką celną między USA a Unią Europejską. Co prawda w ub. roku USA wycofały się z zapowiadanych tariff na import aut z UE, a wprowadzone w październiku cła m.in. na samoloty i część produktów rolnych zostały zaakceptowane przez Światową Organizację Handlu (WTO) jako rekompensata za nielegalne dotowanie europejskiego Airbusa, to w okresie przedwyborczym, po pewnym załagodzeniu działań przeciw Chinom, amerykańska administracja może jednak zdecydować się na otwarcie nowego frontu wojny handlowej. Co więcej, poprawie aktywności nie będzie sprzyjać sytuacja w Wielkiej Brytanii. Według umowy między tym krajem a UE, po planowanym na 31 stycznia br. brexicie, okres przejściowy braku cel obowiązywać ma tylko do końca tego roku. Powyższe czynniki ograniczać będą zwłaszcza inwestycje i eksport, a głównym motorem wzrostu powinna pozostać konsumpcja gospodarstw domowych. Bariery dla wzrostu nie będą stanowić koszty finansowania - stopy procentowe EBC najprawdopodobniej pozostaną na obecnych poziomach przez dłuższy czas i utrzymany zostanie program luzowania ilościowego. Nie sądzymy jednak, aby działania te były skuteczne we wsparciu wzrostu PKB i inflacji, gdyż głównym problemem pozostaje słabe zapotrzebowanie na kapitał. Z tego względu słuszne są słowa nowej prezes EBC Ch. Lagarde, która powiedziała, że większy nacisk dla wsparcia aktywności gospodarczej w Eurolandzie powinien być położony na politykę fiskalną. Działania te nie będą istotnie zagrażać stabilności makroekonomicznej, gdyż sytuacja fiskalna strefy euro jest historycznie bardzo dobra, zwłaszcza w Niemczech, gdzie utrzymuje się nadeżyka sektora finansów publicznych.

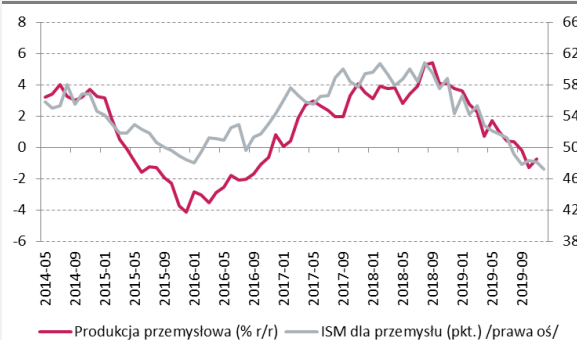
Wzrost PKB w USA - dekompozycja [pkt proc.]



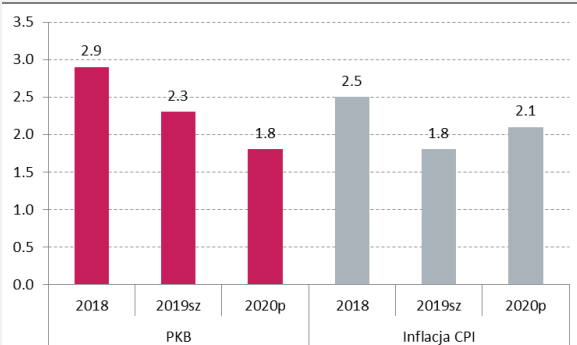
Indeks nastrojów konsumenckich w USA [pkt] i stopa bezrobocia [%]



Dane dla amerykańskiego przemysłu



Wzrost PKB i inflacja CPI w USA[%]



sz - szacunek, p - prognoza (Bloomberg)
Źródło: Bloomberg, Macrobond

OTOCZENIE GLOBALNE • Stany Zjednoczone

W 2019 r. wzrost gospodarczy w USA był wolniejszy niż przed rokiem. Materializowały się bowiem czynniki ryzyka związane z wojną celną z Chinami, co szczególnie widoczne było w przemyśle. Wzrost konsumpcji przeciwdziałał jednak mocnemu hamowaniu gospodarki. W warunkach niepewności co do aktywności na świecie Fed zdecydował się na trzy obniżki stóp procentowych. W 2020 r. dynamika PKB powinna być nieznacznie niższa niż w ub. roku, co wpływa na oczekiwania stabilnych stóp Fed w nadchodzących kwartałach.

W 2019 r. wzrost gospodarczy i inflacja w USA spowolniły...

Według szacunków Rezerwy Federalnej wzrost gospodarczy w 2019 r. spowolnił do 2,2% z 2,9% przed rokiem, a więc był nieznacznie niższy od mediany prognoz formułowanych na początku ub. roku wynoszącej ok. 2,4%. Spowolnienie wzrostu wynikało z wygaśnięcia pozytywnych skutków luźniejszej polityki fiskalnej i przede wszystkim z wojny celnej z Chinami. Przyczyniła się ona do wyhamowania międzynarodowej wymiany handlowej oraz do wzrostu niepewności pogarszającej globalny sentyment gospodarczy. Czynnikiem ten miał największy wpływ na amerykański sektor przemysłowy, który w ostatnich miesiącach znalazł się w recesji. Mocniejszemu hamowaniu gospodarki USA przeciwdziałał solidny wzrost konsumpcji gospodarstw domowych, wspierany korzystną sytuacją na rynku pracy, zwłaszcza w usługach. W okresie styczeń-listopad 2019 r. liczba etatów wzrosła o blisko 2 mln wobec 2,5 mln w analogicznym okresie 2018 r., co biorąc pod uwagę stopę bezrobocia na wieloletnich minimach jest zaskakująco dobrym rezultatem. Jednocześnie wzrost płac w 2019 r. był zbliżony do odnotowanego w roku poprzedzającym. Słabnący wzrost gospodarczy zepchnął inflację obliczaną jako deflator konsumpcji prywatnej do 1,4% r/r w 3Q 2019 ze zgodnego z celem 1,9% r/r w 4Q 2018.

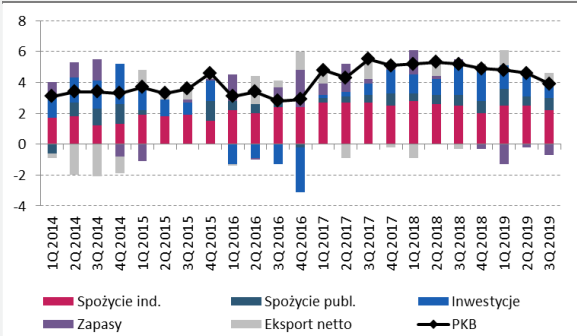
...a Fed złagodził politykę pieniężną.

Jeszcze w grudniu 2018 r., gdy Fed ostatni raz podwyższył stopy procentowe wykres *dot-plot* wskazywał na dodatkowe dwie podwyżki stóp procentowych w 2019 r. Fed jednak bardzo szybko złagodził swoją retorykę - w styczniu 2019 skasował oczekiwania na wzrost kosztu pieniądza, a następnie rozpoczął pod koniec lipca serię trzech obniżek stóp łącznie o 75 bps kończąc dwa miesiące wcześniej niż zapowiadano program redukcji sumy bilansowej. Decyzje te uzasadniano koniecznością zabezpieczenia amerykańskiej gospodarki przed negatywnymi czynnikami ryzyka. W grudniu 2019 Fed utrzymał natomiast stopy procentowe jednocześnie wykreślając z komunikatu sformułowanie o niepewności dotyczącej wzrostu gospodarczego w USA. Obecnie Fed twierdzi, że polityka pieniężna w USA jest „w dobrym miejscu”, a oczekiwania bankierów centralnych wskazują na brak korekt w poziomach stóp procentowych w USA w 2020 r.

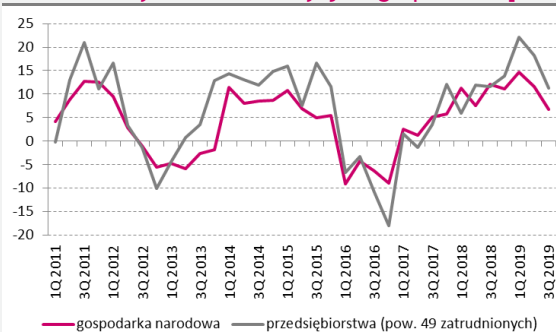
Wzrost PKB w 2020r. najpewniej dalej nieco spowolni

Według National Bureau of Economic Research na początku 2020 r. gospodarka amerykańska kontynuuje najdłuższą w historii, trwającą od 10 lat, ekspansję. Wydaje się, że po osiągnięciu „pierwszej fazy” porozumienia handlowego między USA a Chinami najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest dalsze niewielkie hamowanie aktywności gospodarczej w USA wraz z nieco słabszym niż w ub. roku wzrostem konsumpcji gospodarstw domowych, co jest związane z ograniczeniami podażowymi na rynku pracy USA utrudniającymi przyrost zatrudnienia. Wzrost wynagrodzeń powinien natomiast pozostawać zbliżony do odnotowanego w ub. roku, podobnie jak stopa bezrobocia. Jednocześnie słaba koniunktura w globalnym handlu nie pozwoli na wyraźną poprawę eksportu i inwestycji przedsiębiorstw. W warunkach powolnego hamowania wzrostu PKB bank centralny najprawdopodobniej będzie realizował bieżące oczekiwania członków Fed dotyczące stabilnych stóp procentowych w USA w 2020 r. Rynki finansowe wyceniają natomiast jedną obniżkę o 25 bps w tym roku. Oczekiwania dotyczące gospodarki USA obciążone są jednak wysoką niepewnością, wynikającą z polityki handlowej zarówno z Chinami jak i Unią Europejską, a także napięć politycznych pomiędzy USA a Iranem.

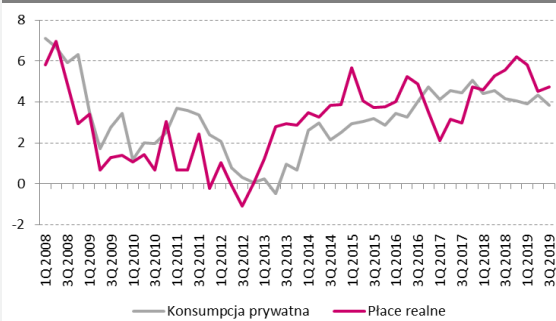
Struktura wzrostu PKB w Polsce [pkt proc.]



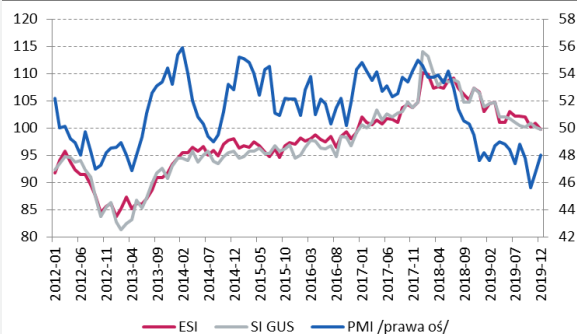
Nominalna dynamika inwestycji w gospodarce [% r/r]



Konsumpcja i realna dynamika płac [% r/r]



Wskaźniki koniunktury [pkt]



Źródło: GUS, Macrobond

GOSPODARKA KRAJOWA • Gospodarka realna

Po przyspieszeniu w pierwszej połowie 2019 r., wzrost gospodarczy w Polsce zaczął wyhamowywać. Słabnąć zaczęły bowiem dotychczasowe filary wzrostu, w szczególności inwestycje w środki trwałe. To właśnie ten element będzie w głównej mierze odpowiadał za dalsze wyhamowanie dynamiki wzrostu w Polsce w 2020 r.

W II połowie 2019 gospodarka zaczęła hamować

Rok 2019 w polskiej gospodarce miał dwie odsłony. W pierwszej połowie seria lepszych od oczekiwań danych budowała optymizm oraz wiarę w odporność polskiej gospodarki na globalne spowolnienie. Wyraźnemu spadkowi wzrostu u naszych głównych partnerów handlowych i recesji w europejskim przemyśle, towarzyszył solidny wzrost PKB w Polsce, który w I poł. 2019 r. wyniósł średnio 4,7% r/r. Głównym filarem gospodarki była konsumpcja prywatna, wspierana przez rosnące dochody gospodarstw domowych i impuls fiskalny, a także inwestycje w środki trwałe, napędzane przez realizację projektów infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych. W drugiej połowie roku siła tych pozytywnych impulsów zaczęła wygasać, a dynamika PKB w 3Q wyhamowała do 3,9% r/r. W całym roku natomiast wyniósł on 4,2% wobec 3,6% oczekiwanych przez nas na początku roku 2019. Struktura wzrostu w 3Q sugeruje jednak osłabienie dotychczasowych motorów gospodarki.

Motory wzrostu z 2019 będą słabnąć

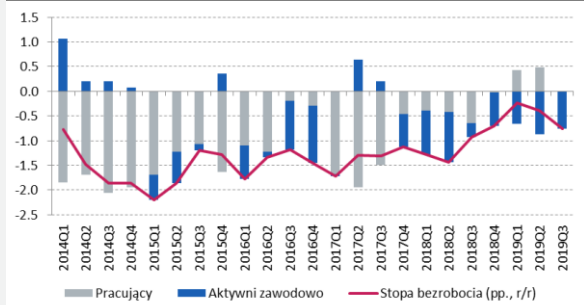
Wciąż ostrożne w kontekście inwestycji są krajowe firmy prywatne, pomimo problemów z pozyskaniem pracowników. Apetyt inwestycyjny może być słabszy ze względu na wyhamowanie wzrostu gospodarczego i widoczny w ostatnich kwartałach nieznaczny spadek wykorzystania mocy wytwórczych. W połączeniu z wygasaniem inwestycji samorządowych (mniejsza absorpcja środków unijnych, ograniczona przestrzeń fiskalna i ubytek dochodów SFP), sektora centralnego (presja na wzrost wydatków bieżących), a także mniejszymi możliwościami firm publicznych (presja na generowanie dywidend) perspektywy inwestycji w środki trwałe pogorszyły się w ostatnich miesiącach. Już w 3Q ub. roku inwestycje samorządów spadły o 8,9% r/r, natomiast wydatki majątkowe sektora centralnego o 21,2% r/r. Konsumpcja pozostanie głównym filarem gospodarki, choć przestrzeń do jej przyspieszenia jest ograniczona. Dynamika dochodów z pracy będzie obniżać się, a wypłata kolejnych programów społecznych generuje coraz mniejszy impuls popytowy. Dodatkowo, przyspieszenie inflacji zredukuje siłę nabywczą dochodów rozporządzanych. Wsparciem dla konsumpcji w połowie roku może będzie wypłata 13-tej emerytury, gdyż trafi do osób o większej skłonności do wydatków. W 2020r. wkład eksportu netto pozostanie dodatni, choć mniejszy niż w 3Q ub. roku. W pierwszej fazie spowolnienia silniej hamował import niż eksport, natomiast w najbliższych kwartałach eksport będzie wyhamowywał na fali niskiego wzrostu gospodarczego u naszych partnerów handlowych. Już teraz widać spadek dynamiki zamówień eksportowych i pesymistyczne oczekiwania popytu zagranicznego. W kontekście wymiany handlowej pojawiają się jednak pozytywne sygnały z gospodarki europejskiej, gdzie koniunktura już nie pogarsza się. Co prawda europejski przemysł pozostaje w recesji, to wskaźniki wyprzedzające koniunktury wskazują na stabilizację. Biorąc pod uwagę publikowane w ostatnich miesiącach dane oraz rozkład ryzyk z gospodarki krajowej i otoczenia globalnego zrewidowaliśmy naszą prognozę wzrostu gospodarczego w roku 2020 do 3,2% z szacowanych 4,2% w roku 2019. Pocieszające jest, iż pomimo spowolnienia dynamika PKB w Polsce wciąż będzie pozytywnie wyróżniać się na tle UE.

Prognozy krótkoterminowe

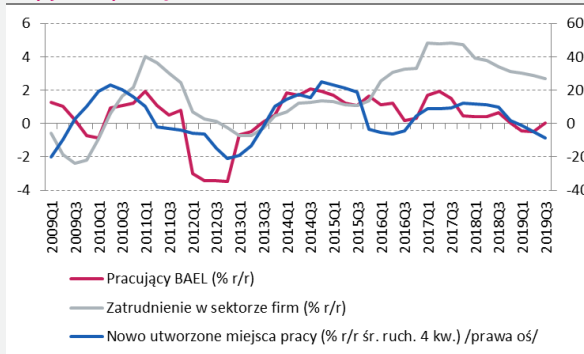
	Wrz 19	Paź 19	Lis 19	Gru 19	Sty 20	Lut 20
Produkcja przem. (% r/r)	5,6	3,7	1,4	7,5	1,4	2,5
Produkcja budowlana (% r/r)	7,6	-4,1	-4,7	1,5	-4,5	-6,0
Sprzedaż detaliczna realnie (% r/r)	4,3	4,6	5,2	7,1	6,5	6,5

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

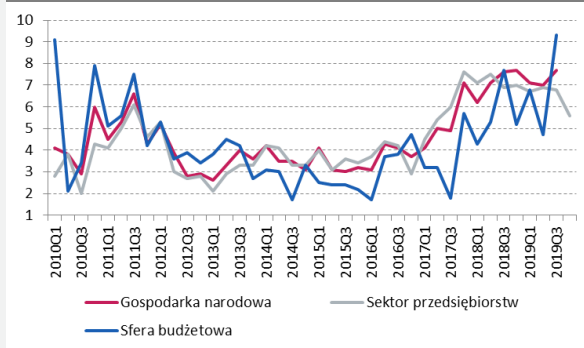
Zmiana r/r stopy bezrobocia wg BAEL [pkt proc.]



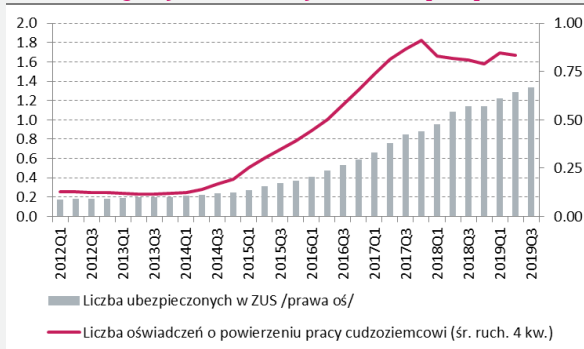
Popyt na pracę



Płace w gospodarce* [% r/r]



Dane o imigracji zarobkowej do Polski [mln]



*Dla 2019Q4 średnia dla października i listopada
Źródło: GUS, Macrobond

GOSPODARKA KRAJOWA • Rynek pracy

Przez niemal cały 2019 r. sytuacja na rynku pracy rozwijała się zgodnie z naszymi oczekiwaniami, zwłaszcza stopa bezrobocia obniżała się, a dynamika płac pozostawała stabilna. W 2020 r. rynek pracy dostosuje się do słabnącego wzrostu PKB i trendów demograficznych, choć zmiany względem 2019 r. będą nieznaczne.

Rynek pracy przez większość 2019 r. pozostawał stabilny...

Przez niemal cały 2019 r. sytuacja na rynku pracy rozwijała się zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Obserwowaliśmy niską dynamikę liczby pracujących według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) oraz nadal obniżającą się w ujęciu rok do roku liczbę aktywnych zawodowo. Ten drugi czynnik systematycznie spychał stopę bezrobocia, która w Q3 2019 wyniosła 3,1% i była najniższa w historii dostępnych danych. Skala spadków stopy bezrobocia w 2019 r. była jednak mniejsza niż w 2018 r. ze względu na ograniczenia w liczbie pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Problemy podażowe traciły jednak stopniowo na znaczeniu w drugiej połowie roku, gdy hamujący wzrost gospodarczy zmniejszył nieco popyt na pracę, w szczególności w przemyśle i budownictwie. Odzwierciedla to ujemna dynamika r/r nowo utworzonych miejsc pracy, a także obniżający się wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Mniejsza temperatura na rynku pracy wpłynęła w 4Q 2019 na spowolnienie wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, po stabilnym wzroście o ok. 7,0% r/r w poprzedzających kwartałach.

... a w 2020r. powinien tylko nieznacznie się zmienić.

W 2020 r. sytuacja na rynku pracy powinna tylko nieznacznie różnić się od obserwowanej w ub. roku. Spodziewamy się utrzymania nadal niskiej dynamiki pracujących oraz spadającej liczby aktywnych zawodowo, co powiązane jest z niekorzystną strukturą demograficzną - coraz więcej pracowników odchodzi na emerytury, a odpływ ten nie jest kompensowany przez młodych pracowników rozpoczynających kariery zawodowe. Co prawda spowalniający wzrost gospodarczy będzie ograniczał zapotrzebowanie na dodatkowych pracowników, zwłaszcza w warunkach mocnego podniesienia płacy minimalnej (o 15,6%), to jednak doświadczenia przedsiębiorstw związane z trudnościami w pozyskaniu nowych zatrudnionych będą przeciwdziałały wzrostowi liczby bezrobotnych. W celu zmniejszenia kosztów pracy, podnoszonych dodatkowo przez Pracownicze Plany Kapitałowe krajowe firmy będą podejmowały działania mające poprawić produktywność pracy lub zmniejszyć nieregularne składniki wynagrodzeń. Ewentualne redukcje dotyczyłyby w pierwszej kolejności części tymczasowych pracowników z zagranicy, którzy nie są uwzględniani w BAEL. Ponadto zmniejszyły się składki ZUS dla małych firm oraz rozszerzono zakres spółek objętych niższą stawką podatku CIT (9%). Biorąc pod uwagę powyższe czynniki stopa bezrobocia powinna nadal się nieco obniżyć, ze względu na kurczącą się liczbę osób aktywnych zawodowo. Zjawisko to będzie stanowiło główne wyzwanie dla polskiej gospodarki w nadchodzących latach. Wpływ starzenia się społeczeństwa tylko w ograniczonym stopniu jest zmniejszany przez imigrację zarobkową, głównie z Ukrainy. Dane ZUS wskazują jednak, że w coraz więcej pracowników z zagranicy jest objętych ubezpieczeniem, co sugeruje trwałość decyzji o pracy w Polsce. Czynnikiem ryzyka dla krajowego rynku pracy w 2020 r. pozostaje otwarcie dla pracowników z Ukrainy rynku pracy w Niemczech.

Prognozy krótkoterminowe

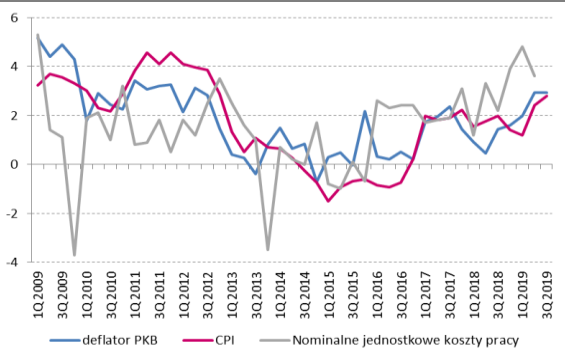
	Wrz 19	Paź 19	Lis 19	Gru 20	Sty 20	Lut 20
Zatrudnienie* (%, r/r)	2,6	2,5	2,6	2,6	2,3	2,2
Wynagrodzenia* (%, r/r)	6,6	5,9	5,3	6,1	5,5	5,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5

*Firmy zatrudniające co najmniej 10 pracowników (sektor przedsiębiorstw)
Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

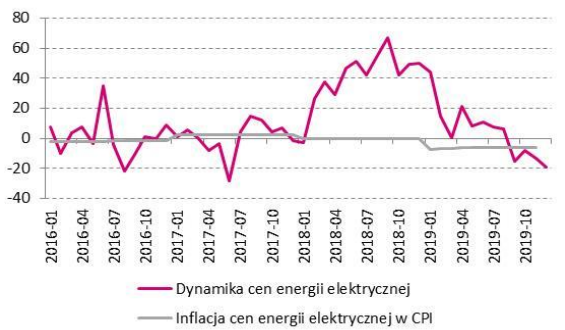
Średnioroczna inflacja CPI w Polsce [%]



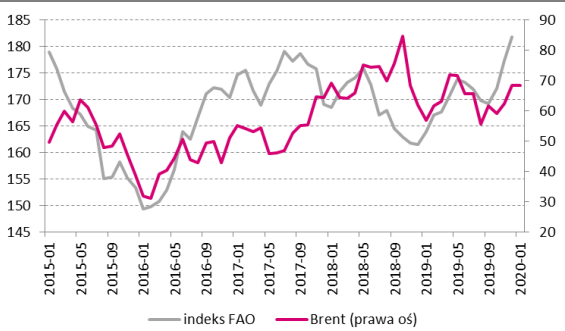
Miary inflacji w Polsce [% r/r]



Ceny energii vs inflacja cen energii w CPI [% r/r]



Ceny ropy naftowej [USD/baryłka] i indeks cen żywności FAO [pkt]



p - prognoza

Źródło: Macrobond, GUS, prognozy Banku Millennium

GOSPODARKA KRAJOWA • Inflacja

W roku 2019 inflacja stopniowo przyspieszała i czerwcu po raz pierwszy od listopada 2012r. przekroczyła cel NBP. Inflację podbijały nie tylko czynniki podażowe, ale także inflacja bazowa, napędzana przez rosnące koszty pracy. Rok 2020 przyniesie dalsząwyżkę inflacji i już w 1Q br. wskaźnik CPI przekroczy górne ograniczenie odchylen od celu, co będzie efektem podwyżek cen administrowanych.

Inflacja powyżej celu w 2019...

Rok 2019 to okres wzrostu inflacji, która mierzona wskaźnikiem CPI wyniosła średnio w roku 2,3% wobec 1,6% w 2018r., najwyżej od siedmiu lat. Od czerwca inflacja przekracza cel inflacyjny NBP, a w grudniu rosnąc do 3,4% r/r (według szybkiego szacunku GUS), zbliżyła się do górnej granicy odchylen inflacji od celu. Na wyżkę inflacji wpłynęły czynniki zarówno popytowe, jak i podażowe, choć w ostatnich miesiącach minionego roku wpływ czynników podażowych stopniowo wygasł (spadek cen paliw), natomiast rosta waga komponentu bazowego. Wzrost gospodarczy przekraczający tempo wzrostu produktu potencjalnego, rosnące koszty pracy oraz pogarszające się wyniki finansowe firm przekładały się na wzrost inflacji bazowej. Wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii mógł wynieść w grudniu nawet 3,2% r/r, najwyżej od kwietnia 2002 r., natomiast w całym roku ukształtował się na poziomie 2,0%, najwyżej od 2012 r. Dynamicznie rosły ceny usług, podczas gdy inflacja cen towarów była niższa, czemu sprzyja wysoka konkurencja na rynku dóbr podlegających wymianie handlowej oraz niska inflacja u głównych partnerów handlowych. Po stronie czynników kosztowych inflację podbijały przede wszystkim ceny żywności, które w skali roku wzrosły o średnio 4,9%, a w sierpniu ub. roku ich dynamika wynosiła aż 7,2% r/r. Niekorzystne czynniki pogodowe windowały ceny warzyw, zaś rozprzestrzenianie się choroby ASF oraz wzmożony popyt z zagranicy przekładały się na wyżki cen wieprzowiny.

...i powyżej górnej granicy celu w roku 2020.

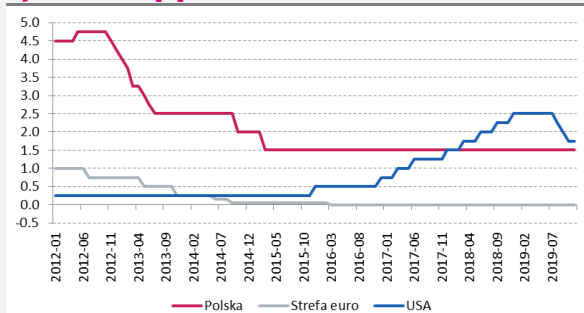
Rok 2020 będzie okresem dalszego nasilenia presji inflacyjnej. Dynamiczny wzrost inflacji nastąpi już w 1Q br., gdy wskaźnik CPI przekroczy 4% r/r, przebijając górne ograniczenie odchylen inflacji od celu. Wpływ na to będą miały przede wszystkim wzrosty cen administrowanych, w tym głównie energii elektrycznej, alkoholu, wyrobów tytoniowych, czy wywozu śmieci. Decyzje Urzędu Regulacji Energetyki, który zaakceptował cenniki dla dystrybutorów energii przełożą się na wzrost średniego rachunku dla gospodarstw domowych o ok. 12%, przez co potencjalny wpływ na CPI wynosi ok. 0,5 pkt. proc. Niemniej, biorąc pod uwagę jednoczesną obniżkę cen gazu (o 3,9%), a także ograniczony zakres obowiązywania cen regulowanych na detalicznym rynku energii, realny wpływ na inflację będzie mniejszy (ok. 0,3 pkt. proc.). Inflacja cen żywności będzie stopniowo wyhamowywać, biorąc pod uwagę bazę statystyczną, choć kształtowanie się indeksu FAO sugeruje utrzymanie podwyższonej presji na globalne ceny mięsa, zbóż i cukru. Nieznacznie przyspieszy też inflacja bazowa, szczególnie, że podwyżka płacy minimalnej i rosnące pozapłacowe koszty pracy (m.in. PPK) mogą podtrzymać chęć firm do ochrony wyników finansowych. Potencjał do wyżki będzie jednak ograniczało wyhamowanie wzrostu gospodarczego i spowolnienie realnej dynamiki dochodów. W rezultacie, po przyspieszeniu w 1Q br., inflacja powróci do pasma celu NBP w II poł. tego roku.

Prognozy krótkoterminowe

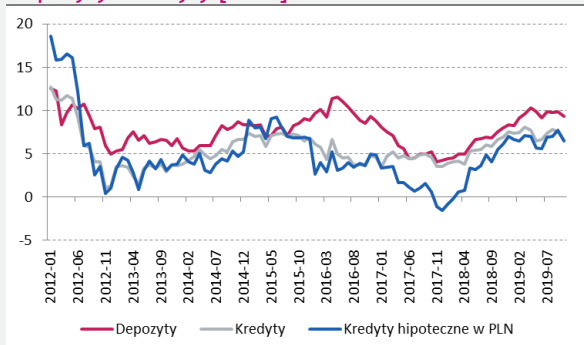
	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20
Inflacja CPI (% r/r)	2,6	2,5	2,6	3,4	4,2	4,2
Inflacja bazowa (% r/r)	2,4	2,4	2,6	3,2	3,4	3,3
Inflacja PPI (% r/r)	0,8	-0,3	-0,1	1,0	1,0	0,7

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

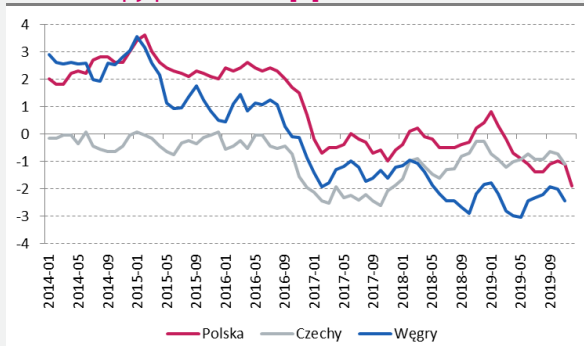
Główne stopy procentowe: Polska, strefa euro, Stany Zjednoczone [%]



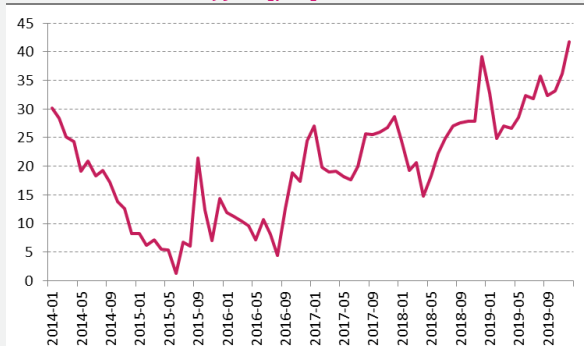
Depozyty i kredyty [% r/r]



Realne stopy procentowe [%]



Oczekiwania inflacyjne [pkt]



Źródło: Macrobond, NBP

POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej konsekwentnie utrzymywała w 2019 r. stopy procentowe, choć pojawiły się wnioski zarówno o ich podwyższenie, jak i obniżenie. W 2020 r. strategia stabilizacji stóp powinna być kontynuowana, aczkolwiek Rada będzie funkcjonowała w dużo mniej komfortowym środowisku niż w ub. roku - przy wyraźnie wyższej inflacji okresowo przekraczającej 3,5% r/r oraz hamującym wzroście PKB.

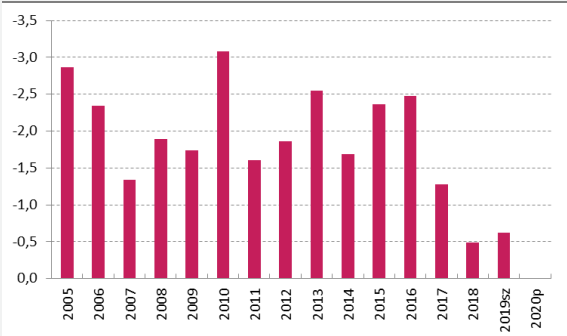
W 2019 r. RPP nie zmieniła stóp procentowych NBP...

Przez cały 2019 r., a także w styczniu tego roku Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego. Oznacza to, że stopa referencyjna pozostaje na poziomie 1,5% już niemal 5 lat. Stabilizację kosztu pieniądza wspierały projekcje makroekonomiczne NBP. Wskazywały one bowiem na utrzymywanie się w całym horyzoncie, tj. do końca 2021 r. inflacji CPI w przedziale dopuszczalnych odchył od celu inflacyjnego (2,5% r/r +/- 1,0 pkt proc.) oraz wzrost gospodarczy na solidnym poziomie. Szybsze niż oczekiwano w projekcji marcowej narastanie presji inflacyjnej wpłynęło na wyraźną rewizję w górę w lipcu oczekiwań dotyczących inflacji CPI w całym horyzoncie projekcji, a E.Gatnar, uważany za jednego z jastrzębi w Radzie, złożył wniosek o podwyżkę stóp procentowych o 25 bps. Listopadowa runda przyniosła korektę w dół prognoz wzrostu gospodarczego na lata 2019-2021. W warunkach materializowania się części ryzyk związanych z pogarszającą się sytuacją za granicą, E.Lon oceniany jako największy „gotąb” w Radzie składał w okresie wrzesień-grudzień wnioski o obniżkę stóp procentowych o 25 bps., które nie zostały zaaprobowane. Rosnąca inflacja przy stabilnych stopach nominalnych obniżyła stopy realne, które niemal przez cały rok pozostawały ujemne. Wpłynęło to na stabilizację rocznej dynamiki depozytów w sektorze bankowym po dynamicznym przyspieszeniu w 2018 r. Wzrost kredytu natomiast nieco przyspieszył w 2019 r., choć pozostawał wolniejszy niż wzrost depozytów.

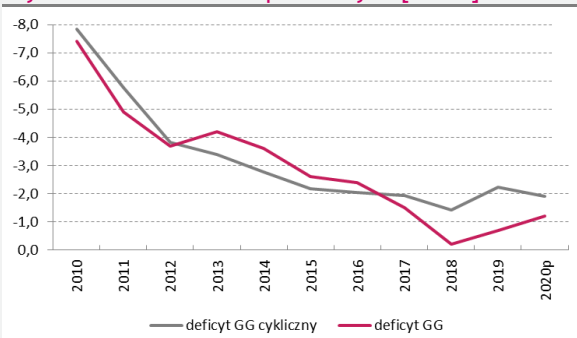
...co najpewniej będzie kontynuowane w następnych latach.

Realizacja zapowiedzi prezesa NBP A.Głapińskiego, według których stopy procentowe w Polsce nie ulegną zmianie do końca jego kadencji w 2022 r. jest obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla polityki pieniężnej w Polsce. Informacje po pierwszym w tym roku posiedzeniu wpisują się w te oczekiwania, pomimo że dane o inflacji CPI sygnalizują, że przewyższenie przez nią poziomu dopuszczalnego odchylenia od celu inflacyjnego. Większość członków RPP twierdzi bowiem, że standardowe narzędzia polityki pieniężnej będą miały bardzo ograniczony wpływ na inflację CPI, gdyż ta napędzana jest obecnie przez pozostające poza mechanizmem rynkowym ceny administrowane, a także przez inflację cen żywności związaną z czynnikami podażyowymi. Ponadto wobec słabnącego wzrostu gospodarczego i popytu na pracę nie spodziewa się odfektowania oczekiwań inflacyjnych i napędzenia spirali inflacja-płace. Wobec powyższych uwarunkowań oraz przy inflacji za granicą poniżej celów głównych banków centralnych inflacja CPI w Polsce powinna w średnim horyzoncie powrócić do przedziału odchył od celu. Scenariusz ten zostanie najprawdopodobniej potwierdzony w projekcji marcowej, co już sygnalizował prezes NBP A.Głapiński. Oczekiwania powrotu inflacji poniżej 3,5% r/r w perspektywie kilku kwartałów są zgodne także z naszymi prognozami. Spodziewamy się, że większość członków Rady wykaże dużą tolerancję na presję inflacyjną i będzie dążyła do realizacji dotychczasowej strategii stabilizacji stóp procentowych NBP. Dużo mniejsze szanse przypisujemy ich podwyżce. Wymagałaby ona przyspieszenia wzrostu gospodarczego i płac, co w obecnych warunkach wydaje się mało prawdopodobne. Należy jednak spodziewać się nieco większej aktywności bardziej jastrzębio nastawionych członków Rady. Natomiast ewentualna obniżka stóp procentowych w tym roku, przy obecnych oczekiwaniach inflacji powyżej 2,5% r/r, wydaje się niemożliwa. Na scenariusz dla polityki pieniężnej w Polsce nie ma wpływu wybór Cezarego Kochalskiego do RPP, gdyż nie zmienia się w niej układ sił.

Wynik budżetu państwa [mld PLN]



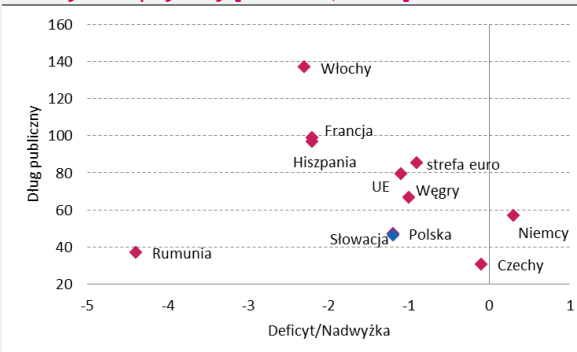
Wynik sektora finansów publicznych [% PKB]



Dochody i wydatki budżetu centralnego [% r/r]



Deficyt/nadwyżka vs dług publiczny w 2020 r. wg Komisji Europejskiej [ESA2010, %PKB]*



sz - szacunek, p - prognoza

* Dane dla Polski pochodzą z grudniowego projektu Ustawy budżetowej na 2020 r.

Źródło: KE, Macrobond, Ministerstwo Finansów, ZUS

POLITYKA FISKALNA

Rok 2019 budżet państwa zakończył z deficytem ok. 14 mld PLN wobec 25,8 mld PLN planowanego w ustawie budżetowej, czemu sprzyjała lepsza od oczekiwań koniunktura gospodarcza. W tym roku rząd zakłada zrównoważenie budżetu centralnego, jednak nastąpi to kosztem większego obciążenia pozostałych jednostek sektora finansów publicznych. W rezultacie deficyt sektora general government w rok 2020 wzrośnie do 1,2% PKB z szacowanych przez nas 0,7% PKB w 2019 r.

Solidny wzrost gospodarczy wsparł wynik budżetu w 2019r.

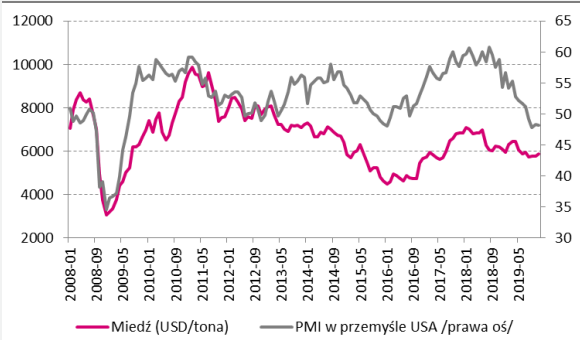
Kondycja budżetu centralnego w roku 2019 pozostawała dobra. W całym roku deficyt budżetu państwa wyniesie 14,4 mld PLN, wyraźnie mniej niż 28,5 mld PLN zapisane w ustawie budżetowej. Lepsza kondycja państwowej kasy to efekt wyższych o ok. 14 mld PLN dochodów budżetowych. Silniejszy od założeń wzrost konsumpcji prywatnej wspierał dochody z podatku VAT, których wykonanie będzie o ok. 2,5 mld PLN wyższe niż plan. Niemniej dynamika wpływów z podatków pośrednich wyhamowuje. Natomiast solidny wzrost PKB i rosnące dochody gospodarstw domowych wspierały realizację podatków dochodowych, najsilniej od osób prawnych. Wydatki budżetu państwa pozostały względnie stabilne w relacji do PKB, choć odbywa się to kosztem większych obciążeń sektora samorządowego i sektora ubezpieczeń społecznych.

Deficyt sektora finansów publicznych wzrośnie w 2020r.

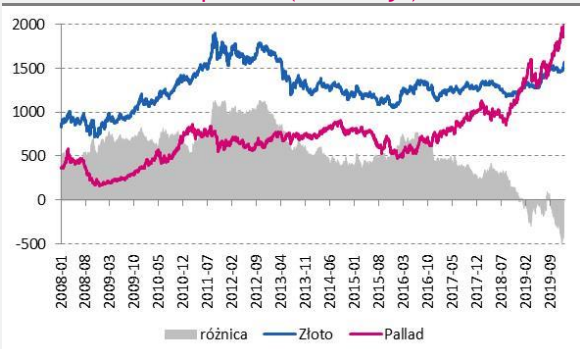
Na rok 2020 rząd planuje zrównoważenie budżetu centralnego, choć zabieg ten będzie okupiony obciążeniem innych podmiotów sektora finansów publicznych oraz wzrostem obciążeń fiskalnych i parafiskalnych. Należy bowiem zwrócić uwagę, że budżet państwa na rok 2020 zawiera finansowanie rozbudowanego programu socjalnego, ogłoszonego przed ubiegłorocznymi wyborami parlamentarnymi (rozszerzony program 500 plus, wypłata 13-tej emerytury, obniżka podatku PIT). Sfinansowanie dodatkowych wydatków, przy ograniczeniach nałożonych przez regułę wydatkową oraz rezygnacji ze zniesienia 30-krotności składek na ZUS, pociągnęło za sobą wzrost podatków (akcyza na alkohol i wyroby tytoniowe, podatek od cukru, oskładkowanie umów cywilnych) oraz jednorazowe wpływy z tytułu transferu środków z OFE do IKE w ramach reformy systemu ubezpieczeń społecznych. Ponadto, finansowanie części transferów bieżących przesunięte zostało do innych podmiotów sektora finansów publicznych - wypłata 13-tej emerytury (koszt ok. 10 mld PLN) zostanie sfinansowana przez Fundusz Solidarnościowy, będący poza budżetem centralnym. Dodatkowo, budżet zostanie wsparty wpłatą z zysku NBP, która w projekcie budżetu została założona na poziomie 7,2 mld PLN. Pomimo zrównoważonego budżetu centralnego, deficyt całego sektora general government wzrośnie do 1,2% PKB. To wyraźne poluzowanie fiskalne w stosunku do roku minionego, jednak deficyt sektora wciąż jest niższy niż wartość referencyjna 3% PKB i tylko nieco powyżej prognozowanego dla całej UE deficytu 1% PKB. Natomiast po wyeliminowaniu czynników o charakterze jednorazowym (opłata przekształceniowa i sprzedaż uprawnień do emisji CO2) deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2020 r. wyniesie 2,2% PKB.

Pomimo ambitnego budżetu, rząd nie będzie miał problemów z jego realizacją w tym roku, choć sytuacja będzie znacznie mniej komfortowa niż w ostatnich dwóch latach. Niższy wzrost PKB ograniczy cykliczny wzrost dochodów podatkowych, a sztywny charakter wydatków i ubytek dochodów jednorazowych będą zwiększały presję na deficyt. Kotwicą równoważącą sytuację fiskalną jest reguła wydatkowa, która ogranicza przestrzeń wzrostu wydatków sektora finansów publicznych, jednak nie można wykluczyć działań mających na celu jej poluzowanie. Pewną tego formą jest przesuwanie części wydatków poza sektor centralny (np. wypłata 13-tej emerytury przez Fundusz Solidarnościowy). W ubiegłym roku media doniosły także o propozycji powołania Rady Polityki Fiskalnej, która potencjalnie może rozluźnić sztywną regułę wydatkową, choć do tej pory brak jest oficjalnych doniesień w tym zakresie.

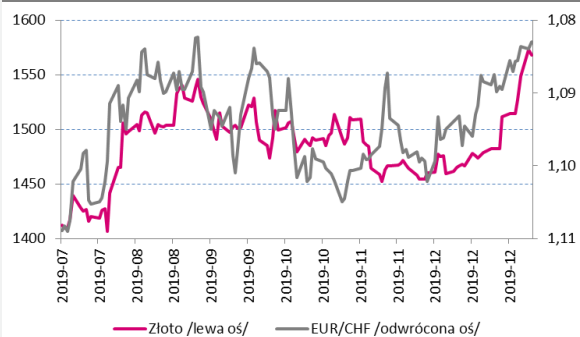
Miedź i indeks PMI w przemyśle USA



Notowania złota i palladu (USD/uncja)



Cena złota (USD/uncja) oraz kurs EUR/CHF



Notowania srebra (USD/uncja)



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream, World Gold Council

RYNKI SUROWCÓW

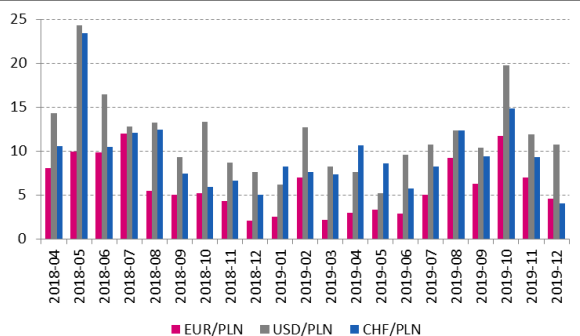
Mało optymistyczne perspektywy rynku miedzi

Miedź z uwagi na silne wykorzystanie w przemyśle jest dobrym indykatorem światowej koniunktury sektora wytwórczego. W ubiegłym roku między innymi na skutek eskalacji amerykańsko-chińskiej wojny handlowej cena miedzi obniżyła się do 2-letniego minimum na poziomie 5700 USD za tonę. W 2020 roku mimo częściowej deeskalacji konfliktu handlowego globalna aktywność gospodarcza pozostanie na relatywnie niskim poziomie. W ocenie Międzynarodowego Funduszu Walutowego tempo wzrostu światowego PKB będzie najniższe od dekady. W przypadku Chin natomiast - największego konsumenta miedzi na świecie - koniunktura będzie najłabsza od przeszło 30 lat. Mimo to następuje ożywienie wydobywania w Indonezji, Zambii, Kongo, czy jego rozpoczęcie w Panamie (kopalnia Cobre Panama). Największe firmy wydobywcze zwiększają swoje zaangażowanie w wydobywanie miedzi z nadzieją, że elektryfikacja miast oraz wzrost produkcji samochodów elektrycznych zwiększą popyt na czerwony metal. W takich uwarunkowaniach nie dziwi prognoza International Copper Study Group mówiąca o pierwszej od 11 lat nadwyżce podaży nad popytem. Na gruncie fundamentalnym będzie to czynnik, który powinien utrzymywać ceny miedzi w okolicy 5000-5500 USD za tonę w tym roku. Podsumowując hamująca aktywność gospodarcza na świecie będzie czynnikiem skutecznie ograniczającym zapotrzebowanie na miedź, a tym samym generować będzie presję na spadek cen surowca. W szczególności na tle zwiększającej się podaży. Źródłem zmienności w 2020 roku mogą być informacje związane z dalszym łagodzeniem wojen handlowych na świecie, co obecnie w relacjach USA - Chiny jest scenariuszem bazowym, ale nie oczekujemy, by w krótkim czasie miało dojść do podpisania „drugiej fazy” porozumienia handlowego.

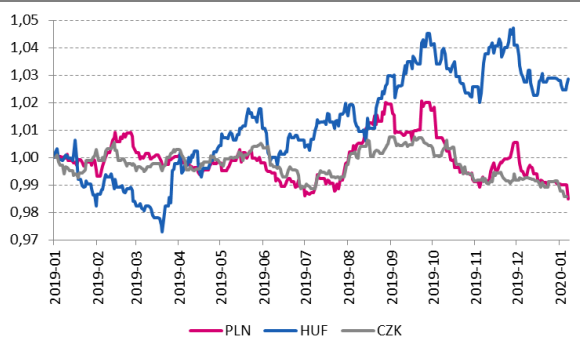
Rok 2020 rokiem metali szlachetnych?

Miniony rok był pozytywny dla metali szlachetnych z uwagi na dość liczne - utożsamiane z brexitem i wojnami handlowymi - momenty podwyższonej awersji do ryzyka. Cena złota zwyżkowała momentami do poziomu 1570 USD za uncję tj. najwyższego poziomu od sześciu lat. Srebro na poziomie 19,64 USD było natomiast najdroższe od 2016 roku. Najlepiej radziły sobie jednak notowania palladu, który w ubiegłym roku podrożał o blisko 60% i ustanowił historyczne maksimum zwyżkując do niemal 2000 USD. Co więcej, w 2019 roku po raz pierwszy w historii cena uncji palladu była wyższa od uncji złota. Dodatkowo przekroczyła ona historyczne maksimum cenowe złota z 2011 roku. Perspektywy metali szlachetnych - za wyjątkiem platyny - pozostają umiarkowanie optymistyczne. O ile w 2020 roku źródłem wzrostu cen prawdopodobnie nie będą już w takim stopniu informacje związane z brexitem, czy wojnami handlowymi - zakładamy bowiem deeskalację napięcia związanego z tymi wydarzeniami - to nie zabraknie argumentów za wzrostem notowań. Podstawowym argumentem będzie przedłużające się niedopasowanie popytu do podaży. W przypadku palladu zwyżka cen mimo wspomnianego ustanowienia w 2019 roku maksimum cenowego powinna być kontynuowana. Coraz ostrzejsze normy spalin w samochodach zapewnią zwiększony popyt na pallad, który wykorzystywany jest przez przemysł motoryzacyjny do produkcji katalizatorów w samochodach benzynowych i jak dotąd nie znalazł tańszego substytutu. Równocześnie podaż metalu jest niewielka i raczej stała. Dodatkowym źródłem wzrostu cen metali szlachetnych będzie systematyczne powiększanie globalnej nadpłynności. Do programów skupu aktywów powrócił bowiem Europejski Bank Centralny, a niedawno także amerykańska Rezerwa Federalna. Historycznie epizody funkcjonowania programów ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej były czasem wzrostu cen między innymi złota. Argumentem za zwyżką cen kruszcu będą ponadto epizody wzrostu awersji do ryzyka motywowane wydarzeniami geopolitycznymi (konflikt na Bliskim Wschodzie, czy Półwyspie Koreańskim). Czynnikiem ograniczającym spodziewany przez nas wzrost cen metali szlachetnych - głównie złota - będzie relatywnie niski poziom inflacji w większości rozwiniętych gospodarek.

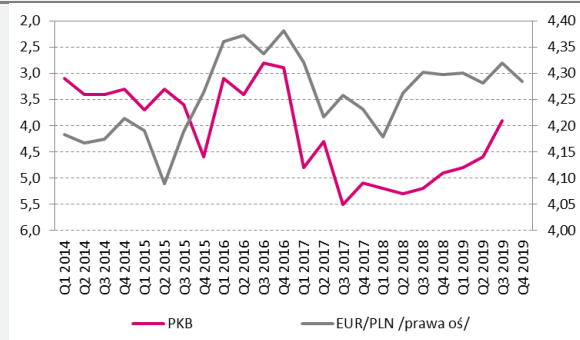
Amplituda miesięcznych wahań par złotych [gr]



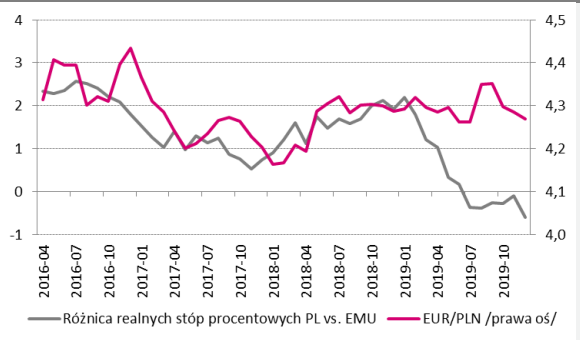
Zmiana wartości walut CEE w relacji do EUR [01.01.2019 = 1]



Dynamika krajowego PKB [% r/r] i kurs EUR/PLN



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



Źródło: Macrobond

RYNEK ZŁOTEGO

Ubiegły rok charakteryzowała relatywnie niewielka amplituda wahań kursu EUR/PLN. Tym co zapewniało polskiej walucie odporność na negatywny wpływ czynników zewnętrznych związanych z brexitem, czy wojnami handlowymi były solidne fundamenty gospodarcze. Wzorem ostatnich kwartałów poziom 4,30 PLN za EUR uznajemy za średnioterminowy punkt równowagi kursowej. W zależności od napływających informacji dopuszczamy +/- 10 groszowe odchylenia w stosunku do naszego scenariusza, przy czym - zakładając brak eskalacji wojen handlowych na świecie i uporządkowany brexit - czynniki zewnętrzne powinny sprzyjać umocnieniu polskiej waluty, źródłem przeceny będą wspomniane ryzyka lokalne.

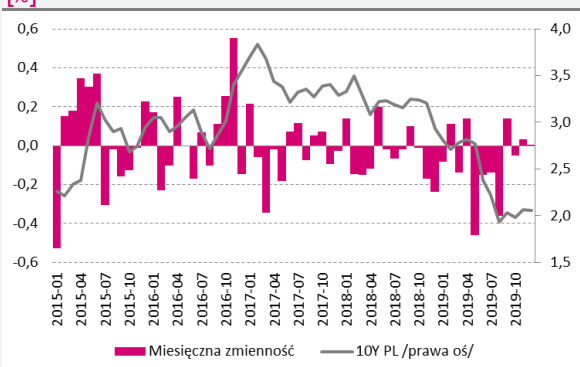
Stabilność kursu EUR/PLN w ubiegłym roku...

W ubiegłym roku złoty w relacji do euro wyróżniał się spośród walut regionu relatywnie niewielką zmiennością. Kurs EUR/PLN zakończył ubiegłoroczne notowania na poziomie zbliżonym do rozpoczęcia omawianego okresu (odpowiednio 4,30 wobec 4,29 na początku stycznia 2019), jak również charakteryzował się stosunkowo niską amplitudą zmian w całym zakończonym roku. W przypadku pary EUR/PLN zmienność - rozumiana jako maksimum i minimum kursowe w 2019 roku - wyniosła około 3,5%, podczas gdy w przypadku forinta była przeszło dwukrotnie większa, a tureckiej liry ponad czterokrotnie. Mniejszą amplitudę wahań odnotowała natomiast czeska korona (2,0%), czy rumuński lej (3,3%). Tym co zapewniało złotemu odporność na negatywny wpływ czynników zewnętrznych związanych z brexitem, czy wojnami handlowymi były solidne fundamenty gospodarcze.

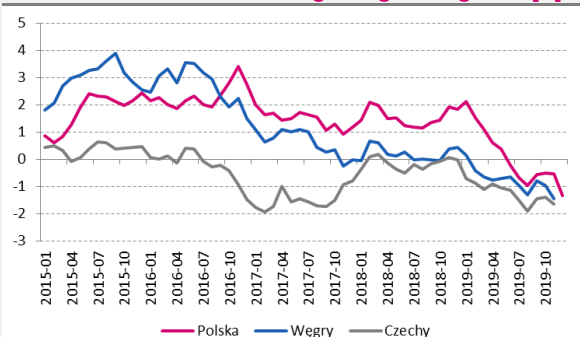
...spodziewana także w 2020 roku.

W 2020 roku oczekujemy, iż kurs EUR/PLN nadal poruszać się będzie w przedziale 4,20 - 4,40. Mimo oczekiwanego spowolnienia koniunktury czynniki fundamentalne będą pozytywnie oddziaływać na wycenę złotego. Podobnie jak w ubiegłym roku tak i w 2020 atrakcyjność polskiej waluty zapewniać będzie solidne na tle Europy tempo wzrostu gospodarczego, choć różnica w dynamikach PKB będzie już mniejsza. Według najnowszych prognoz Komisji Europejskiej w 2020 roku tempo wzrostu PKB w Polsce będzie czwarte najwyższe w całej Unii Europejskiej. Pozytywnie na wycenę złotego oddziaływać będzie ponadto poziom realnych stóp procentowych. Podobnie jak nadwyżka na rachunku obrotów bieżących kontrastująca chociażby z sytuacją na Węgrzech, gdzie presję na spadek wartości forinta wywiera 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 2018 roku i prawdopodobnego deficytu w roku ubiegłym). Nie bez znaczenia będzie także program luzowania ilościowego wprowadzony pod koniec ubiegłego roku w strefie euro oraz rosnący bilans Fed, co historycznie sprzyjało wzrostowi wartości walut Europy Środkowo-Wschodniej. W naszej ocenie będą to argumenty sprzyjające utrzymywaniu kursu EUR/PLN wokół dolnego ograniczenia wskazywanego przedziału. Jak pokazał jednak 2019 rok waluty regionu CEE niejednokrotnie znajdują się pod dominującym wpływem czynników lokalnych. W naszej ocenie 2020 rok może natomiast przynieść intensyfikację ryzyk krajowych w wycenie złotego. Rok 2020 może być kulminacyjnym momentem związanym z kwestią walutowych kredytów hipotecyjnych w Polsce. Ryzykiem pozostaje ponadto groźba szybszego od oczekiwań spowolnienia koniunktury w kraju, stan praworządności, a także sprzedaż jednej z instytucji sektora bankowego. W naszej ocenie wymienione czynniki przesuwają kurs EUR/PLN w stronę górnego ograniczenia prognozowanego kanału tj. bariery 4,40. Podsumowując wzorem ostatnich kwartałów poziom 4,30 PLN za EUR uznajemy za średnioterminowy punkt równowagi kursowej. W zależności od napływających informacji dopuszczamy +/- 10 groszowe odchylenia w stosunku do naszego scenariusza, przy czym - zakładając brak eskalacji wojen handlowych na świecie i uporządkowany brexit - czynniki zewnętrzne powinny sprzyjać umocnieniu polskiej waluty, źródłem przeceny będą wspomniane ryzyka lokalne.

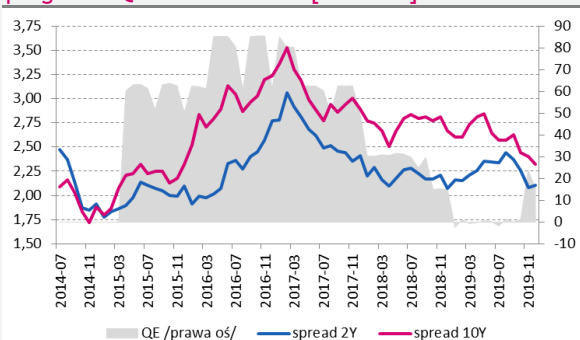
Miesięczna zmiana dochodowości obligacji 10-letniej [%]



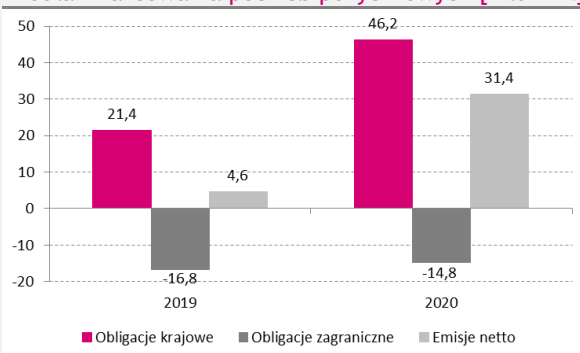
Realna rentowność 10-letniego długu w regionie [%]



Spread polskich i niemieckich obligacji oraz wartość programu QE w strefie euro [mld EUR]



Źródła finansowania potrzeb pożyczkowych [mld PLN]



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów

KRAJOWY RYNEK OBLIGACJI

Polski dług zyskiwał na wartości w ubiegłym roku wykorzystując globalne trendy związane z łagodzeniem polityki pieniężnej na świecie oraz dobre wyniki krajowego budżetu. W rezultacie w 2019 roku polskie obligacje były najdroższe w historii. W tym roku natomiast liczymy się z możliwością niewielkiego wzrostu rentowności 10-latki szczególnie w drugiej połowie 2020 roku przy stabilnej wycenie krótkiego końca krzywej. Źródłem wzrostu rentowności 10-latki będą możliwe napięcia fiskalne, mniej przychylne komentarze agencji ratingowych, czy stymulacja fiskalna w Niemczech. Ryzykiem dla naszego scenariusza będzie natomiast groźba silniejszego od oczekiwań hamowania koniunktury na świecie, a w konsekwencji zwiększenie programu luzowania ilościowego w Europie.

Historyczne minimum rentowności polskiego długu w 2019 r.

W minionym roku dochodowość krajowego długu wzdłuż całej krzywej wyznaczyła historyczne minima. Źródłem wzrostu cen było łagodzenie polityki pieniężnej na świecie, globalna strategia poszukiwania jakichkolwiek rentowności w sytuacji ujemnych dochodowości długu części rozwiniętych rynków, a także dobre wyniki krajowego budżetu, które ograniczały podaż długu na przetargach. Nie bez znaczenia była ponadto nadpłynność krajowych banków, która neutralizowała odpływ kapitału zagranicznego. W rezultacie 10-latka zniżyła się w dochodowości do poziomu 1,70%, a krótki koniec krzywej do 1,33%. W 2019 roku wyraźnie, bo o ponad 75 bps zmalał spread do Bundu, który poziomem 225 bps wyznaczył 4-letnie minimum. Wraz z krajowym długiem na wartości zyskiwały także obligacje innych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Warto jednak podkreślić, iż spośród obligacji w regionie, to relacja pomiędzy krajową 10-latką, a poziomem polskiej stopy referencyjnej była najniższa, co sugeruje mocniejsze niż w przypadku rynku czeskiego, węgierskiego zdyskontowanie licznych pozytywnych czynników.

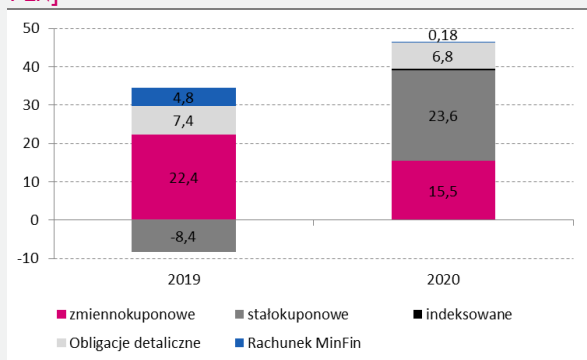
Stabilizacja i późniejsze wystromienie krzywej w 2020 r.

Nasze oczekiwania na pierwszą połowę 2020 roku zakładają utrzymanie bieżących trendów w notowaniach krajowego długu. Oznacza to dalszą konsolidację 2- i 10-latki odpowiednio wokół poziomu 1,45% i 2,0%. W drugiej połowie roku oczekujemy natomiast stopniowego wzrostu dochodowości długoterminowego długu, co przy jednoczesnej stabilizacji wyceny 2-latki skutkować będzie wystromieniem krzywej. W naszej ocenie rentowność 10-latki wzrośnie na koniec 2020 roku do 2,25%. Z uwagi na negatywny wpływ czynników krajowych, ale też i zewnętrznych w drugiej połowie roku liczymy się także z możliwością wzrostu spreadu pomiędzy polską, a niemiecką 10-latką. W naszej ocenie powinien on powrócić do poziomu 265 bps wobec 245 bps obecnie.

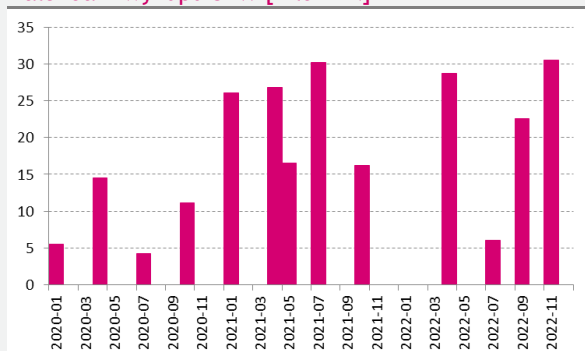
Czynniki krajowe stabilizują 10-latkę na początku roku

Początkowo czynniki krajowe będą stabilizowały wycenę SPW. Mimo, iż pozytywna sytuacja budżetowa jest w dużej mierze zdyskontowana przez inwestorów to najwyższy w historii dostępnych danych poziom prefinansowania (ponad 40%) będzie kotwicą stabilizującą wycenę obligacji. Jak wynika z projektu ustawy budżetowej tegoroczne potrzeby pożyczkowe netto wyniosą 26,28 mld PLN i będą wyższe w stosunku do kwoty przewidywanego wykonania w 2019 roku na poziomie 12,58 mld PLN. Co ciekawe emisje krajowe będą niemal dwukrotnie wyższe w stosunku do roku ubiegłego (wzrost z 26,3 do 46,4 mld PLN). Z kolei planowany poziom potrzeb pożyczkowych brutto na ten rok (suma potrzeb netto oraz przypadającego do wykupu długu) jest zbliżona do kwoty przewidywanego wykonania w 2019 roku. Wspomniane wcześniej solidne prefinansowanie potrzeb wraz z dość konserwatywnym w naszej ocenie założeniem MinFin mniejszej niż przed rokiem sprzedaży obligacji detalicznych (6,8 mld PLN wobec 7,4 mld PLN w 2019 roku) dadzą resortowi finansów pewien bufor bezpieczeństwa. Problem powróci natomiast podczas wrześniowych prac nad budżetem na 2021 rok, który przyniesie dalsze usztywnienie wydatków (13 i 14 emerytura) przy mniejszym wpływie jednorazowych dochodów (ciężar wpływów z likwidacji OFE został przesunięty na ten rok). W naszej ocenie w drugiej połowie

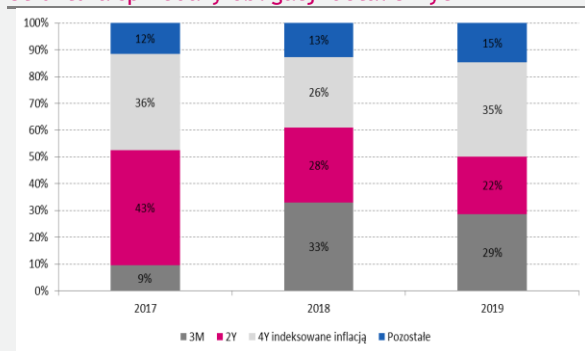
Krajowe finansowanie potrzeb pożyczkowych [mld PLN]



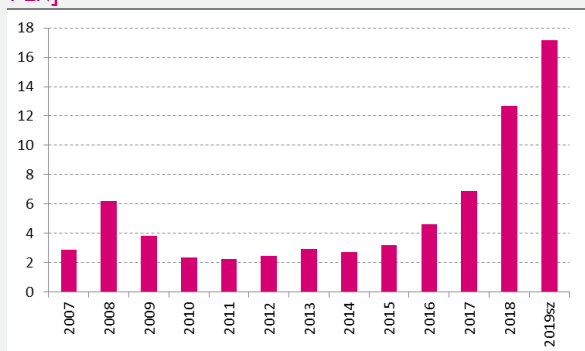
Kalendarz wykupu SPW [mld PLN]



Struktura sprzedaży obligacji detalicznych



Sprzedaż skarbowych obligacji detalicznych [mld PLN]



sz - szacunek
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów

roku może dojść do skumulowania negatywnych czynników dla wyceny SPW. Poza wspomnianym wzrostem napięć fiskalnych w projekcie budżetu na 2021 rok dojdzie do prefinansowania zwiększonych potrzeb pożyczkowych na przyszły rok. Czynnikiem ryzyka w przypadku utrzymania retoryki stabilnych stóp procentowych byłaby silniejsza redukcja środków dla Polski w wieloletnim budżecie Unii Europejskiej, która generowałaby presję na słabszy wzrost gospodarczy. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że wystąpią zmiany w priorytetach wydatkowych UE w kierunku badań, czy środowiska kosztem funduszy spójności i rolnictwa. Co więcej, ryzykiem pozostaje powiązanie transferów z budżetu UE z kwestią praworządności. Wzrost dochodowości 10-letniego długu w drugiej połowie roku będzie jeszcze bardziej prawdopodobny gdyby towarzyszyło mu wdrożenie impulsu fiskalnego w Niemczech, co byłoby argumentem za wzrostem dochodowości Bundu.

Wydarzenia zewnętrzne potencjalnym źródłem zmienności

Możliwe uruchomienie impulsu fiskalnego w Niemczech postrzegamy jako jedno z najistotniejszych wydarzeń na europejskim rynku stopy procentowej w 2020 roku. Do pozostałych czynników zewnętrznych mogących w istotny sposób przekładać się na wycenę polskiego długu w tym roku zaliczamy także ewentualne korekty w zagranicznej polityce pieniężnej tj. dalsze zwiększenie programów skupu aktywów w strefie euro, czy USA, jak również momenty awersji do ryzyka wywołane czynnikami geopolitycznymi (brexit, wojny handlowe, napięcie na Bliskim Wschodzie). W naszej ocenie spośród czynników pozaekonomicznych możliwe przekierowanie wojny handlowej na Europę może być istotnym źródłem zmian na rynku obligacji. Zwiększenie protekcjonizmu stanowić będzie bowiem zagrożenie dla stabilizującej się koniunktury w EMU.

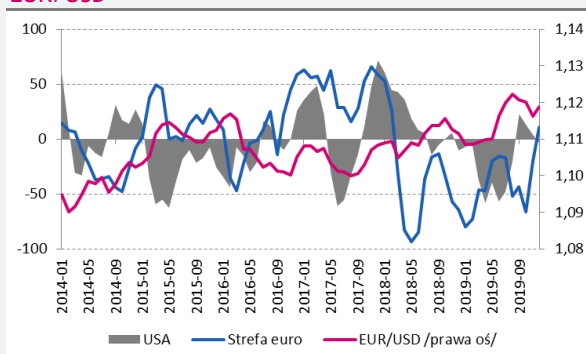
Krótkoterminowy dług pozostanie stabilny w tym roku

W przypadku krótkiego końca krzywej oczekujemy natomiast utrzymania dochodowości 2-latką przez większość roku w okolicach 1,45%. Na początku roku jednak w ślad za gwałtownym przyspieszeniem inflacji CPI i towarzyszącym jej wykasowaniem oczekiwań na obniżkę stóp procentowych w Polsce może dojść do przejściowego wzrostu dochodowości krótkiego końca krzywej. Będzie on jednak stabilizowany przez spodziewane utrzymanie przez Radę Polityki Pieniężnej dotychczasowego nastawienia - mimo zwiększonej aktywności jastrzębiego skrzydła - z uwagi m.in. na spowalniający wzrost PKB. Wzrost dochodowości neutralizować będą ponadto zmiany strukturalne w portfelach SPW. Systematyczny przyrost bazy depozytowej w bankach komercyjnych - dodatkowo skorelowany z zakupami SPW przez banki - będzie czynnikiem sprzyjającym dalszemu zwiększaniu portfela krótkoterminowych obligacji przez banki komercyjne. Zakupami SPW optymalizują one podatek bankowy. Zwiększenie lokalnego popytu na polskie papiery krótkoterminowe skutkuje „wypychaniem” inwestorów zagranicznych. W listopadzie - ostatnim miesiącu dostępnych danych - portfel obligacji w posiadaniu inwestorów zagranicznych obniżył się do 157,9 mld PLN do najniższego poziomu od grudnia 2011 roku (23,5% udziału). W tym samym czasie „portfel bankowy” wzrósł do 305,2 mld PLN, a jego udział w całości długu (45,5%) był najwyższy w historii.

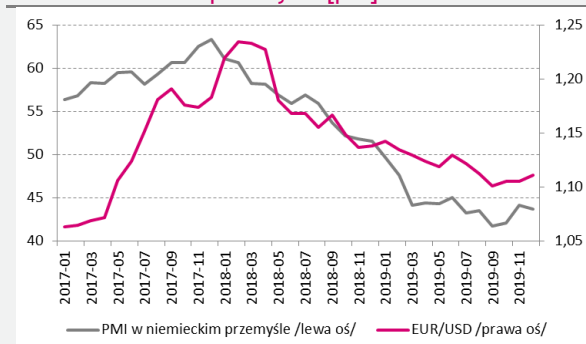
Krajowy popyt pozostanie silny

Dodatkowymi źródłami popytu na obligacje w tym roku będzie objęcie Pracowniczymi Planami Kapitałowymi kolejnej grupy przedsiębiorstw oraz transfer środków z OFE do IKE. Warto również zwrócić uwagę na rosnący popyt na obligacje detaliczne (najczęściej krótkoterminowe), których sprzedaż w 2019 roku była rekordowa. Sprzedaż za 11 miesięcy ubiegłego roku - dane za cały rok zostaną dopiero opublikowane - wyniosła ponad 15,5 mld PLN wobec 12,7 mld PLN w 2018 roku i 6,8 mld PLN w 2017 roku. W ubiegłym roku zmieniła się struktura najczęściej nabywanych papierów. W poprzednich dwóch latach były to przede wszystkim 2-letnie lub 3-miesięczne oszczędnościowe obligacje skarbowe. W 2019 roku natomiast przeważały 4-letnie obligacje indeksowane inflacją (35% całości sprzedaży).

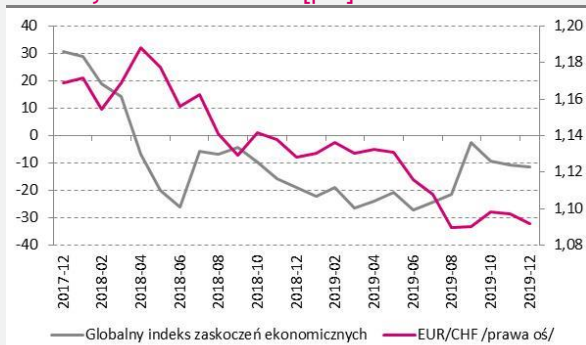
Indeks zaskoczeń ekonomicznych [pkt] oraz kurs EUR/USD



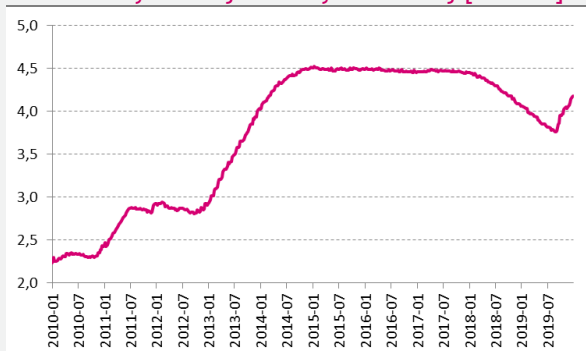
PMI w niemieckim przemyśle [pkt] i kurs EUR/USD



Globalny indeks zaskoczeń [pkt] i kurs EUR/CHF



Bilans amerykańskiej Rezerwy Federalnej [bln USD]



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream

RYNEK EURODOLARA

W minionym roku dolar zyskiwał na wartości, a kurs EUR/USD wyznaczył 2-letnie minimum na poziomie 1,09. Wsparciem dla amerykańskiej waluty były lepsze perspektywy tamtejszej gospodarki w porównaniu do koniunktury w strefie euro, jak również momenty podwyższonej awersji do ryzyka. W tym roku spodziewamy się utrzymania niewielkiej presji na spadek kursu EUR/USD. Sprzyjać jej będą - podobnie jak w 2019 roku - wojny handlowe, napięcie na Bliskim Wschodzie, czy brexit.

Relatywnie niewielka zmienność eurodolara w 2019 roku

W 2019 roku na rynku finansowym dominował temat wojen handlowych i ich konsekwencji dla globalnego wzrostu gospodarczego, stąd nie dziwi zwiększone zainteresowanie tzw. bezpiecznymi walutami. Na wartości w ostatnich miesiącach zyskiwał amerykański dolar, szwajcarski frank, czy japoński jen. W przypadku eurodolara zmienność w minionym roku była wyraźnie mniejsza w stosunku do wcześniejszych lat. Amplituda ubiegłorocznych wahań kursu EUR/USD wyniosła bowiem około 6 centów, co jest wynikiem zdecydowanie niższym niż 13 centów w 2018 roku, czy blisko 18 centów zmienności przed trzema laty. W 2019 roku kurs EUR/USD obniżył się z poziomu 1,15 w styczniu do 1,09 pod koniec minionego roku głównie w wyniku słabości europejskiej gospodarki, która zmusiła Europejski Bank Centralny do ponownego uruchomienia programu skupu aktywów.

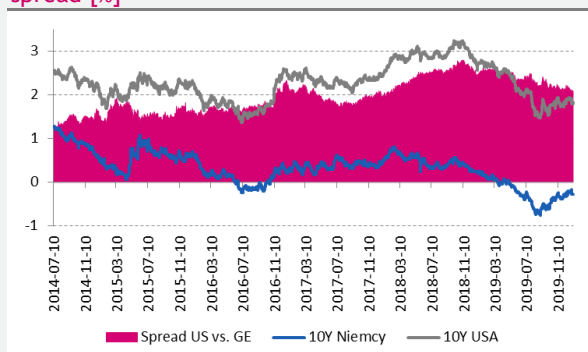
Prawdopodobna dalsza niewielka zniżka kursu EUR/USD

W 2020 roku spodziewamy się ograniczonej zmienności eurodolara z tendencją do niewielkiego spadku kursu. Sprzyjać mu będzie prawdopodobne utrzymanie dysparytetu stóp procentowych pomiędzy USA, a strefą euro. Mimo, iż po ubiegłorocznych obniżkach kosztu pieniądza w USA nie jest on już tak atrakcyjny dla dolara, to nadal sprzyja wycenie amerykańskiej waluty. Czynnikiem sprzyjającym wycenie euro będzie natomiast dysproporcja wzrostu gospodarczego pomiędzy EMU, a Stanami Zjednoczonymi. Mimo, iż nadal wyższe tempo PKB odnotowuje się w USA, to jednocześnie bilans ryzyk koniunktury w USA jest asymetryczny w kierunku słabszych odczytów. W strefie euro natomiast mamy do czynienia ze stabilizacją koniunktury po jej silnym hamowaniu w 2019 roku. Co więcej zgodnie z prognozami EBC powinna się ona stopniowo poprawiać w kolejnych kwartałach. W szczególności, gdyby doszło do uruchomienia programów stymulacji fiskalnej przez niektóre kraje EMU, o co apeluje EBC. Źródłem zmienności w 2020 pozostaną czynniki polityczne. Podobnie jak przed rokiem istotne dla rynku walutowego będą wojny handlowe, przy czym w najbliższych miesiącach może dojść do reorientacji protekcyjizmu z Chin na Europę. Gdyby do tego doszło liczymy się z możliwością zwiększenia presji na spadek eurodolara z uwagi na pogorszenie w większym stopniu perspektyw europejskiej aniżeli amerykańskiej koniunktury. Jednocześnie dolar, jako tzw. bezpieczna przystań, będzie zyskiwał w sytuacjach podwyższonej awersji do ryzyka. Jak pokazał początek 2020 roku źródłem zmienności będą napięcie na Bliskim Wschodzie oraz opuszczenie Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię. Nawet w przypadku brexitu dokonanego z końcem stycznia źródłem zmienności rynków finansowych w 2020 roku będą warunki funkcjonowania w okresie przejściowym. Scenariusz niewielkiej zniżki kursu EUR/USD w tym roku wspiera ponadto analiza techniczna i zainicjowany w połowie 2018 roku kanał spadkowy.

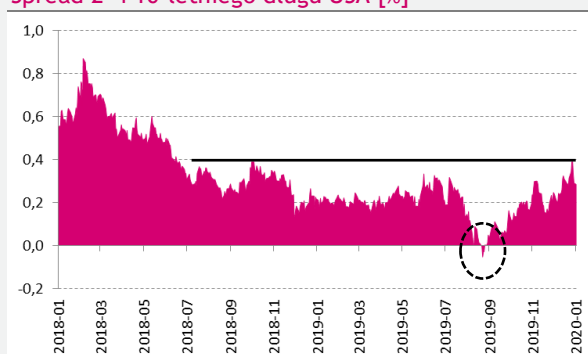
Bilans Fed możliwym źródłem zmienności dolara

Ryzykiem dla umiarkowanej zniżki eurodolara w 2020 roku będzie bilans Fed, który od października ponownie wzrasta. Gdyby interwencje banku rosły lub rozciągnęły się na większość roku byłby to argument za przeceną amerykańskiej waluty na wzór tej z czasów pierwszych trzech edycji programu skupu aktywów (2008, 2010, 2012). Ryzyka dla scenariusza niewielkiego spadku eurodolara są także natury politycznej. Jest nim m.in. procedura impeachmentu D.Trumpa. Mimo, iż Republikanie dysponują większością w Senacie, to rosnące grono osób chcących zeznawać w sprawie nadużycia władzy i utrudniania pracy Kongresu przez D.Trumpa, sprawia, że procedura impeachmentu może wpływać na sondaże przed tegorocznymi wyborami prezydenckimi w USA w listopadzie tego roku.

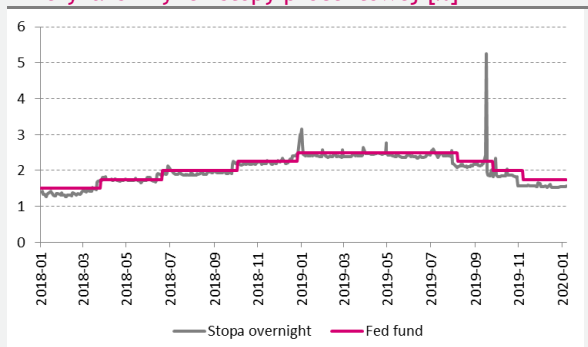
Rentowność 10-letniej obligacji USA i Niemiec oraz spread [%]



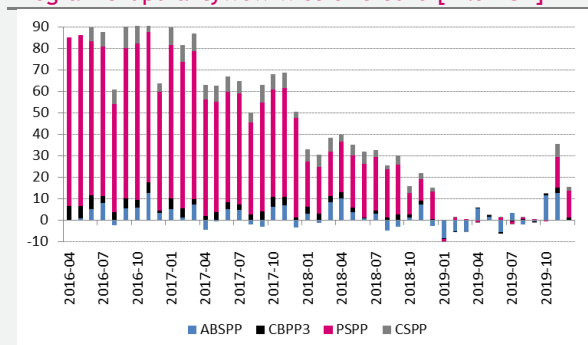
Spread 2- i 10-letniego długu USA [%]



Amerykański rynek stopy procentowej [%]



Program skupu aktywów w strefie euro [mld EUR]



Źródło: Fed, Macrobond

RYNEK OBLIGACJI BAZOWYCH

Złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro i USA oraz wzrost awersji do ryzyka były czynnikami odpowiadającymi za spadek dochodowości obligacji na rynkach bazowych w 2019 roku. Obecnie wyznacznikiem trendów na bazowych rynkach długu będą czynniki geopolityczne oraz perspektywy gospodarcze dla strefy euro i USA. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w tym roku jest podwyższona zmienność wyceny Bunda i Treasuries z uwagi na mnogość przeciwstawnych impulsów mogących wpływać na obligacje.

Historyczne minimum rentowności niemieckiego długu

Miniony rok przyniósł zniżkę dochodowości obligacji na bazowych rynkach długu. Wzrostowi cen obligacji USA i Niemiec sprzyjało łagodzenie polityki pieniężnej oraz wzrost awersji do ryzyka, który zwiększał zainteresowanie tzw. bezpiecznymi aktywami. W przypadku 10-letnich obligacji Niemiec skutkowało to wyznaczeniem historycznego minimum na poziomie -0,72%. Amerykańska 10-latką natomiast zbliżyła się do rekordowego minimum dochodowości (1,35%). Najbardziej charakterystycznymi momentami na amerykańskim rynku długu w 2019 roku były epizody odwrócenia krzywej tj. sytuacja, gdy dochodowość 2-letniej obligacji była wyższa niż 10-latk. Ostatecznie Fed trzykrotnie obniżył stopy procentowe nadając im „ubezpieczeniowy” charakter, a inwestorzy wykasowali bardziej agresywne oczekiwania zakładające kontynuację cięć w 2020 roku.

Podwyższona zmienność Bunda...

W naszej ocenie najbardziej charakterystyczną cechą notowań 10-letniego długu Niemiec w 2020 roku będzie jego podwyższona zmienność. Mimo, iż finalnie dochodowości Bunda na koniec roku nie musi się istotnie różnić od aktualnego poziomu -0,30%, to w ciągu najbliższych 12 miesięcy będzie ona podlegać sporym wahaniom. Źródłem zwężki dochodowości europejskiego długu będzie stabilizacja koniunktury w Europie i jej możliwe niewielkie ożywienie w drugiej połowie roku. Tym bardziej, gdyby zostało ono wsparte uruchomieniem programu stymulacji fiskalnej w Niemczech. Mimo, iż nie jest to scenariusz bazowy niemieckich polityków, to z uwagi na presję ze strony Europejskiego Banku Centralnego, któremu przewodniczy Ch.Lagarde, nie można tego wykluczyć. W kierunku niższych rentowności oddziaływać będą natomiast momenty podwyższonej awersji do ryzyka lub zwiększenie przez EBC programu skupu aktywów połączone ze zniesieniem limitów koncentracji dla zakupów długu jednego kraju. Przy czym wyznaczone w 2019 roku historyczne minimum na poziomie -0,72% uznajemy za przereagowanie osiągnięte w stanie skrajnego pesymizmu, co do perspektyw gospodarczych oraz oczekiwań na nieuporządkowany brexit, którego najprawdopodobniej uda się uniknąć. By zbliżyć się do wspomnianego poziomu musiałby dojść w naszej ocenie do kumulacji wzrostu napięcia geopolitycznego z sygnałami załamania koniunktury pod wpływem np. eskalacji wojen handlowych na świecie.

...i US Treasuries w 2020 roku.

Podwyższona zmienność będzie charakteryzowała w tym roku także wycenę 10-letniego długu USA. Kluczowe dla perspektyw długu USA będzie zachowanie Fed. O ile scenariusz stóp procentowych prezentowany w wykresie dot-plot zakłada ich stabilizację, to najistotniejsze będzie jak bardzo turbulencje na rynku stopy procentowej (stopa overnight) wymuszą aktywność banku centralnego. Przypomnijmy, iż od października bilans Fedu ponownie rośnie z uwagi na skup bonów pieniężnych na kwotę 60 mld USD miesięcznie, co jest równoznaczne z uruchomieniem czwartej edycji programu QE. Tym bardziej, iż w grudniu prezes J.Powell nie wykluczył możliwości rozszerzenia skupu o obligacje. W takim przypadku, nakładając na to także epizody awersji do ryzyka, większe prawdopodobieństwo widzimy dla ruchu dochodowości w kierunku niższych poziomów (1,60%). W szczególności w przypadku teoretycznie możliwej korekty na amerykańskim rynku akcji. Czynnikiem neutralizującym zniżkę dochodowości będą jednak wysokie emisje obligacji organizowane przez tamtejszy Departament Skarbu.

PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE • Gospodarka polska

DANE	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020
PKB (% r/r)	4.8	4.6	3.9	3.7	3.5	3.2	3.1	3.1	4.9	5.1	4.2	3.2
Spożycie indywidualne (% r/r)	3.9	4.4	3.9	4.1	3.9	4.2	4.0	3.8	4.5	4.3	4.1	4.0
Inwestycje (% r/r)	12.2	9.1	4.7	2.5	2.0	1.0	1.5	3.0	4.0	8.9	6.0	2.1
Wkład eksportu netto* (pkt proc. r/r)	1.0	0.2	0.8	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	-0.2	-0.5	0.2
Inflacja CPI (% r/r)	1.2	2.4	2.8	2.8	4.1	3.4	3.1	3.0	2.0	1.6	2.3	3.4
Inflacja bazowa (% r/r)	1.1	1.8	2.2	2.7	3.3	2.9	2.9	2.8	0.7	0.7	2.0	3.0
Wynagrodzenia w gosp. narodowej (% r/r)	7.1	7.0	7.7	6.8	7.1	7.0	6.3	6.5	5.5	7.3	7.1	6.7
Zatrudnienie wgosp. narodowej (% r/r)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.4	0.9	0.6	0.2	3.3	2.6	2.2	0.8
Stopa aktywności zawodowej (% k.o.)	55.9	56.2	56.7	56.2	56.1	56.3	56.7	56.5	56.2	56.1	56.2	56.5
Stopa bezrobocia wg BAEL (% k.o.)	3.9	3.2	3.2	3.2	3.5	3.1	3.4	3.4	4.5	3.8	3.2	3.4
Stopa bezrobocia rejestrowanego (% k.o.)	5.9	5.3	5.1	5.2	5.4	4.9	4.9	5.2	6.6	5.8	5.2	5.2
Rachunek obrotów bieżących (% PKB k.o.)	-0.6	-0.4	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.1	-1.0	0.0	-0.1
Wynik sektora finansów pub. (% PKB k.o.)	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.5	-0.2	-0.7	-1.2
Dług sektora finansów pub. (% PKB k.o.)	-	-	-	-	-	-	-	-	50.6	48.9	47.3	46.7
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.)	1.72	1.72	1.72	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.72	1.71	1.72
Obligacje skarbowe 2L (% k.o.)	1.80	1.62	1.52	1.50	1.55	1.50	1.45	1.45	1.71	1.35	1.50	1.45
Obligacje skarbowe 5L (% k.o.)	2.20	1.98	1.78	1.81	1.80	1.85	1.90	2.00	2.65	2.29	1.81	2.00
Obligacje skarbowe 10L (% k.o.)	2.84	2.39	2.00	2.07	2.05	2.10	2.15	2.25	3.30	2.85	2.07	2.25
EUR/PLN (k.o.)	4.30	4.25	4.37	4.26	4.26	4.28	4.29	4.30	4.17	4.30	4.26	4.30
USD/PLN (k.o.)	3.84	3.73	4.00	3.80	3.83	3.85	3.85	3.85	3.48	3.76	3.80	3.85
CHF/PLN (k.o.)	3.85	3.83	4.02	3.92	3.95	3.90	3.90	3.90	3.57	3.82	3.92	3.90

k.o. - koniec okresu

Źródło: Macrobond, Thomson Reuters, Bank Millennium

PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE • Gospodarka globalna

DANE	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020
PKB w USA* (% r/r)	2.7	2.3	2.1	2.2	1.8	1.8	1.7	1.8	2.4	2.9	2.3	1.8
PKB w strefie euro* (% r/r, SA)	1.4	1.2	1.2	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1	2.5	1.9	1.2	1.0
Inflacja CPI w USA* (% r/r)	1.7	1.8	1.7	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1	2.5	1.8	2.1
Inflacja HICP w strefie euro* (% r/r)	1.4	1.4	0.9	1.0	1.1	1.0	1.2	1.2	1.5	1.8	1.2	1.1
Stopa funduszy Fed* (%)	2.50	2.50	2.00	1.75	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50	2.50	1.75	1.75
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 (%)	2.60	2.32	2.09	1.91	1.85	1.80	1.80	1.80	1.70	2.81	1.91	1.80
EURIBOR 3M (%)	-0.35	-0.39	-0.44	-0.41	-0.43	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.36	-0.41	-0.40
LIBOR 3M CHF (%)	-0.71	-0.73	-0.76	-0.69	-0.68	-0.69	-0.70	-0.70	-0.75	-0.71	-0.69	-0.70
Obligacje skarbowe 10L - USA (% k.o.)	2.41	2.00	1.68	1.80	1.80	1.75	1.75	1.80	2.41	2.69	1.80	1.80
Obligacje skarbowe 10L - Niemcy (% k.o.)	-0.07	-0.31	-0.57	-0.19	-0.20	-0.25	-0.30	-0.30	0.48	0.24	-0.19	-0.30
EUR/USD (k.o.)	1.12	1.14	1.09	1.12	1.11	1.11	1.11	1.12	1.20	1.14	1.12	1.12

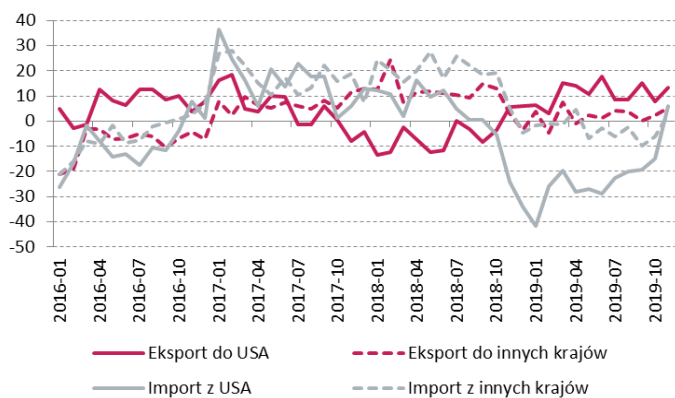
k.o. - koniec okresu

* Bloomberg konsensus

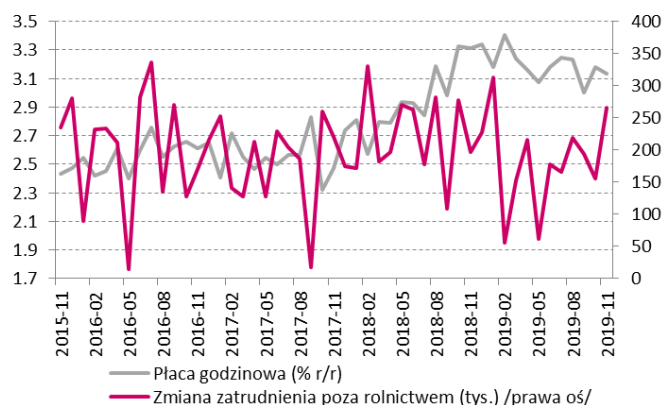
Źródło: Bloomberg, Macrobond, Thomson Reuters, Bank Millennium

PRZEGLĄD DANYCH

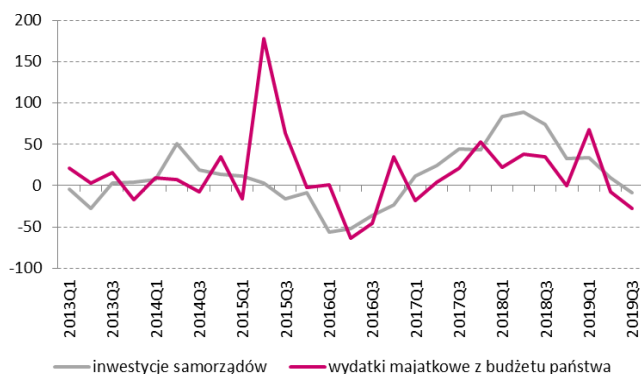
Międzynarodowa wymiana handlowa Chin [% r/r]



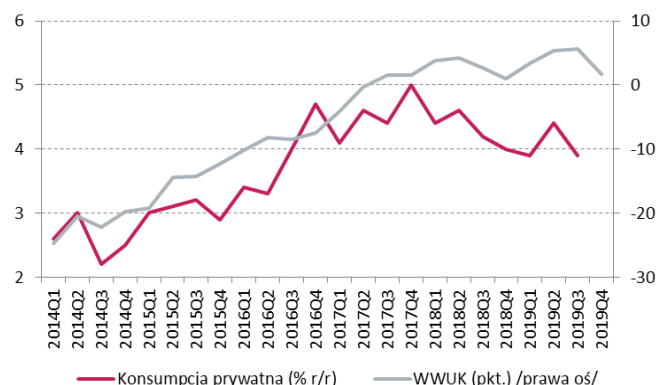
Dane z rynku pracy USA [% r/r]



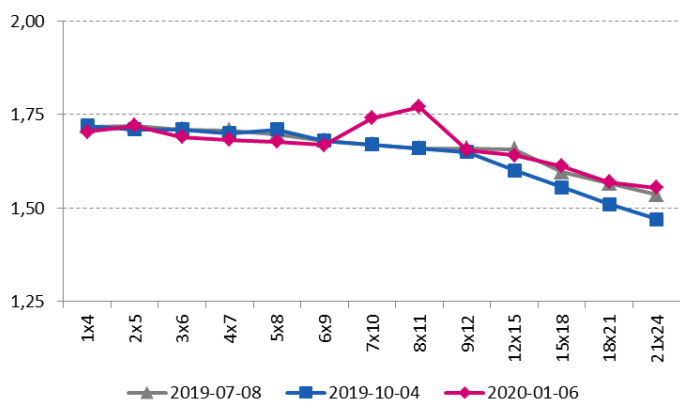
Inwestycje w Polsce [% r/r]



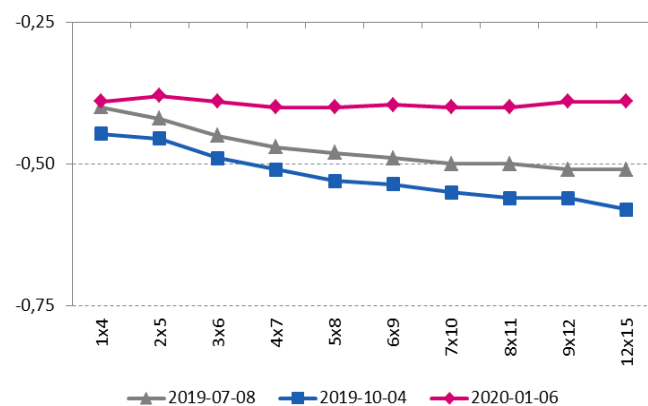
Konsumpcja gospodarstw domowych i WWUK



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.