

Makro i Rynek

Dylematy banków centralnych

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

kwiecień 2024

Millennium
bank

Spis treści

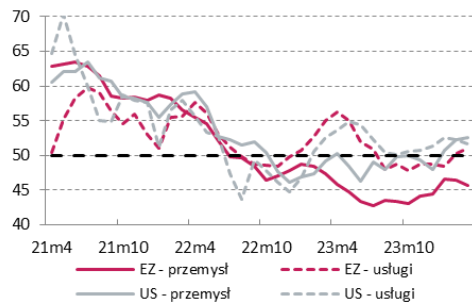
<u>W skrócie</u>	3
<u>Gospodarka globalna</u>	4-5
<u>PKB w Polsce</u>	6-8
<u>Środki europejskie</u>	9-10
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	11
<u>Rynek pracy</u>	12
<u>Inflacja</u>	13-14
<u>Polityka pieniężna</u>	15
<u>Polityka fiskalna</u>	16
<u>Rynki finansowe EUR/PLN</u>	17
<u>Wybory prezydenckie w USA</u>	18
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	19
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	20-21
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	22
<u>Dane i prognozy</u>	23

W skrócie...

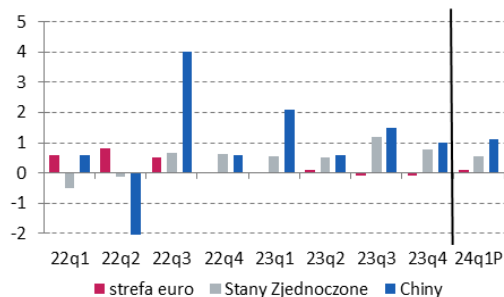
- Początek 2024 r. mija pod znakiem rewizji rynkowych oczekiwań co do ścieżki stop procentowych głównych banków centralnych, a także w naszej części Europy. Odporność gospodarek na wysoką inflację oraz restrykcyjne warunki finansowe, a w szczególności ciasne rynki pracy wzmagają ostrożność banków centralnych w kontekście obniżek stóp procentowych. **Ten rok będzie okresem łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Niemniej, ich tempo oraz skala będzie mniejsza niż wydawało się pod koniec minionego roku.** Nie jest to regułą, ponieważ Narodowy Bank Szwajcarii jako jeden z pierwszych banków centralnych krajów rozwiniętych ściął w marcu stopy procentowe. **W Polsce wysokie stopy procentowe zaguszczą na dłużej niż wydawało się jeszcze do niedawna.** Tym bardziej, że nowy rząd zapowiada przedłużanie praktykowanych przez poprzedni rząd rozwiązań zmniejszających efektywność polityki pieniężnej – wakacje kredytowe oraz preferencyjne kredyty mieszkaniowe. Efektem suboptymalnego układu policy-mix będzie wolniejszy spadek inflacji w Polsce i wolniejsze obniżki stóp procentowych.
- 1Q 2024 był okresem stopniowo przyspieszającego ożywienia w gospodarce światowej po dość słabej końcówce ub. roku. Postępowało ono zgodnie z oczekiwaniami, choć dla niektórych gospodarek rewizje prognoz są zauważalne. Z jednej strony, poprawiły się oczekiwania dla Stanów Zjednoczonych, z drugiej zaś obniżono prognozy dla strefy euro. **Stąd otoczenie zewnętrzne zapewne będzie miało mniej korzystny w latach 2024-2025 wpływ na krajową gospodarkę, niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie.** Ostatnie miesiące to też okres postępującej dezinflacji w wielu gospodarkach, choć już nie tak wyraźnej jak w poprzednich kwartałach. W takich warunkach **rynki finansowe oczekują późniejszego początku cyklu obniżek stóp procentowych i mniejszej łącznej skali cięć w cyklu.** Niemniej widać już na horyzoncie złagodzenie polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny.
- Przełom 2023 i 2024 roku był w gospodarce nieco słabszy od oczekiwań, jednak **perspektywy na kolejne kwartały pozostają optymistyczne.** Opublikowane do tej pory dane za styczeń-marzec br. sugerują, że w całym 1Q br. nieznacznie przekroczy 2% r/r. Wskaźniki wyprzedzające koniunktury sugerują kontynuację ożywienia także dalszej części roku, co jest zgodne z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami. **W całym 2024 r. dynamika PKB będzie w naszej ocenie nieco silniejszy niż nasze oczekiwania sprzed 3 miesięcy i wyniesie 3,1% wobec 2,9% prognozowanych poprzednio.** Rewizja ta, to w dużej mierze efekt nieco lepszych perspektyw w zakresie inwestycji. To zastuga m.in. odblokowania środków z KPO i funduszy strukturalnych, choć ich wpływ uwidoczni się najsilniej w latach 2025-26.
- Na początku 2024 r. dezinflacja postępowała nieco szybciej niż oczekiwaliśmy. Po raz pierwszy od trzech lat, inflacja CPI spadła poniżej środka celu banku centralnego i wyniosła 2,0% r/r. **Odczyt inflacji za marzec jest prawdopodobnie dołkiem inflacji CPI w tym roku i kolejne miesiące przyniosą jej wzrost,** m.in. ze względu na wycofanie działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii elektrycznej. Wciąż wyraźnie powyżej celu NBP kształtuje się inflacja bazowa, a ciasny rynek pracy, wysoka dynamika płać i odradzający się popyt będą utrudniały jej obniżanie. Dlatego też **straciliśmy przekonanie co do obniżek stóp procentowych w Polsce w 2024 r.** Trwałe sprowadzenie inflacji do celu NBP wymaga utrzymania stóp procentowych na wysokim poziomie przez dłuższy czas. Nieczytelna funkcja reakcji RPP zwiększa jednak niepewność co do ścieżki stóp proc. w Polsce.
- Zmiany kursu EUR/PLN na początku 2024 roku dobrze wpisują się w kreślony przez nas w poprzednim raporcie scenariusz łagodnego umocnienia polskiej waluty. Jest jednak coraz bardziej prawdopodobne, iż **ruch umocnienia złotego do euro w tym roku będzie nieco głębszy niż formułowany przez nas dotychczas poziom 4,20.** Wynika to m.in. ze sprzyjających złotemu fundamentów krajowej gospodarki wyrażonych poprawą perspektyw gospodarczych, odblokowaniem środków unijnych, czy chęcią utrzymywania wyższych stóp procentowych w Polsce (sprzyjające carry trade). Co więcej, wsparciem dla złotego są także zagraniczne emisje obligacji polskich przedsiębiorstw, możliwa poprawa sytuacji fiskalnej w długim terminie, czy szybko rosnące walutowe depozyty Ministerstwa Finansów.

Gospodarka globalna - Dane, które napłynęły w 1Q 2024 w niewielkim stopniu modyfikują scenariusz dla aktywności gospodarczej na świecie w latach 2024-2025

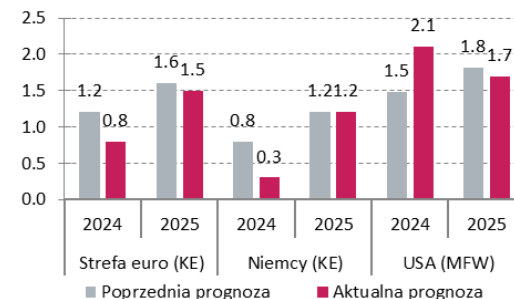
Indeksy PMI dla przemysłu i usług w strefie euro oraz USA (pkt)



Dynamika PKB (% r/r)



Rewizja prognoz PKB(%)

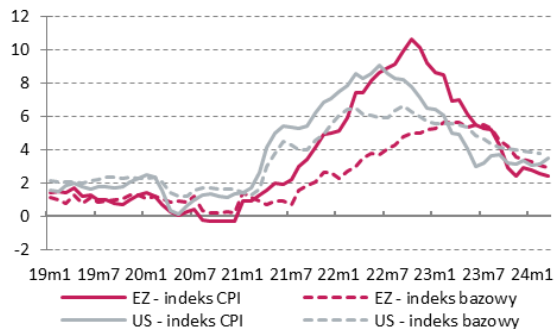


- 1Q 2024 był okresem stopniowo przyspieszającego ożywienia w gospodarce światowej po dość słabej końcówce ub. roku. Złożony globalny indeks PMI łącznie odzwierciedlający aktywność w przemyśle i w usługach na świecie wzrósł w 1Q 2024 średnio do 52,0 pkt z 50,5 pkt w 4Q 2023. Sytuacja różniła się jednak między gospodarkami. Ożywienie utrzymywało się krajach rozwijających się, w tym w Chinach, ale także w Stanach Zjednoczonych. Według oddziały Fed w Atlantycie, gospodarka USA wzrosła w 1Q 2024 o ok. 0,5% kw/kw, po dobrym wzroście w 4Q 2023 o 0,8% kw/kw. Jednocześnie w marcu przemysł, jak wskazuje indeks ISM, powrócił po 1,5 roku do ożywienia, a usługi nadal kontynuowały wzrost. Niemniej w niektórych sektorach w USA pojawiają się sygnały stabilizacji popytu na pracę. Sytuacja w strefie euro w 1Q 2024, była bardziej zróżnicowana. Kondycja europejskiego przemysłu nie wyglądała korzystnie. Niemniej, usługi, największy sektor tej gospodarki, wrócił w 1Q 2024 do ożywienia, czemu sprzyjał mocny rynek pracy. PKB w 1Q 2024 w strefie euro, jeśli wzrost kw/kw, to tylko nieznacznie.
- Nowe dane zasadniczo nie zmieniają prognoz wzrostu PKB w skali światowej. Dla niektórych gospodarek rewizje prognoz są jednak zauważalne. Z jednej strony, poprawiły się oczekiwania dla Stanów Zjednoczonych. Według Międzynarodowego Funduszu Walutowego wzrost PKB w latach 2024-2025 wyniesie tam odpowiednio 2,1% i 1,7%, wobec 1,5% i 1,8% spodziewanego jesienią ub. roku. Ewentualna wygrana w wyborach prezydenckich D.Trumpa w listopadzie 2024 r., naszym zdaniem, nie wpłynęłaby na istotną zmianę prognoz wzrostu PKB i inflacji w USA w 2025 r. Komisja Europejska obniżyła natomiast prognozy PKB dla strefy euro, w tym dla Niemiec. Co prawda KE oczekuje w najnowszej rundzie prognoz, że wzrost gospodarczy na obszarze unii walutowej przyspieszy z 0,3% w 2023 r. do 0,8% w 2024 r. i 1,5% w 2025 r., aczkolwiek oczekiwania te są niższe niż w edycji z listopada ub. roku. Wyniki badań koniunktury wskazują, że poprawiają się oczekiwania dla całości Eurolandu, także dla Niemiec. O ile ożywienie w usługach będzie postępowało, o tyle naszym zdaniem na trwalszą poprawę sytuacji w przemyśle trzeba jeszcze poczekać, być może do obniżek stóp procentowych EBC. W przypadku Chin, drugiej największej gospodarki globu, prognozy nie ulegają większym zmianom. Powyższe informacje wskazują, że ze względu na silne powiązania handlowe Polski ze strefą euro, otoczenie zewnętrzne będzie miało mniej korzystny w latach 2024-2025 wpływ na krajową gospodarkę, niż zakładaliśmy 3,5 miesiąca temu.

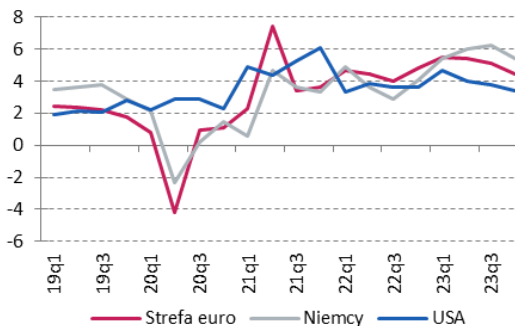
Źródło: Macrobond, Komisja Europejska, MFW

Gospodarka globalna - Banki centralne wykazywały się na początku roku cierpliwością co do początku obniżek stóp procentowych, aczkolwiek widać na horyzoncie złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC

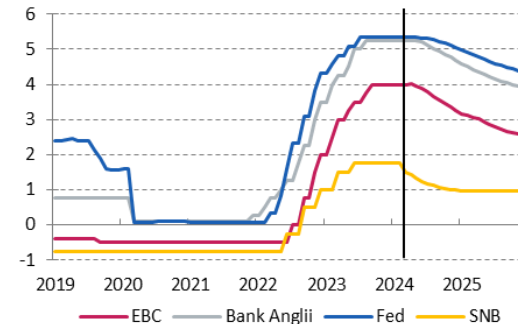
Inflacja w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych (% y/y)



Dynamika płac (% r/r)



Oczekiwania rynkowe stóp procentowych (%)

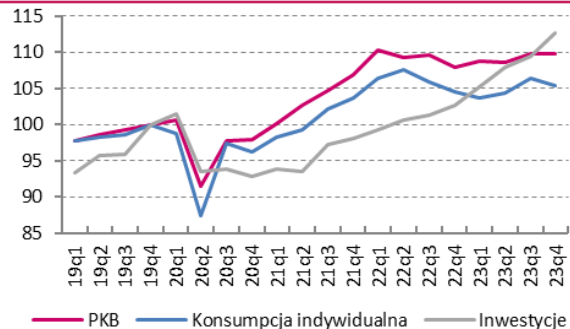


- 1Q 2024 to okres postępującej dezinflacji w wielu gospodarkach. Obniżenie inflacji nie było jednak aż tak wyraźne jak w poprzednich kwartałach. Inflacja HICP w strefie euro obniżyła się do 2,4% r/r w marcu z 2,9% r/r w grudniu 2023. Niższej inflacji sprzyjało wygasanie szoków na rynkach surowców, a także słaby popyt na towary. Inflacja cen usług nadal pozostaje natomiast podwyższona i utrzymuje ogólne wskaźniki cen konsumentów powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. Wysoka inflacja cen usług wynika zarówno z poprawiającego się popytu, jak i rynku pracy, gdzie wzrost płac jest relatywnie szybki, a bezrobocie niskie. Czynnikiem ten odgrywał istotną rolę w zahamowaniu spadków inflacji w Stanach Zjednoczonych. W marcu wskaźnik CPI wzrósł do 3,5% r/r z 3,2% r/r miesiąc wcześniej. Oznacza to, że inflacji CPI średnio w 1Q 2024 nie była niższa niż w 4Q 2023.
- Uporczywość inflacji cen usług wytynęła na utrzymywanie na wysokim poziomie stóp procentowych przez najważniejsze banki centralne na świecie. Jednocześnie wobec prognoz makro, a także dokonanych decyzji banków centralnych, zmieniły się perspektywy polityki pieniężnej, co oznacza późniejszy początek obniżek stóp procentowych i mniejsza tęższa skala cięć w cyklu. Niemniej, prognozy wskazujące na stopniowy powrót inflacji do celu inflacyjnego w strefie euro i USA w warunkach wolniejszego wzrostu płac w kolejnych kwartałach, retoryka bankierów centralnych oraz stabilne oczekiwania inflacyjne przemawiają za oczekiwaniami rozpoczęcia cyklu złagodzenia polityki pieniężnej w tych gospodarkach jeszcze w tym roku. Potwierdziło to kwietniowe posiedzenie EBC, na którym formalnie otwarto drzwi do pierwszej obniżki stóp procentowych w czerwcu br. Obecnie rynki oczekują pierwszej obniżki stóp proc. w strefie euro właśnie w czerwcu, a stopa depozytowa ma zostać ścięta z 4,00% obecnie do 3,00% na koniec 2024 i do ok. 2,50% na koniec 2025 r. W przypadku Fed rynki oczekują pierwszej obniżki dopiero we wrześniu i łącznie tylko 2 cięć stóp proc. o 0,25 pkt proc. w 2024 r. Z kolei na 2025 r. wycena rynkowa wskazuje 2-3 obniżki. Fed natomiast w wykresie dot-plot wskazywał na 3 obniżki zarówno w 2024, jak i w 2025 r., co jest naszym scenariuszem bazowym. Zaznaczamy jednak dużą niepewność co do polityki Fed w nadchodzących miesiącach, gdyż inflacja w tej gospodarce zaskakuje w górę a zatrudnienie nadal mocno rośnie.

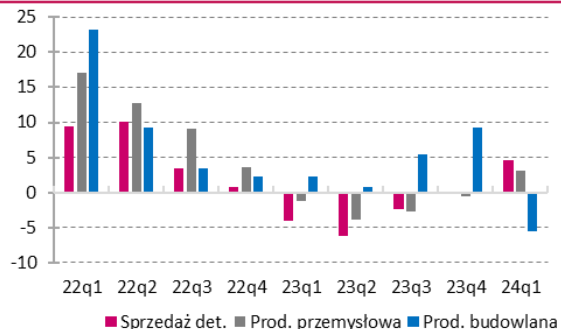
Źródło: Macrobond

PKB w Polsce – Pomimo nieco słabszego przełomu 2023/2024 r. perspektywy dla polskiej gospodarki na dalszą część roku pozostają optymistyczne.

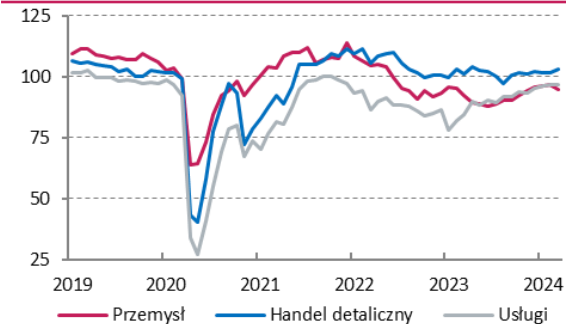
PKB oraz główne komponenty (kw/kw, dane odsezonowane, 4Q 2019=100)



Prod. przemysłowa, prod. bud-montażowa oraz sprzedaż detaliczna (ceny stałe, %, r/r)



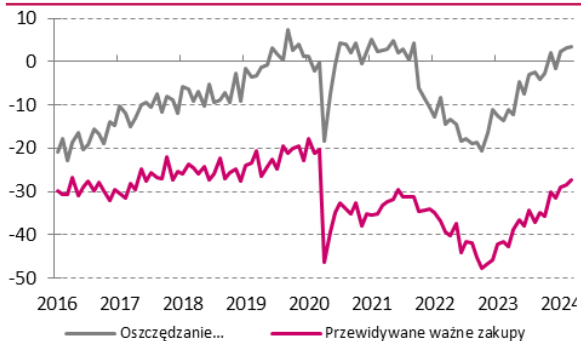
Syntetyczne wskaźniki koniunktury GUS (sa, pkt)



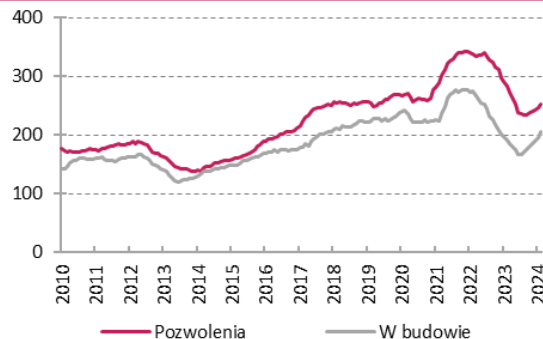
- Końcówka 2023 roku w polskiej gospodarce była nieco słabsza od naszych oczekiwań, aczkolwiek utrzymała się na ścieżce ożywienia, biorąc pod uwagę roczną dynamikę PKB, która przyspieszyła w 4Q ub. r. do 1,0% r/r z 0,5% r/r kwartał wcześniej. Dane odsezonowane wskazały jednak na stagnację gospodarki, która nie urosła względem poprzedniego kwartału. W całym 2023 r. wzrost gospodarczy wyniósł 0,2%, co wyjąwszy pandemiczny rok 2020 jest najgorszym wynikiem w historii dostępnych danych. Niemniej, na przestrzeni ostatnich kwartałów polska gospodarka była jedną z najlepiej radzących sobie spośród krajów UE. Pomimo słabszego wyniku na przełomie 2023 i 2024 r. perspektywy gospodarki pozostają korzystne, a wzrost PKB w 2024 r. będzie nieco silniejszy niż nasze oczekiwania sprzed 3 miesięcy i wyniesie 3,1% wobec 2,9% prognozowanych poprzednio.
- Dane wysokiej częstotliwości z sektora przemysłu oraz handlu detalicznego wskazują na stopniowe odrodzenie aktywności na początku 2024 r. Spadła natomiast produkcja budowlano-montażowa, co nie dziwi w obliczu wygaśnięcia napływu środków europejskich z poprzedniej perspektywy finansowej. Gospodarka utrzymuje się na ścieżce wzrostu, który w całym 1Q br. nieznacznie przekroczy 2% r/r. Dodatnia powinna być także dynamika kw/kw po odsezonowaniu. Wskaźniki wyprzedzające koniunktury sugerują kontynuację ożywienia także dalszej części roku, co jest zgodne z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami. Głównym nośnikiem wzrostu będzie odrodzenie popytu konsumpcyjnego, co widoczne jest w poprawie nastrojów w handlu detalicznym. Oczekiwania te wspierają także badanie koniunktury NBP – Szybki monitoring, czy też wyniki badania PMI, w którym przedsiębiorcy z przetwórstwa przemysłowego formułują optymistyczne oczekiwania na przyszłość.
- Relatywnie słabsze nastroje utrzymują się w sektorze przemysłowym, niemniej utrwała się stopniowe wychodzenie sektora z dołka cyklu koniunkturalnego. Widoczna w ostatnich dwóch miesiącach odbudowa nastrojów w niemieckiej gospodarce i towarzyszące temu wzrosty produkcji przemysłowej (w ujęciu odsezonowanym m/m) dają nadzieję na wyjście niemieckiej gospodarki z recesji, co powinno stanowić wsparcie krajowych eksporterów.

PKB w Polsce – Utrzymują się pozytywne perspektywy konsumpcji prywatnej. Poprawiają się także średniookresowe perspektywy inwestycji w środki trwałe.

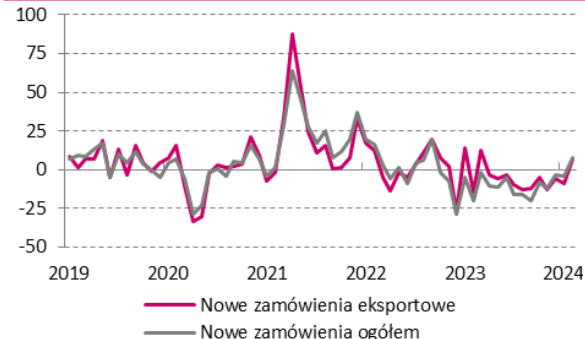
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej (pkt.)



Liczba pozwoleń na budowę mieszkań oraz budowy rozpoczęte (tys., suma krocząca 12M)



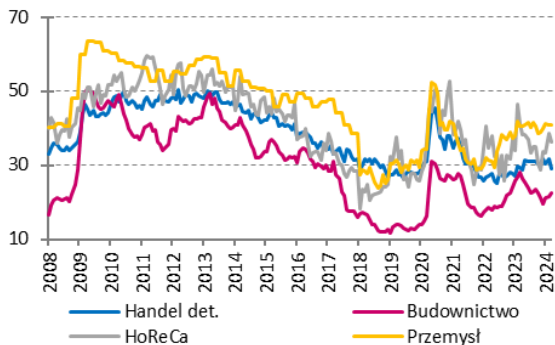
Nowe zamówienia ogółem i eksportowe (% r/r, urealnione inflacją PPI)



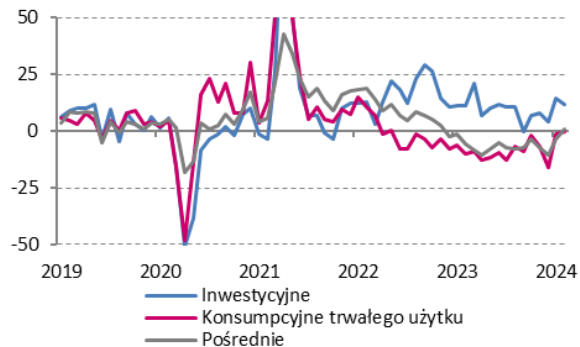
- W 2023 pozytywnie zaskoczyły inwestycje. Ich wzrost w samym 4Q 2023 wyniósł 8,4% r/r, do czego przyczyniła się w dużej mierze realizacja inwestycji współfinansowanych ze środków unijnych. Z tego też powodu dynamicznie rosły inwestycje samorządów (+37,1% r/r w 4Q 2023 i +45,4% w całym 2023 r., w ujęciu nominalnym), podczas gdy nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw rosły w znacznie wolniejszym tempie. Stopa inwestycji wzrosła w 2023 r., choć wciąż pozostaje na historycznie niskich poziomach. Ten rok przyniesie wyhamowanie dynamiki inwestycji, jednak wydaje się, że nieco słabsze niż oczekiwania sprzed trzech miesięcy. Poprawa perspektyw inwestycji to częściowo efekt odmrożenia środków na rzecz KPO oraz szanse na sprawniejszą absorpcję funduszy spójności po rządzie w ubiegłorocznych wyborach. Ich wpływ będzie jednak najsilniejszy w 2025-2026 i w tym okresie to inwestycje w środki trwałe mogą być głównym motorem gospodarki. Średniookresowe perspektywy są zatem bardzo optymistyczne. Wpływ środków europejskich na polską gospodarkę bardziej dokładnie omawiamy na jednym z kolejnych slajdów. Lepszym wynikiem inwestycji w tym roku sprzyjać też będzie odrodzenie budownictwa mieszkaniowego. Dane o liczbie wydanych pozwoleń na budowę mieszkań, a także liczbie rozpoczętych budów sugerują, że inwestycje mieszkaniowe będą miały pozytywny wkład do PKB. Szczególnie, że rząd zapowiada uruchomienie programu preferencyjnych kredytów mieszkaniowych.
- Perspektywy konsumpcji prywatnej pozostają niezmiennie pozytywne. Wyraźna poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych (dynamicznie rosnące realne wynagrodzenia, a także świadczenia społeczne), czemu towarzyszy utrzymanie się niskiego bezrobocia wspiera nastroje konsumentów, a w rezultacie konsumpcję prywatną. Jej wzrost ograniczać będzie jednak spodziewana przez nas odbudowa oszczędności, które zostały uszczuplone w minionym roku. Nie zmieni to jednak faktu, że konsumpcja prywatna będzie głównym motorem gospodarki w tym roku. W oczekiwaniu te wpisują się wyniki badania koniunktury GUS w handlu detalicznym, z których wynika, iż niedostateczny popyt jest barierą prowadzenia działalności gospodarczej dla 18,5% firm. To najniższy poziom od czerwca 2021 r. i niższy niż średnia długoterminowa. Odbudowa popytu konsumpcyjnego cieszy, jednak uwarunkowania te utrudnią walkę z inflacją.

PKB w Polsce - Dane wysokiej częstotliwości

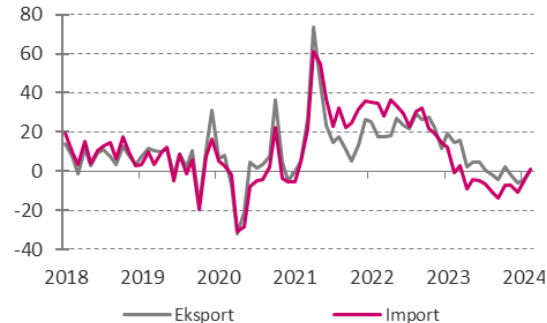
Odsetek firm dla których brak popytu stanowi barierę działalności gospodarczej (%)



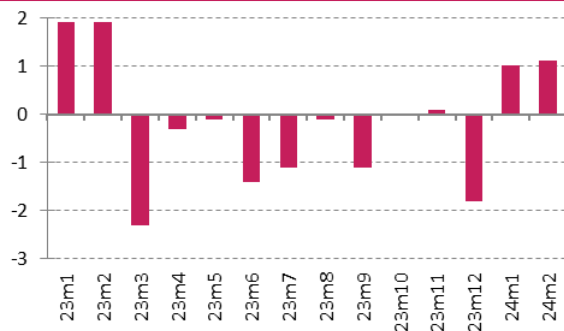
Produkcja przemysłowa według kategorii dóbr (% r/r)



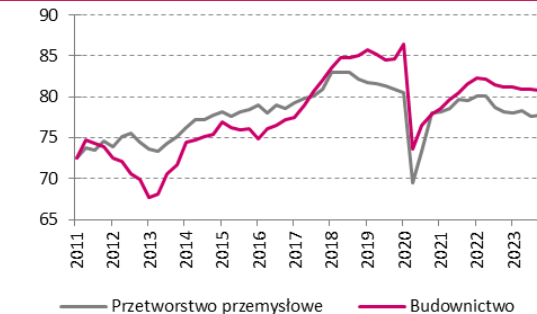
Eksport i import towarów (% r/r, EUR)



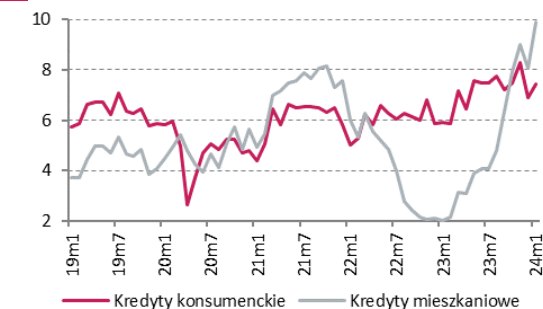
Produkcja przemysłowa w Niemczech (sa, % m/m)



Wykorzystanie mocy wytwórczych (%)

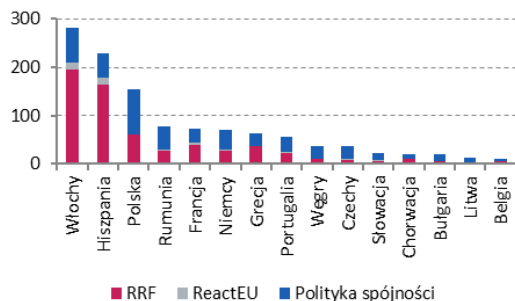


Wartość nowo udzielonych kredytów dla gospodarstw domowych (mld PLN)

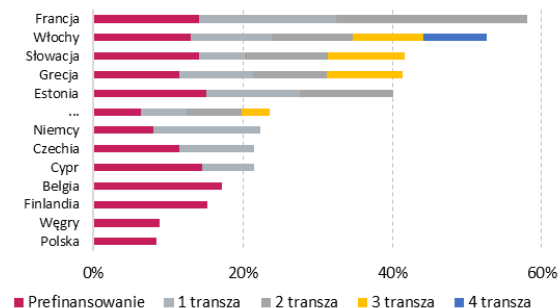


Środki europejskie – Polska stopniowo pozyskuje środki europejskie dla KPO, ale zaległości względem innych krajów są bardzo duże

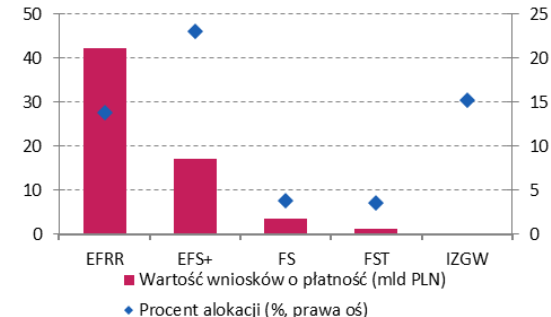
Alokacja środków w ramach NextGeneration EU (RRF+ReactEU) oraz polityki spójności (mld EUR)



Zaawansowanie absorpcji środków w ramach RRF* (%)



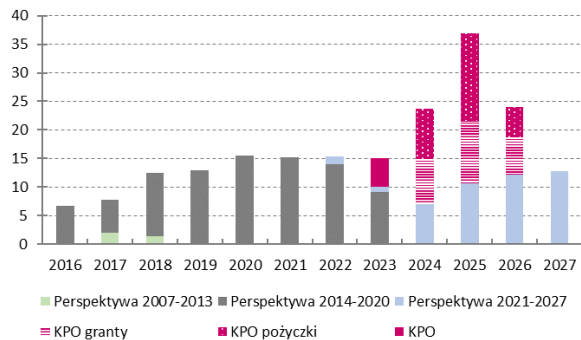
Stan wdrażania programów w ramach polityki spójności 2021-2027** (%)



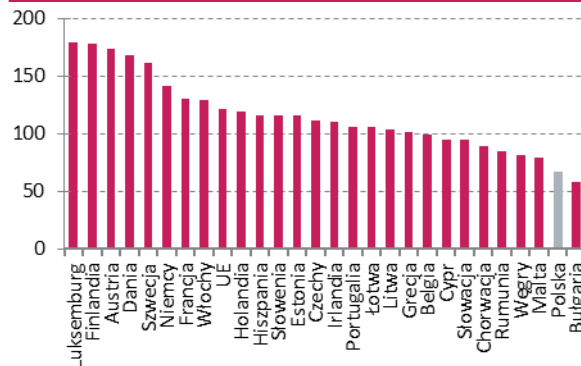
- 29 lutego 2024 r. Komisja Europejska formalnie odblokowała środki europejskie dla Polski w ramach Funduszu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności finansującego Krajowy Plan odbudowy oraz Polityki Spójności nowego budżetu UE na lata 2021-2027. Łącznie kwota tych środków to ok. 600 mld PLN, co stanowi ok. 20% rocznego PKB w Polsce. Ze względu na tę decyzję warto podsumować, na jakim etapie znajduje się Polska w wykorzystywaniu tak znacznych środków.
- Jeszcze pod koniec ub. roku Komisja Europejska przekazała 5 mld EUR jako prefinansowanie projektów w ramach Krajowego Planu Odbudowy, a inwestycje z zaliczki KPO w Polsce przekroczyły do końca lutego 1 mld PLN. Rząd poinformował także, że po złożeniu wniosku o płatność 15 grudnia ub. roku, w kwietniu wpłynęły środki z I tranzy KPO wynoszące 6,3 mld EUR. Minister funduszy i polityki regionalnej Katarzyna Pełczyńska-Nałęcz powiedziała w połowie marca, że Polska chce w sierpniu złożyć II i III wnioski o płatności, których kwota wynosi 11,5 mld EUR (przelew zapewne w grudniu br.). Co więcej, w kwietniu rząd planuje złożyć do KE rewizję KPO. Jej celem jest opóźnienie terminu planowanych inwestycji, a także złagodzenie kryteriów przyznania dofinansowania. Warto przypomnieć, że w sierpniu 2026 r. mają zakończyć się wypłaty środków w ramach Funduszu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności, aczkolwiek nie można wykluczyć, że w jakiejś formie terminy te ulegną wydłużeniu. Obecnie Polska jest na szarym końcu w wykorzystaniu środków na rzecz KPO. Np. we Francji i we Włoszech wykorzystano już ponad połowę środków, a dla tego drugiego kraju KE wypłaciła już 4 transe.
- Oprócz KPO Komisja Europejska odblokowała także środki dla polityki spójności. Jest ona realizowana przez 6 oddzielnych Funduszy z czego największe to Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego (223,5 mld PLN), Europejski Fundusz Społeczny Plus (60,9 mld PLN), a także Fundusz Spójności (53,3 mld PLN). Po odblokowaniu środków Polska złożyła pierwszy wniosek o refinansowanie z Funduszu Spójności na 2,9 mld PLN (1,668 mld na programy ogólnokrajowe, 1,271 mld na programy regionalne). Do 2 kwietnia podpisano umowy na 14,6% funduszy UE na lata 2021-2027. Naszym zdaniem, pozyskanie środków jest pod mniejszą presją czasu, gdyż będzie można je rozliczać do 2030 r.

Środki europejskie – Najpewniej nie uda się pozyskać wszystkich środków z KPO, niemniej nawet częściowa realizacja powinna wspierać wzrost gospodarczy

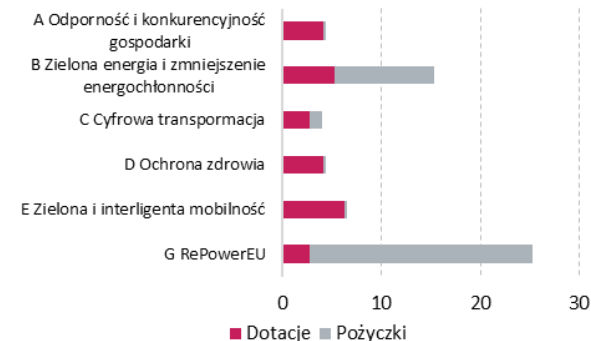
Założenia co do wykorzystania środków UE (mld EUR)



Indeks eko-innowacyjności w 2022 r. (pkt)



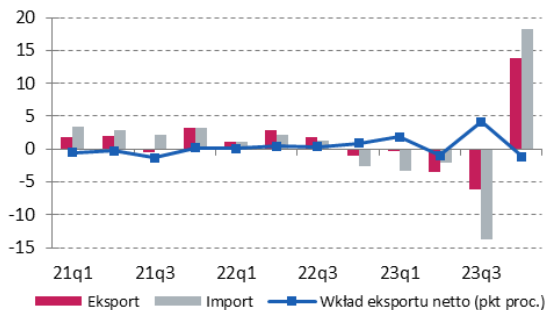
Podział celowy środków w ramach KPO (mld PLN)



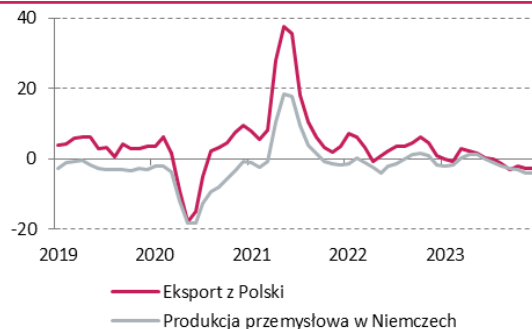
- Dla Polski w ramach środków na Krajowy Plan Odbudowy przypadło 25,3 mld euro (113,28 mld zł) w formie dotacji, a 34,5 mld euro (154,81 mld zł) to część pożyczkowa. Ze względu na opóźnienia jest duże ryzyko, że nie uda się w pełni wykorzystać tych środków. Polska chce zawniekskować do końca 2024 r. jeszcze o 11,5 mld EUR w ramach KPO. Wydaje nam się zatem, że wpływ na krajową gospodarkę środków z KPO będzie ujawniał się nie wcześniej niż na przełomie 2024 i 2025 r. Niemniej, znaczące przyspieszenie wykorzystania tych środków przełożyłoby się na przyspieszenie wzrostu inwestycji w gospodarce, a tym samym na wzrost krajowego PKB. Przyjmując nasze założenia co do tempa absorpcji środków UE (patrz wykres po lewej), wdrożenie KPO podniósłoby tempo wzrostu PKB o łącznie ok. 2,1 pkt. proc. w latach 2025-26. Oznacza to, że wpływ ten byłby wyraźny.
- Realizacja Krajowego Planu Odbudowy ma nie tylko znaczenie dla aktywności gospodarczej w krótkim i średnim okresie, ale także w dłuższym horyzoncie. Wobec postępujących zmian klimatycznych, a także konieczności zmodyfikowania europejskiej polityki energetycznej po rosyjskiej inwazji na Ukrainę, realizacja projektów z KPO ma znaczenie dla przyszłej konkurencyjności gospodarki i odrabiania zaległości do innych krajów Wspólnoty. Dotyczy to m.in. zwiększenia udziału odnawialnych źródeł w bilansie energetycznym Polski, zmniejszenia energochłonności, a także zwiększenia udziału polskich firm w europejskim runku zielonych technologii. Rynek zielonych technologii ma już znaczenie dla krajowej gospodarki, aczkolwiek potencjał do wykorzystania jest większy. Biorąc pod uwagę rosnącą świadomość konsumentów, ale także firm, w zakresie ochrony klimatu i środowiska, rynek ten będzie najpewniej szybko rósł dając szansę przedsiębiorstwom do dołączenia do europejskich trendów gospodarczych, które na dobrą sprawę dopiero się rozkręcają.

Wymiana handlowa z zagranicą - Początek roku w wymianie handlowej z zagranicą nie był dobry ale kolejne kwartały powinny przynieść odciążenie

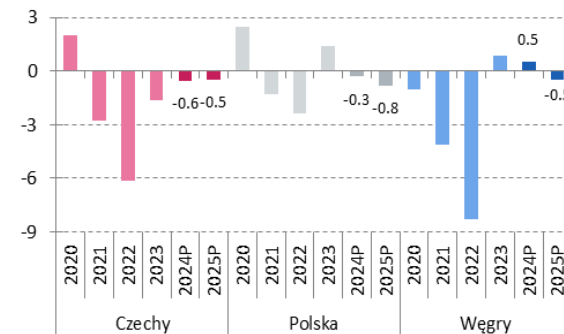
Dynamika r/r eksportu i importu wg rachunków narodowych (%)



Polski eksport i produkcja przemysłowa w Niemczech (% r/r, c. stałe, 3-miesięczna MA)



Saldo rachunku obrotów bieżących (dla Polski prognoza BM, pozostałe KE, % PKB)

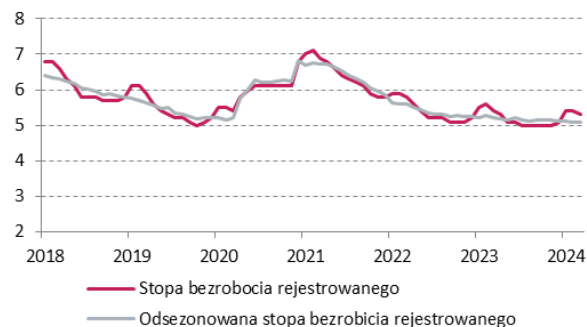


- Handel zagraniczny Polski w 2023 r. znacząco osłabł. Eksport towarów i usług według metodologii rachunków narodowych w cenach stałych spadł o 1,9%, a import aż o 8,3%. Eksport z Polski znajdował się pod negatywnym wpływem słabego popytu z zagranicy, zwłaszcza ze strefy euro, w tym z Niemiec, które znalazły się w 2023 r. w recesji. Z kolei głęboki spadek importu wynikał z ograniczenia sprowadzanych do kraju surowców, a także towarów pośrednich wykorzystywanych w produkcji. Również swój wpływ miała słabsza konsumpcja. W konsekwencji znacząco poprawiło się saldo obrotów bieżących, które na koniec 2023 r. wyniosło +1,6% PKB rosnąc z -2,4% PKB rok wcześniej, co okazało się bardzo pozytywną niespodzianką. Dostępne dane o dynamikach eksportu i importu wskazują, że też początek roku w handlu zagranicznym jest nadal słaby. Szacujemy, że na początku 2024 r. saldo rachunku bieżącego w ujęciu rocznym zaczęło się nieznacznie obniżyć (po lutym 1,4% PKB).
- Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą ożywienie wymiany handlowej Polski. Wyniki badania PMI pokazują optymizm firm dotyczący przyszłej koniunktury w krajowym i europejskim przemyśle. Lepsze od oczekiwań okazały się też dane z przemysłu Chin i Stanów Zjednoczonych, co sygnalizuje budzącą się wymianę handlową w skali globalnej po słabym przełomie 2023 i 2024 r. Sądzymy zatem, że eksport wzrośnie w 2024 r. o 2,5% a w 2025 r. o 5,0%. Spodziewamy się, że wzrost importu będzie jednak jeszcze silniejszy, w związku z odbudową konsumpcji i w późniejszym okresie importochłonnych inwestycji. Stąd saldo obrotów handlowych z zagranicą zapewne będzie w latach 2024 i 2025 ujemne. Czynnikiem ten, według nas sprowadzi także saldo rachunku bieżącego (szersza kategoria niż tylko saldo towarowe) w odniesieniu do PKB w wartości ujemne. Należy jednak zauważyć, że prognozy dla Czech i Węgry pokazują podobne spodziewane tendencje. Nie wydaje nam się, aby stopniowe pogarszanie się salda obrotów bieżących istotnie oddziaływało na kurs złotego. Należy podkreślić, że Polscy eksporterzy odnieśli sukces wykorzystując postpandemiczne ożywienie gospodarcze na świecie. Sądzymy, że po zadyszce w 2023 i na początku 2024 r. wywołanej inflacją i wojną dalej będą pozyskiwać nowe rynki, będąc ważną częścią widocznego trendu near/friend-shoringu.

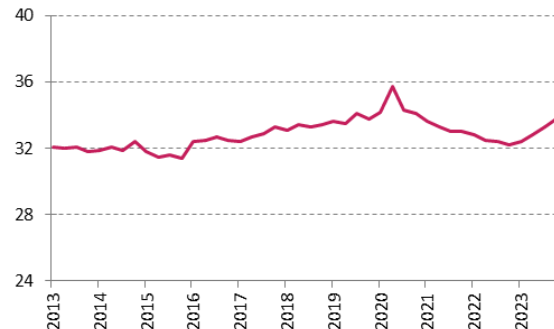
Źródło: GUS, Macrobond, NBP, Komisja Europejska, Bank Millennium, P-prognoza, MA – średnia ruchoma

Rynek pracy - Płace rosną szybciej od oczekiwań, niemniej nie wpływa to negatywnie na bezrobocie

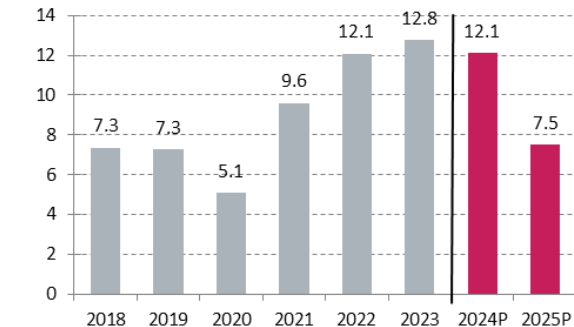
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)



Udział wynagrodzeń w PKB (% sa)



Dynamika płac w gospodarce narodowej i prognoza Banku Millennium (%)

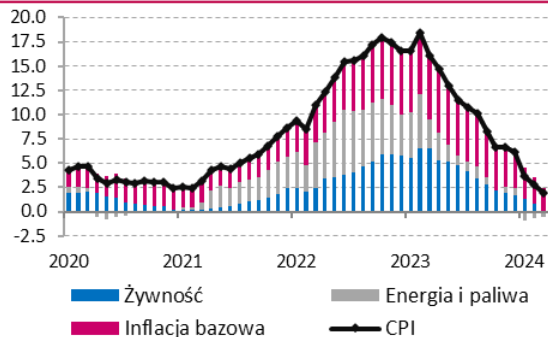


- Zatrudnienie w 1Q 2024 nie zaskoczyło i było stabilne, podobnie jak kwartał wcześniej. Przypomnijmy, że liczba pracujących wzrosła w 4Q 2023 o 0,1% r/r, tj. nieznacznie, a stopa bezrobocia pozostawała niska. Stagnacja wzrostu liczby pracujących oraz spadająca r/r liczba wolnych miejsc pracy potwierdziły, że pod koniec ub. roku popyt na pracę nie był już tak silny jak w latach 2021-2022. Nie dysponujemy jeszcze danymi BAEL za 1Q 2024, lecz inne bieżące dane wskazują, że rynek pracy był stabilny także na początku 2024 r. Stopa bezrobocia rejestrowanego (po odsezonowaniu) przez cały kwartał kształtowała się na 5,1%, a więc najniższym poziomie w historii nowoczesnej polskiej gospodarki. Stopa bezrobocia wg Eurostat obniżyła się natomiast w lutym do 2,9% z 3,0%. W takich warunkach i po silnej, bo 20% podwyżce płacy minimalnej, przyspieszył wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw. W styczniu i w lutym wyniósł on średnio o 12,9% r/r po wzroście o 11,4% r/r w 4Q 2023. Powyższe dane nie uwzględniają sfery budżetowej, gdzie płace silnie wzrosły np. w oświacie. Stąd wzrost płac w 1Q 2024 w całości gospodarki narodowej przyspieszy do ok. 12,5% r/r i to pomimo niższej inflacji niż pierwotnie prognozowaliśmy.
- Dane za 1Q 2024 okazały się na tyle optymistyczne, że rewidujemy w górę prognozę wzrostu płac w całej gospodarce w 2024 r. do 12,1% r/r, tylko nieznacznie niżej niż wzrost w 2023 r. (12,8% r/r). Dane o wynikach średnich i dużych firm wskazują, że w 4Q 2023 wraz z niższą inflacją trudniej było przedsiębiorstwom przenosić koszty na ceny, niemniej lepsza sytuacja m.in. w kosztach surowców zrobiła przestrzeń dla utrzymywania zatrudnienia. W firmach o niższym zatrudnieniu przestrzeń do absorbowania kosztów pracy jest zapewne mniejsza, aczkolwiek jak na razie w danych nie widać negatywnego wpływu szybkiego rosnących płac na zatrudnienie. Nadal spodziewamy się zatem, że najbliższe miesiące upłyną pod znakiem stabilizacji stopy bezrobocia (po usunięciu wahań sezonowych). Natomiast w nieco dłuższym horyzoncie popyt na pracę powinien wzrosnąć, wraz z ogólną prognozowaną poprawą sytuacji gospodarczej. W naszej ocenie, niepewność co do dynamiki płac jest większa niż poprzednio, zwłaszcza dla 2025 r. Spodziewamy się, że w 2025 r. wzrost płac będzie wolniejszy (7,5% r/r), aczkolwiek przewyższy średnią wieloletnią utrudniając powrót inflacji bazowej do celu inflacyjnego NBP.

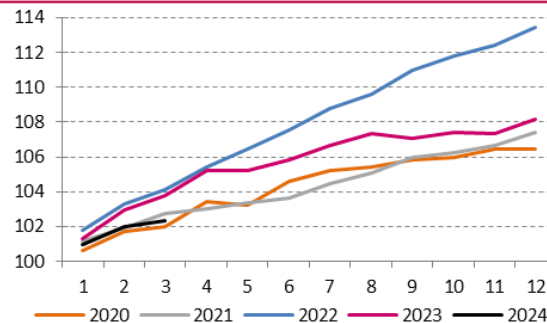
Źródło: GUS, Macrobond, Bank Millennium, P-prognoza

Inflacja – Spadek inflacji CPI w 1 kw. br. do celu NBP jest przejściowy. Inflacja bazowa, szczególnie inflacja cen usług pozostaje bardziej uporczywa i trwały powrót inflacji do celu pozostaje odległą perspektywą.

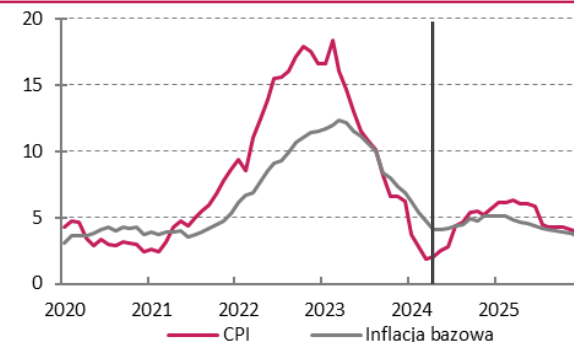
Inflacja CPI i jej struktura (% r/r)



Inflacja cen usług (narastająco od początku roku, grudzień roku poprzedniego=100)



Prognoza inflacji oraz inflacji bazowej (% r/r)



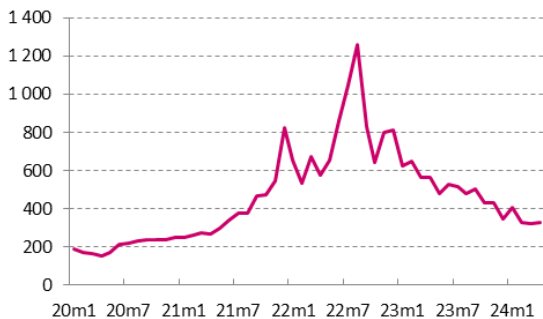
- Na początku 2024 r. dezinflacja postępowała nieco szybciej niż oczekiwaliśmy. To w dużej mierze efekt silniejszego odwrócenia negatywnych szoków podaźowych na rynku żywności i paliw, wojny cenowej głównych sieci detalicznych oraz silniejszego spadku cen dóbr importowanych. Zniżka inflacji widoczna była także w komponentach bazowych, co oznacza, że efekt aktualizacji cenników na początku roku był nieco mniejszy od obaw. W rezultacie, inflacja CPI spadła w marcu do 2,0% r/r, poziomu najniższego od pięciu lat. Spadek inflacji CPI poniżej środka celu inflacyjnego NBP nie oznacza jednak sukcesu w walce z inflacją. Inflacja bazowa netto (wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) wyniosła w marcu, według naszych szacunków 5,7% r/r wobec 6,9% r/r w grudniu ub. roku, wciąż utrzymując się wyraźnie powyżej celu banku centralnego. Miesięczne wzrosty inflacji bazowej, choć niższe niż w ubiegłym roku, wciąż są wyższe niż średnia długoterminowa. Wciąż uporczywa jest inflacja cen usług, choć w marcu nastąpiło wyraźne wyhamowanie ich miesięcznej dynamiki.
- Odczyt inflacji za marzec jest prawdopodobnie dołkiem inflacji CPI w tym roku i kolejne miesiące przyniosą jej wzrost. Przywrócenie stawki VAT na podstawową żywność do 5% zahamuje dezinflację cen żywności, choć ze względu na wojnę cenową sieci detalicznych jej wpływ na ogólny wskaźnik CPI będzie w naszej ocenie wyraźnie mniejszy niż potencjalny wzrost o 0,9 pkt. proc. przy założeniu pełnego przełożenia wzrostu stawki VAT na ceny detaliczne. Ze względu na wysoką dynamikę kosztów pracy inflacja bazowa pozostanie bardziej uporczywa, a dotyczyć to będzie szczególnie cen usług. Tym bardziej, że w warunkach odradzającego się popytu konsumpcyjnego, wspartego ekspansywną polityką fiskalną i prawdopodobnym utrzymaniem działań osłabiających kanał transmisji stóp procentowych (np. przedłużenie wakacji kredytowych) przedsiębiorcy będą mieli przestrożę do obrony marż. W takich uwarunkowaniach spadek inflacji bazowej netto będzie dużo wolniejszy i do końca 2025 r. nie powróci ona do celu NBP. W II połowie br. ze względu na czynniki statystyczne, wręcz nieznacznie wzrośnie. Czynnikiem niepewności dla ścieżki inflacji w tym roku jest wpływ wygaśnięcia zamrożenia cen energii elektrycznej do końca czerwca br. Tym bardziej, że rząd nie przedstawił dotychczas działań neutralizujących ich wpływ na budżety gospodarstw domowych.

Inflacja w Polsce - w wykresach

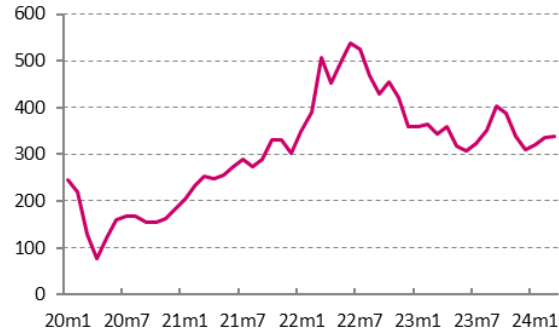
Heatmapa procesów inflacyjnych w Polsce

	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02
Inflacja CPI m/m (3mma)	101.3	100.8	101.6	101.7	102.3	101.7	101.2	100.9	101.0	101.4	101.4	100.9	101.1	101.3	101.6	101.0	100.6	100.2	99.9	99.9	99.8	100.0	100.2	100.4	100.4	100.3
Ceny usług (3mma)	101.0	101.3	101.4	101.2	101.0	101.1	101.1	101.0	101.1	100.9	100.9	100.7	100.9	101.3	101.2	101.3	100.7	100.7	100.5	100.7	100.4	100.2	100.0	100.3	100.6	100.9
Inflacja bazowa netto m/m (3mma)	100.6	100.8	101.0	101.1	101.1	101.0	100.7	100.7	100.9	101.1	101.0	100.8	100.7	100.9	101.2	101.3	101.0	100.6	100.3	100.3	100.1	100.3	100.2	100.3	100.2	100.4
Inflacja bazowa bez cen adm. m/m (3mma)	101.0	100.6	101.4	101.8	102.6	102.0	101.4	101.0	101.0	101.4	101.4	100.9	100.6	100.8	101.2	101.1	100.7	100.2	99.9	99.9	99.7	99.9	100.2	100.4	100.4	100.2
Ceny towarów - bazowe m/m (3mma)	100.3	100.4	100.7	101.0	101.2	100.9	100.4	100.4	100.8	101.2	101.2	100.8	100.6	100.7	101.1	101.3	101.2	100.6	100.2	99.9	99.9	100.3	100.3	100.3	99.9	99.9
Ceny żywności m/m (3mma)	102.2	101.3	101.3	101.9	102.7	102.1	100.8	100.9	101.3	102.1	102.1	102.0	101.7	101.8	102.0	101.5	101.1	100.2	99.6	99.1	99.1	99.7	100.3	100.5	100.7	100.2
PPI ogółem m/m (3mma)	101.6	101.5	103.4	103.4	103.5	101.8	101.4	101.2	100.8	100.6	100.3	100.4	100.8	100.7	100.3	99.2	98.7	98.7	98.7	99.3	99.7	99.9	99.5	98.9	98.5	98.9
PPI przetwórstwo przem. m/m (3mma)	100.9	101.0	102.8	103.2	103.4	101.9	101.3	100.5	100.2	100.5	100.3	100.0	99.3	99.5	99.6	99.5	99.0	98.8	98.7	99.3	99.8	99.8	99.5	98.9	99.0	99.3
Ropa Brent w PLN m/m (3mma)	102.1	106.2	118.8	110.4	109.7	102.6	105.3	98.3	92.8	95.7	96.8	94.5	92.6	95.7	98.7	100.0	95.6	96.7	96.7	103.7	109.4	106.6	99.3	91.6	94.1	99.9
Ceny energii elektrycznej w PLN m/m (3mma)	115.2	103.7	95.5	97.8	108.4	110.4	122.2	124.5	102.6	87.9	89.4	101.1	100.9	94.1	89.3	97.1	90.6	98.3	97.4	100.1	98.8	94.6	97.2	88.6	99.4	92.8
Indeks FAO m/m (3mma)	100.6	101.5	106.2	105.5	104.0	98.9	96.2	95.5	95.9	98.8	99.3	99.0	98.7	98.8	98.7	99.2	98.4	98.7	98.9	99.3	99.7	99.0	99.7	99.3	99.1	98.9
Ceny importu m/m (3mma)	102.1	101.7	102.6	103.0	102.6	101.1	100.4	100.9	101.4	101.7	101.4	98.6	98.2	98.2	97.0	98.9	97.8	97.7	99.5	95.3	98.1	98.5	104.4	100.8	99.6	
Indeks spodziewanych cen - handel det. (pkt) *	24.5	19.2	23.4	24.1	24.4	24.2	20.8	22.1	24.4	23.2	23.4	23.0	22.0	17.2	13.3	14.4	7.1	5.8	1.4	1.0	1.7	3.7	3.7	3.9	9.6	7.4
Indeks spodziewanych cen - przemysł (pkt) *	33.7	24.9	28.9	33.1	28.4	25.3	18.2	17.7	21.8	19.5	16.5	19.2	21.5	14.2	8.4	4.8	0.3	-2.4	-3.8	-5.0	-1.7	0.0	2.9	4.6	6.6	5.6

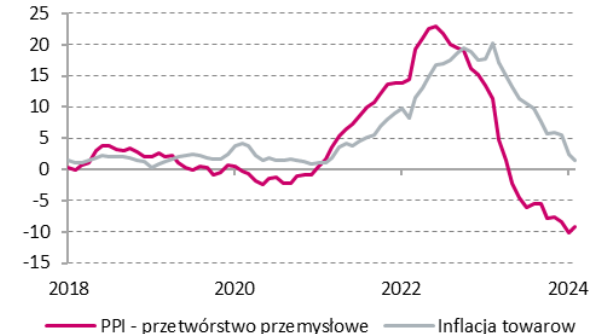
Ceny energii elektrycznej (w PLN)



Ceny ropy naftowej Brent (PLN za baryłkę)



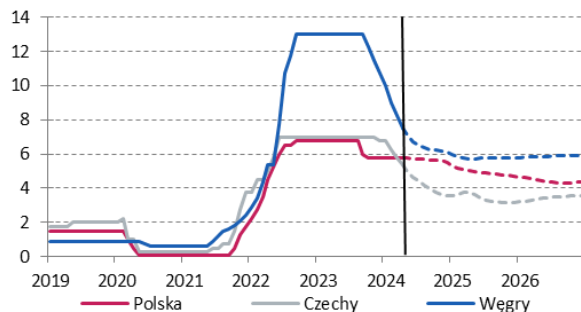
Ceny w przetwórstwie przemysłowym i inflacja cen towarów (% r/r)



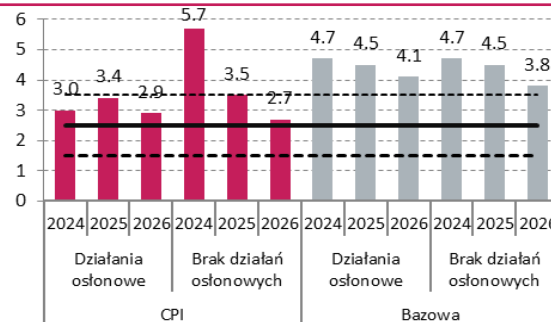
Źródło: Macrobond, Refinitiv Datastream
* Odchylenie od średniej wieloletniej

Polityka pieniężna – Straciliśmy przekonanie co do obniżek stóp procentowych w Polsce w 2024 r. Uwaga przenosi się na 2025 r., a prognoza stóp proc. obciążona jest znaczącą niepewnością.

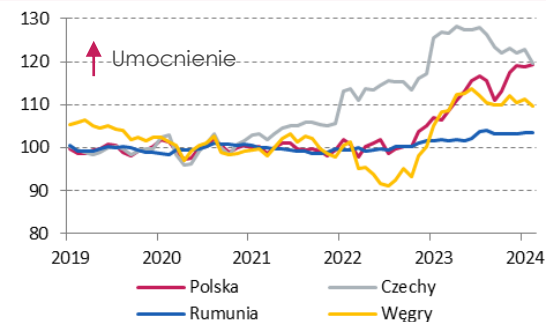
Stopa referencyjna w krajach CEE i wyceniane przez rynki ścieżki w przyszłości (%)



Marcowa projekcja NBP inflacji CPI i inflacji bazowej (% r/r)



Realny efektywny kurs walutowy wybranych gospodarek (indeks, 2020=100)

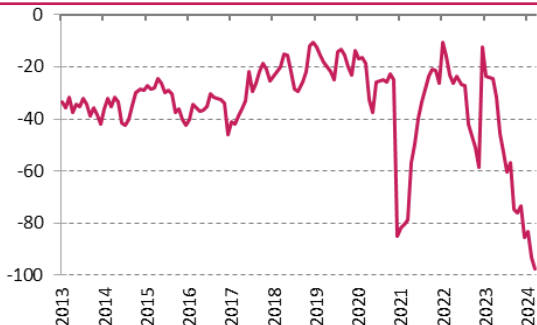


- Rada Polityki Pieniężnej w okresie styczeń-kwiecień br. nie zmieniała parametrów polityki monetarnej. Stopa referencyjna pozostawała zatem na poziomie 5,75%. Kontrastuje to z działaniami innych banków centralnych w regionie, które w pierwszych miesiącach tego roku kontynuowały obniżki stóp procentowych. Narodowy Bank Czech w 2024 r. obniżył podstawową stopę procentową o 100 pkt baz. do 5,75%, a Narodowy Bank Węgier o 250 pkt baz. do 8,25%.
- Pomimo tego, że inflacja CPI była w marcu niższa niż cel inflacyjny NBP, to prezes A.Głapiński na konferencji przedstawił dość jastrzębią retorykę. Mówi bowiem, że nie ma obecnie argumentów za obniżkami stóp proc. w tym roku i że „ogromny” wzrost płac realnych zaczyna niepokoić. Postawa ta, wydłużający się okres stabilizacji polityki pieniężnej najważniejszych banków centralnych, a także dane makroekonomiczne (szczególnie dane o płacach w sektorze przedsiębiorstw) skłaniają nas do rewizji naszej prognozy stóp procentowych. Pod koniec ub. roku spodziewaliśmy się, że stopa referencyjna zakończy 2024 r. na poziomie 4,75%, a więc, że zostanie obniżona o 100 pkt baz. Obecnie wydaje nam się, że w 2024 r. do obniżek nie dojdzie.
- Biorąc pod uwagę marcową projekcję inflacji bazowej powyżej celu inflacyjnego niemal przez cały okres do 2026 r., a także oczekiwany na najbliższe kwartały szybki wzrost płac oraz luźną politykę fiskalną, perspektywy polityki pieniężnej na 2024 r. wydają się dobrze określone. Musimy zaznaczyć jednak, że mogą się pojawić warunki pod koniec roku do jednego lub dwóch cięć, gdyby kurs walutowy umocnił się tak bardzo, że stanowiłoby to problem dla eksporterów. Ryzyko to naszym zdaniem jest jednak mniejsze niż poprzednio. Uwaga powoli wybiega do roku 2025, a perspektywy stóp procentowych dla przyszłego roku są bardzo niepewne. Największe prawdopodobieństwo przypisujemy obniżkom stóp proc. o nie więcej niż 100 pkt baz. Sądźmy bowiem, że może w Radzie znaleźć się większość dla złagodzenia polityki pieniężnej. Rada dysponować będzie prognozami zbiegania inflacji do celu w 2027 r. Ponadto, główne banki centralne powinny kontynuować łagodzenie polityki pieniężnej, co oddziaływałoby w kierunku umocnienia złotego. Naszym zdaniem, bilans czynników ryzyka dla prognozy stóp procentowych na 2025 r. jest skierowany w górę.

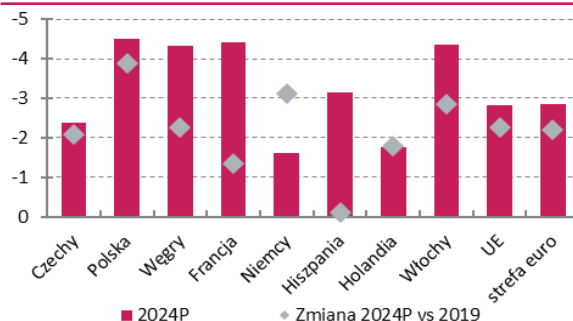
Źródło: Macrobond, NBP, LSEG DataStream, Bank Millennium

Polityka fiskalna - Sytuacja finansów publicznych pozostaje napięta. Polska może zostać objęta unijną procedurą nadmiernego deficytu

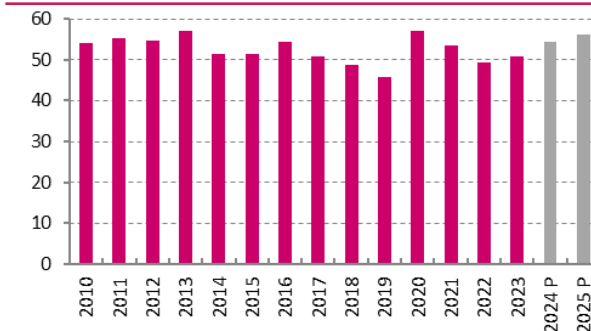
Deficyt budżetu państwa (mld PLN, suma krocząca za 12 miesięcy)



Deficyt sektora general government (% PKB) – prognoza Komisji Europejskiej



Dług sektora general government (% PKB)

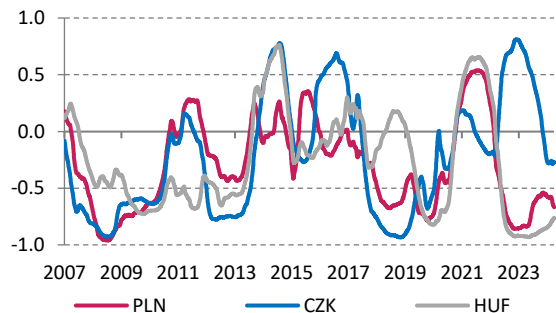


- Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government) w 2023 r. wyniósł 5,1% PKB wobec 3,5% PKB w roku 2022, co było wynikiem bliskim naszym szacunkom. Miniony rok był drugim z rzędu rokiem wyraźnego poluzowania fiskalnego i rok 2024 przyniesie dalsze pogłębienie nierównowagi finansów państwa. Według naszych szacunków deficyt general government wzrośnie w 2024 r. do 5,6% PKB. Z prognoz Komisji Europejskiej wynika, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce będzie w tym roku najwyższy spośród krajów UE i jego wzrost względem przedpandemicznego roku 2019 będzie najwyższy. To wyraźne poluzowanie fiskalne, niemniej należy dodać, że część wzrostu deficytu sektora jest związana z realizacją wydatków militarnych, których wartość silnie wzrosła po wybuchu wojny w Ukrainie. Kolejny rok z rzędu przekroczenia przez deficyt general government wartości progowej 3% PKB prawdopodobnie spowoduje objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu. Na podobny ruch Komisja Europejska zdecyduje się także wobec innych krajów, które przekraczają limity dopuszczalnego deficytu.
- Deficyt budżetu państwa po pierwszych trzech miesiącach tego roku wyniósł 24,5 mld PLN, tj. niemal dwa razy więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Skumulowany deficyt za ostatnie 12 miesięcy natomiast przekroczył po marcu br. 98 mld PLN, osiągając wartość najwyższą w historii dostępnych danych. Sytuacja budżetu pozostaje trudna, na co wpływ mają dynamicznie rosnące wydatki, przy wyraźnie wolniejszym wzroście dochodów budżetowych. Wydatki o charakterze społecznym są najsilniej rosnącą pozycją po stronie wydatkowej. Po stronie dochodów najsilniej rosną natomiast wpływy z podatków pośrednich. Niemniej ich realizacja w całym roku obciążona jest ryzykiem. Co prawda wycofanie działań osłonowych w zakresie cen żywności i powrót stawki VAT do 5%, a przy spodziewanej dalszej odbudowie konsumpcji prywatnej powinny wspierać utrzymanie tego trendu. Przypomnijmy jednak, że w budżecie na 2024 r. przyjęto bardzo optymistyczne założenie, iż wpływy z podatku VAT wzrosną w tym roku o blisko ¼ do 314,4 mld PLN. Tym bardziej, że silniejszy niż założono spadek inflacji może spowodować odbudowę dochodów z podatku VAT. Dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych i wyższa niż przyjęto w założeniach makroekonomicznych do budżetu dynamika płac będzie wspierać natomiast realizację dochodów z podatku PIT.

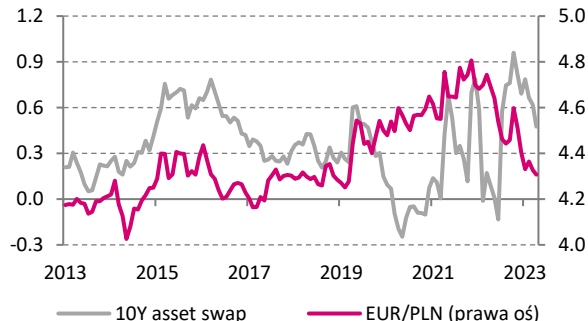
Zródło: Macrobond, Komisja Europejska, Bank Millennium

Rynki finansowe PLN – Perspektywy złotego w 2024 r. pozostają umiarkowanie optymistyczne, aczkolwiek przestrzeń do umocnienia kurczy się

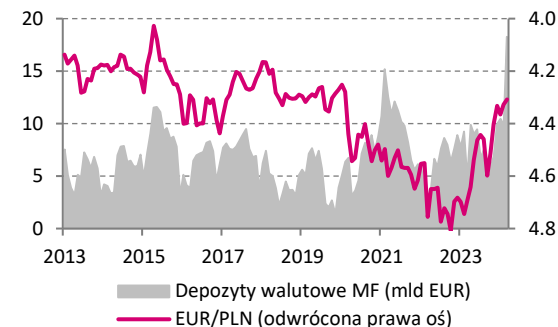
Współczynnik korelacji walut regionu z kursem EUR/USD (2-letnia średnia ruchoma)



Kurs EUR/PLN oraz notowania stawek 10Y asset swap (pkt. proc.)



Kurs EUR/PLN i walutowe depozyty Ministerstwa Finansów (mld EUR)



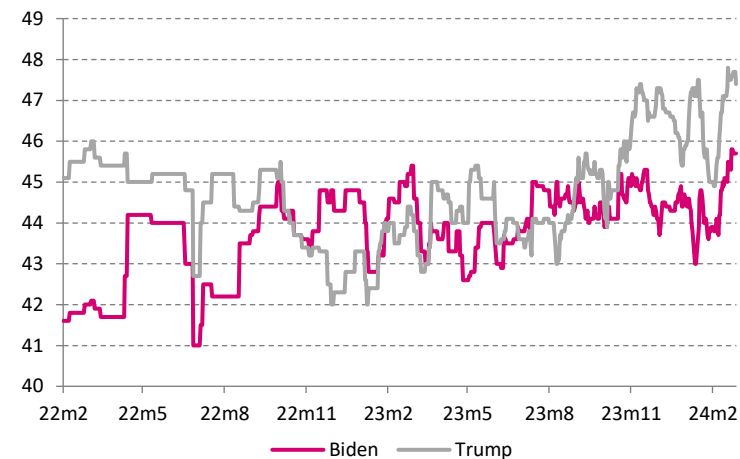
- Zmiany kursu EUR/PLN na początku 2024 roku dobrze wpisują się w kreślony przez nas w poprzednim raporcie scenariusz łagodnej aprecjacji polskiej waluty. Jest jednak coraz bardziej prawdopodobne, iż ruch umocnienia złotego do euro w tym roku będzie nieco głębszy niż formułowany przez nas dotychczas na poziomie 4,20. Wynika to m.in. ze sprzyjających złotemu fundamentów krajowej gospodarki wyrażonych poprawą perspektyw gospodarczych, odblokowaniem środków unijnych, czy chęcią utrzymywania stóp procentowych przez większość członków Rady Polityki Pieniężnej (sprzyjające carry trade). Co więcej, wsparciem dla złotego są także zagraniczne emisje obligacji polskich przedsiębiorstw, możliwa poprawa sytuacji fiskalnej w długim terminie, czy szybko rosnące walutowe depozyty Ministerstwa Finansów. Warto natomiast podkreślić, iż większość opisywanych czynników jest już w dużym stopniu rynkowo zdyskontowana. To tłumaczy dlaczego obecnie uznajemy przestrzeń do aprecjacji złotego za dość ograniczoną (poziom 4,10 jako możliwe tegoroczne minimum kursu EUR/PLN). Przed złotym jednak sporo potencjalnych czynników ryzyka, które mogą zdecydować o jego większej niż dotychczas zmienności.
- W 2024 roku wiele zależeć będzie m.in. od postawy RPP, która – w obecnym składzie – niejednokrotnie zaskakiwała swoimi decyzjami. Potencjalne wydłużenie na choćby część 2025 roku okresu stabilnych stóp procentowych byłoby kolejnym prototypowym argumentem. Podobnie jak możliwość przewalutowania części środków europejskich przez Ministerstwo Finansów bezpośrednio na rynku walutowym. Co więcej, wsparciem dla walut regionu w dalszej części 2024 roku powinny być zmiany eurodolara. Naszym zdaniem oczekiwana wyżka kursu EUR/USD może dodatkowo sprzyjać wycenieniu złotego. Tym bardziej, iż obecnie współczynnik korelacji par EUR/PLN i EUR/USD jest wyraźnie ujemny - także na tle średniej historycznej – co oznacza, że wzrost eurodolara skutkuje umocnieniem złotego do euro. Globalnie za podstawowe ryzyko dla naszego scenariusza łagodnej aprecjacji złotego uznajemy niepewność towarzyszącą geopolityce, czy wpływ wyborów prezydenckich w USA. Lokalnie zaś zmiany na rachunku bieżących przestaną być już czynnikiem sprzyjającym wycenieniu złotego.

Wybory prezydenckie w USA – Ważny moment dla świata (i) rynków finansowych

Potencjalne rynkowe implikacje wyborów prezydenckich w USA

	Polityka pieniężna	USD	Treasuries	Geopolityka	Ropa WTI
J. Biden	Bez wpływu w krótkim okresie Kadencja J. Powella jako prezesa Fed wygasa w 2026 a w 2028 kończy się jego mandat członka Rezerwy Federalnej	Wzrost zmienności, niewielkie osłabienie USD Wygrana J. Bidena na chwilę obecną nie jest scenariuszem bazowym. Oznaczałoby jednak większą przewidywalność i utrzymanie status quo, co zmniejszyłoby nieco apetyt na dolara jako walutę safe-haven.	Wzrost rentowności Propozycje zmian w ubezpieczeniu zdrowotnym, czy wsparcie militarne II kadencji skutkować będą wzrostem deficytu. Konsekwencją będzie zwiększenie podaży obligacji skarbowych.	Utrzymanie status quo Kontynuacja bieżącej polityki nakierowanej na wsparcie m.in. Ukrainy, czy nie eskalowanie wojny handlowej z Chinami.	Stabilizacja cen Realizacja założeń ochrony klimatu poprzez zwiększanie udziału tzw. zielonej energii.
D.Trump	Bez wpływu w krótkim okresie Skład Rezerwy Federalnej pozostaje do końca 2027 roku niemal niezmienny. Część mandatów wygasa dopiero w 2028 i później.	Wzrost zmienności, możliwe umocnienie USD Zgodnie z bieżącymi sondażami zwycięstwo D.Trumpa jest scenariuszem bazowym. Mimo, to oczekujemy, iż wzorem pierwszej kadencji D.Trumpa niektóre kontrowersyjne propozycje mogą czasowo nasilać awersję do ryzyka.	Wzrost rentowności Propozycje zmian podatkowych (wydłużenie/rozszerzenie cięć) skutkują powiększeniem deficytu.	Zmiana narracji w stosunku do Ukrainy (ograniczenia wsparcia militarne) oraz ofensywa wojny handlowej z Chinami (dalszy wzrost cel na towary importowane)	Wzrost cen Ograniczenie działań środowiskowych, możliwy odwrót od porozumień i polityki ograniczania emisji CO ₂ , zwiększenie roli ropy naftowej

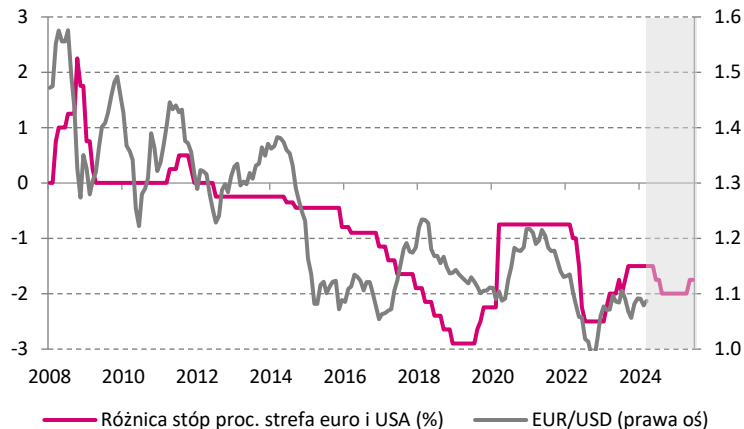
Poparcie dla kandydatów na prezydenta USA (%)



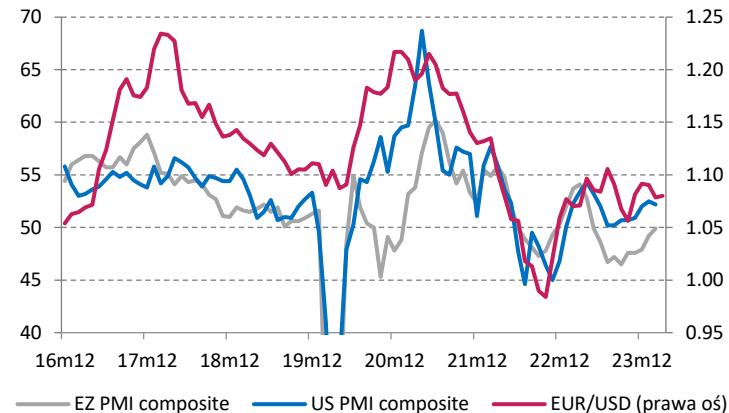
- Wynik wyborów prezydenckich w USA (05.11.2024 roku) jest trudny do przewidzenia. Bieżące sondaże pokazują na utrzymującą się przewagę D.Trumpa nad J.Bidenem, aczkolwiek w ostatnich tygodniach obecny prezydent USA zmniejsza dystans do kontrkandydata i – co najistotniejsze – także w tzw. *key swing states*. Historyczne okresy wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych skutkowały podbiciem zmienności, przede wszystkim amerykańskiej waluty jako rezultat wzrostu lub spadku awersji do ryzyka na rynkach finansowych. Wpływ na notowania Treasuries był zwyczajowo niewielki w krótkim terminie z uwagi na niezależność amerykańskiego banku centralnego i prowadzonej polityki pieniężnej. Ograniczał się on przede wszystkim do kwestii zmian premii za ryzyko, czy możliwości wzrostu deficytu na skutek dyskontowania pomysłów gospodarczych kandydatów. W naszej ocenie wybory prezydenckie w USA są jednym z ważniejszych tegorocznych wydarzeń politycznych z potencjalnymi silnymi implikacjami dla geopolityki, światowego handlu, czy polityki klimatycznej. Koncentrować się one będą jednak przede wszystkim w drugiej połowie roku, gdy zaplanowane są m.in. konwencje wyborcze kandydatów (lipiec, sierpień), czy debaty przyszłych prezydentów i/lub wiceprezydentów precyzujące stanowiska w niektórych kwestiach. Kulminacją rynkowych emocji będzie oczywiście tydzień wyborczy, który historycznie przynosił wyraźne, lecz przejściowe podbicie zmienności dolara.

Rynki finansowe EUR/USD - Eurodolar wciąż z potencjałem do kontynuacji wzrostów w 2024 roku, choć nieco mniejszym niż oczekiwaliśmy pod koniec ubiegłego roku

Różnica stóp procentowych EMU i USA (%) oraz kurs EUR/USD



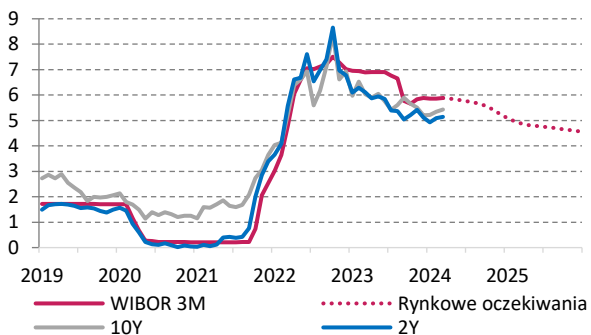
Kurs EUR/USD i indeksy PMI composite strefy euro i USA (pkt)



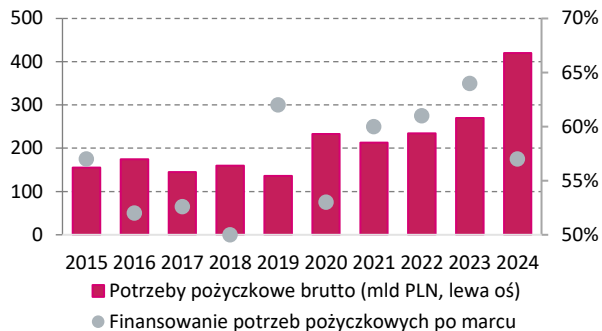
- Mimo, iż początek 2024 roku przyniósł zgodną z naszymi oczekiwaniami stabilizację notowań eurodolara (oscylowanie wokół 1,09), to zdecydowaliśmy o nieznacznej modyfikacji naszych średnioterminowych założeń odnośnie do kursu EUR/USD. Obecnie zakładamy, iż zakres wzrostu eurodolara w tym roku będzie mniejszy i wyniesie 1,13 na koniec 2024 r., a dodatkowo ruch ten poprzedzony zostanie przejściową zniżką w okolice 1,07. Modyfikacja naszej prognozy wynika z faktu, iż – o ile słusznie zakładaliśmy mniejszą skalę cięć stóp procentowych w strefie euro w 2024 roku niż rynek – to przeszacowaliśmy nieco możliwą skalę obniżek kosztu pieniądza w USA w tym roku. Obecnie wciąż solidne wyniki gospodarki amerykańskiej konsekwentnie opóźniają rynkowe oczekiwania co do cięć stóp procentowych w 2024 roku i zapewniają ostrożne podejście władz Fed do kwestii łagodzenia monetarnego. Rynkowym przełożeniem jest krótkotrwałe umocnienie dolara. Jednocześnie jednak docelowa stopa procentowa w ramach mającego rozpocząć się cyklu cięć stóp procentowych pozostaje mało zmienna (najnowszy dot-plot zakłada spadek kosztu pieniądza do przedziału 3.00-3.25% w 2026 roku, tj. 25 pkt. baz. wyżej niż oczekiwania z grudnia 2023 dla tego okresu). Z tego powodu przetasowania w krótkoterminowych oczekiwaniach rynkowych traktujemy jako zaburzenie w nadrzędnym trendzie jakim jest wzrost eurodolara i osiągnięcie wspomnianego poziomu 1,13 na koniec tego roku.
- Czynnikiem sprzyjającym pobiciu zmienności będą także napływające dane makro z gospodarki amerykańskiej i strefy euro. Uważamy, iż drugi kwartał 2024 może być czasem zwiększonej wrażliwości rynku na odczyty koniunktury, które determinować będą moment rozpoczęcia cyklu cięć stóp procentowych Fed i EBC, ale i ich zakres. Czynnikiem ryzyka dla eurodolara pozostają także wybory prezydenckie w USA, co prezentujemy na osobnym slajdzie tego raportu.

Rynki finansowe obligacje krajowe – Spadek dochodowości krajowych obligacji pozostaje naszym scenariuszem bazowym

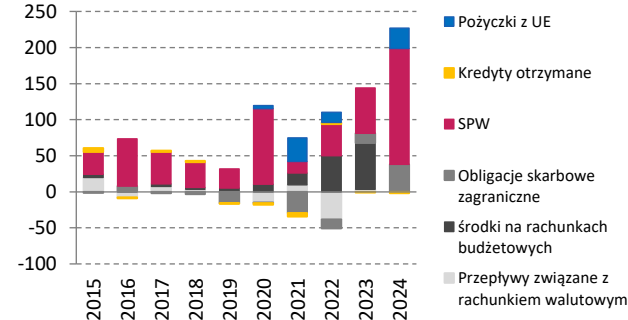
WIBOR 3M oraz rentowności krajowych obligacji (%)



Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa (mld PLN) i stopień ich finansowania (%)



Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto (mld PLN)

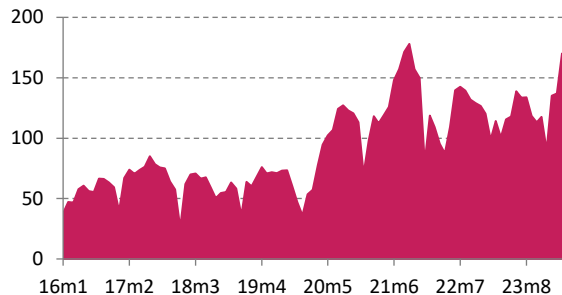


- Początek 2024 roku przyniósł łagodny wzrost dochodowości krajowych obligacji wzdłuż całej krzywej. W przypadku 2-latek wynikał on z bardziej jastrzębiej narracji prezesa Narodowego Banku Polskiego i deklaracji utrzymywania stóp procentowych w Polsce w całym roku. Długi koniec krajowej krzywej natomiast reagował na ograniczania skali tegorocznych obniżek w gospodarkach rozwiniętych (głównie w USA). W efekcie rentowność 10-latki, która na początku stycznia oscylowała wokół 5,10% zwiększyła się o niemal 50 pkt. baz. Utrzymywało się ponadto silne wyplaszczanie krzywej SPW, a mało zmienny był m.in. spread do niemieckiego Bunda (+/- 15 pkt. baz od poziomu 300 pkt. baz.).
- Nasze oczekiwania zakładają, iż rentowność długiego końca polskiej krzywej kierować się będzie ponownie w stronę 5,10% na koniec tego roku. Oznacza to modyfikację w górę (o 50 pkt. baz.) naszych wcześniejszych założeń, co wynika z rewizji naszych założeń odnośnie do poziomu stóp procentowych w 2024 roku pod wpływem wspomnianej wcześniej chęci stabilizacji stóp procentowych przez większość członków Rady Polityki Pieniężnej. Fundamentem oczekiwanych zmian 10-latki będzie wpływ rynków bazowych, gdzie spodziewamy się powrotu do niższej dochodowości w związku z rychłym rozpoczęciem cięć stóp procentowych w strefie euro a od jesieni prawdopodobnie i w USA. Wsparciem w trendzie niższej dochodowości skarbowych papierów wartościowych będą także kwestie malejących podaży, jak również utrzymującego się wysokiego zainteresowania polskim długiem. Przypomnijmy, iż tegoroczne potrzeby pożyczkowe są rekordowe (420 mld PLN). Mimo to stopień ich realizacji jest bliski wieloletniej średniej. Zmniejszenie napięć budżetowych widoczne jest także w spadku stawek asset swap, który w niewielkim stopniu powinien być kontynuowany. Co więcej, nie widzimy ryzyka w finansowaniu potrzeb netto, gdyż sprzedaż obligacji na rynku krajowym i zagranicznym napotyka na solidny popyt. Co więcej, pożyczki z Unii Europejskiej dzięki odblokowaniu Krajowego Planu Odbudowy zostaną zrealizowane zgodnie z planem budżetu a środki na rachunkach budżetowych dynamicznie rosną.

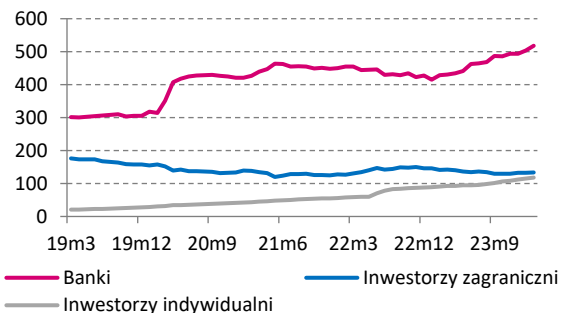
Źródło: Macrobond, LSEG DataStream

Rynki finansowe obligacje krajowe - Perspektywy stóp procentowych w Polsce i największych gospodarkach potencjalnym ryzykiem dla obligacji skarbowych

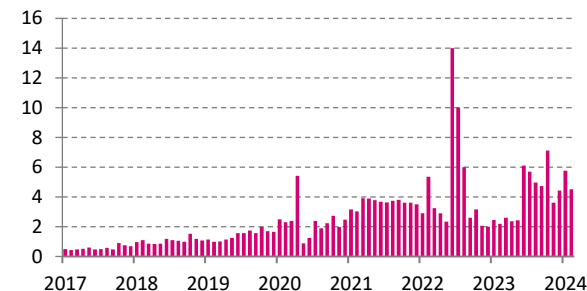
Poduszka płynnościowa Ministerstwa Finansów (mld PLN)



Portfel SPW w podziale na wybrane kategorie inwestorów (mld PLN)



Miesięczna sprzedaż obligacji detalicznych (mld PLN)

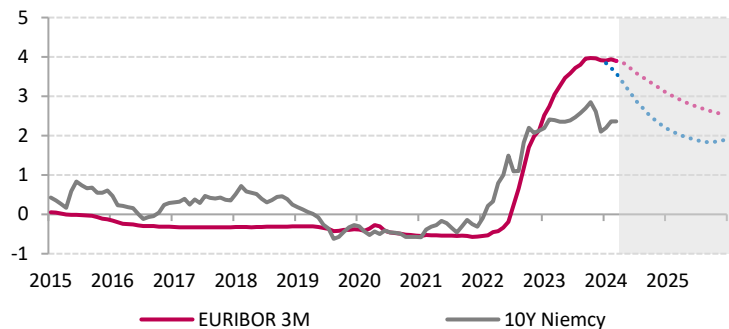


- Na koniec marca br. stan środków na rachunkach Ministerstwa Finansów sięgnął 167,2 mld PLN i był zbliżony do historycznego maksimum z 2021 roku. Co więcej, zrealizowana w tym tygodniu płatność pierwszej transzy środków z Krajowego Planu Odbudowy (6,3 mld EUR) dodatkowo je powiększy. W efekcie istotnie rośnie komfort resortu finansów w finansowaniu potrzeb pożyczkowych, w tym ich realizacji z wykorzystaniem poduszki płynnościowej. Potencjalne zmniejszanie rynkowych podaży SPW stoi natomiast w kontrze do wciąż mocnego popytu na polski dług. Tylko w pierwszych dwóch miesiącach tego roku banki komercyjne nabyły obligacje za 25 mld PLN zwiększając swój portfel SPW do rekordowych 518,1 mld PLN. Co więcej, w tym miesiącu nadpłynność sektora powiększy zbliżający się wykup serii PS0424. Niewykluczone, iż w obliczu poprawiającej się carry trade pomiędzy Polską a pozostałymi krajami regionu, gdzie trwają cięcia stóp procentowych (np. Czechy) udział w polskim długu zwiększą inwestorzy zagraniczni. Nie bez znaczenia jest także utrzymujące się w ostatnich miesiącach wysokie zainteresowanie obligacjami detalicznymi, których sprzedaż w 1Q 2024 wyniosła 15,5 mld PLN.
- Podsumowując uważamy, iż kolejne miesiące – w szczególności drugiej połowy roku – przyniosą powrót dochodowości krajowego długu na niższe poziomy. W obliczu prawdopodobnie stabilnych stóp procentowych w Polsce argumentem za wzrostem cen obligacji będzie ich mniejsza podaż, wciąż wysokie zainteresowanie długiem skarbowym, a także zmiany rynków bazowych. Oczekujemy bowiem, iż w tym roku Europejski Bank Centralny i Fed rozpoczną obniżki stóp procentowych, co pośrednio oddziaływać będzie także na zmiany polskich obligacji (chęć utrzymania spreadu np. do Bundu). Taki scenariusz w połączeniu z opóźnianiem cięć kosztu pieniądza w Polsce może skutkować dalszym wyprzedzaniem krajowej krzywej, tj. silniejszy ruch spadku dochodowości powinien być widoczny w segmencie 10-letki aniżeli 2-letki. Za ryzyko towarzyszące wycenę polskich obligacji uznajemy nieczytelną funkcję reakcji Rady Polityki Pieniężnej, która wzorem kilku poprzednich lat może zaskakiwać swoimi decyzjami. Globalnie natomiast będą to wybory prezydenckie w USA i możliwość późniejszych cięć stóp procentowych w gospodarkach rozwiniętych.

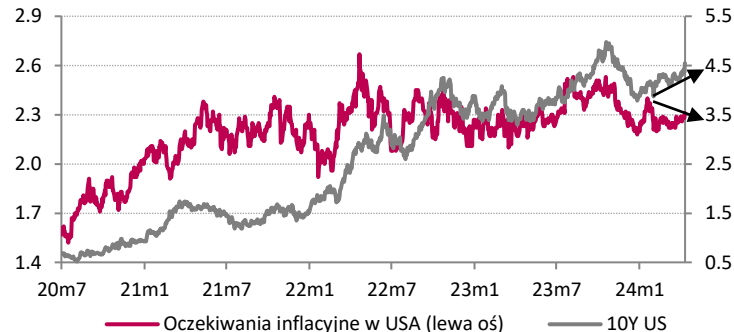
Źródło: Macrobond, LSEG DataStream

Rynki finansowe obligacje bazowe – Dochodowość obligacji na rynkach bazowych z potencjałem do spadku

Oczekiwania co do ścieżki stawek EURIBOR 3M i 10-letni dług Niemiec (%)



Oczekiwania inflacyjne w USA oraz rentowność 10-latk amerykańskiej (%)



- Ostatnie tygodnie były okresem silnych przetasowań w oczekiwanych ścieżkach stóp procentowych w Niemczech i Stanach Zjednoczonych. Na skutek ograniczania rynkowych założeń co do skali cięć kosztu pieniądza w 2024 roku rentowność Bunda wzrosła do poziomu 2,50% tj. o około 50 pkt. baz. licząc od styczniowego minimum i o 60 pkt. baz. do 4,55% w przypadku amerykańskiego Treasuries. Obecnie w przypadku strefy euro rynek zakłada obniżkę stóp procentowych w tym roku o 100 pkt. baz., które uznajemy za wysoce prawdopodobne. Tym bardziej, w świetle narracji z kwietniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, który dość jasno wskazał, iż czerwiec jest możliwym miesiącem dla startu cyklu łagodzenia monetarnego. Z tego powodu uważamy, iż przestrzeń do kontynuacji wzrostów dochodowości niemieckiego długu jest w dużej mierze wyczerpana a moment startu trendu spadkowego bliski. Tym bardziej, iż na drugie półrocze planowane jest zmniejszanie przez EBC portfela obligacji w ramach programu PEEP.
- Nieco odmiennie w krótkim terminie postrzegamy natomiast perspektywy amerykańskich Treasuries. Z uwagi na uporczywość inflacji w USA, jak i wciąż solidne odczyty aktywności gospodarczej, w tym dane z rynku pracy moment cięcia stóp procentowych prawdopodobnie przesunie się na jesień. Co więcej, w naszej ocenie inwestorzy pod wpływem napływających danych coraz wyraźniej akcentować będą scenariusz mniejszej skali tegorocznych cięć stóp procentowych niż wskazania Fed z marca (łagodzenie o 75 pkt. baz.). O ile dostrzegamy ryzyka dla opóźnienia obniżek kosztu pieniądza w 2024 roku płynące z amerykańskich danych, to jednocześnie przyjmujemy scenariusz Fed jako bardziej realny niż obecne rynkowe oczekiwania. Uważamy zatem, iż o ile dochodowość amerykańskiej 10-latk w krótkim terminie ma szansę jeszcze wzrosnąć wspierana bieżącymi danymi makro, to w drugiej połowie roku nastąpi faza zniżki. Związana ona będzie z prawdopodobnymi cięciami kosztu pieniądza pod koniec trzeciego kwartału. Poza tempem schładzania gospodarki USA ryzykiem dla opóźnienia obniżek stóp procentowych pozostaje bliskość wyborów prezydenckich w USA (listopadowe posiedzenie Fed wypada zaledwie kilka dni po wyborach).

Źródło: Macrobond, LSEG DataStream

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	2025	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.1	3.9	8.8	6.3	4.1	2.5	-0.3	-0.6	0.5	1.0	2.3	3.2	3.2	3.6
Popyt krajowy	% r/r	8.5	5.2	-3.8	4.4	4.9	10.8	7.4	3.1	1.0	-4.8	-2.9	-5.2	-2.3	1.6	3.4	5.6	6.7
Spżycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	6.1	5.3	-1.0	3.8	4.1	8.8	8.5	2.9	1.0	-2.0	-2.8	0.8	-0.1	3.3	3.6	3.2	4.4
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	1.2	4.9	8.4	3.7	6.5	5.1	6.5	2.5	5.6	6.8	10.5	7.2	8.7	4.5	3.1	3.4	4.3
Wkład eksportu netto	pkt proc.	-1.1	0.2	3.9	-1.2	-1.0	-1.5	-0.7	1.1	1.6	4.6	2.1	5.9	3.3	0.7	-0.2	-2.4	-2.8
Inflacja CPI *	% r/r	5.1	14.4	11.4	4.0	3.8	9.7	13.9	16.3	17.3	17.0	13.1	9.7	6.4	2.8	2.5	4.8	5.4
Inflacja bazowa *	% r/r	4.1	9.1	10.1	4.7	4.1	6.6	8.5	10.0	11.3	12.0	11.6	9.7	7.4	5.4	4.1	4.4	4.7
Ropa naftowa Brent *	USD	70.7	98.7	82.0	86.7	85.0	97.6	111.5	97.4	88.5	82.1	77.7	85.6	82.7	81.5	90.5	88.6	86.0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5.8	5.2	5.1	5.1	5.0	5.8	5.2	5.1	5.2	5.4	5.1	5.0	5.1	5.3	5.0	4.9	5.1
Place w gospodarce narodowej	% r/r	9.6	12.1	12.8	12.1	7.5	9.7	11.8	14.6	12.3	14.3	13.8	11.0	12.0	12.5	12.4	12.0	11.8
Saldo C/A	% PKB	-1.3	-2.4	1.6	-0.3	-0.8	-2.3	-3.1	-2.9	-2.4	-0.8	-0.1	0.9	1.6	0.8	0.4	-0.1	-0.3
Saldo sektora general government	% PKB	-1.8	-3.5	-5.1	-5.6	-4.4	-	-	-	-3.5	-	-	-	-5.1	-	-	-	-5.6
Stopa referencyjna	% k.o.	1.75	6.75	5.75	5.75	4.75	3.50	6.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
Stopa depozytowa	% k.o.	1.25	6.25	5.25	5.25	4.25	3.00	5.50	6.25	6.25	6.25	6.25	5.50	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
WIBOR 1M	% k.o.	2.23	6.93	5.80	5.82	4.75	4.12	6.59	7.11	6.93	6.84	6.86	6.04	5.80	5.83	5.83	5.83	5.82
WIBOR 3M	% k.o.	2.54	7.02	5.88	5.83	4.80	4.77	7.05	7.21	7.02	6.89	6.90	5.77	5.88	5.88	5.88	5.86	5.83
WIBOR 6M	% k.o.	2.84	7.14	5.82	5.75	4.85	5.05	7.35	7.41	7.14	6.95	6.95	5.63	5.82	5.86	5.86	5.82	5.75
Obligacja 2-letnia	% k.o.	3.39	6.77	5.12	5.00	4.40	5.57	7.60	7.41	6.77	6.11	5.84	5.04	5.12	5.14	5.15	5.05	5.00
Obligacja 10-letnia	% k.o.	3.64	6.92	5.20	5.10	4.50	5.23	6.92	7.13	6.92	6.03	5.76	5.90	5.20	5.43	5.35	5.20	5.10
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.35	4.20	4.25	4.64	4.70	4.84	4.69	4.68	4.45	4.64	4.35	4.30	4.27	4.24	4.20
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	3.94	3.72	3.70	4.17	4.49	4.94	4.40	4.29	4.11	4.37	3.94	3.99	3.95	3.82	3.72
EUR/USD	k.o.	1.13	1.07	1.10	1.13	1.15	1.11	1.05	0.98	1.07	1.09	1.08	1.06	1.10	1.08	1.08	1.11	1.13
EURIBOR 3M	% k.o.	-0.57	2.13	3.91	3.10	2.57	-0.46	-0.20	1.17	2.13	3.04	3.58	3.95	3.91	3.89	3.68	3.42	3.10
LIBOR 3M USD/SOFR 3M (od 07.2023 roku)	% k.o.	0.21	4.77	5.36	4.73	3.98	0.96	2.29	3.75	4.77	5.19	5.53	5.27	5.36	5.35	5.34	5.10	4.73

Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Szare pola – prognozy Banku Millennium, k.o. - koniec okresu; * - średnio w okresie, kursy walutowe - fixing NBP

Prognozy Banku Millennium zostały sporządzone w oparciu o dane i informacje dostępne do dnia 12 kwietnia 2024 r.

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

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 Sułowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

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, w tym udzielonej w ramach doradztwa inwestycyjnego, podatkowego, prawnego; ani też skierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumentach bieżących lub instrumentach finansowych. Została ona wydana wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, czy dokonywania transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nie stanowi ona analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Nie stanowi ona również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, ani „badania inwestycyjnego” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy – w tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych. Informacje podane w analizie Banku nie uwzględniają indywidualnych okoliczności odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom. Niniejsza analiza nie powinna stanowić jedynej przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej przez odbiorcę. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do instrumentu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanej dokumentacji emisyjnej. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem straty, w tym całości wartości zainwestowanego kapitału, lub, w niektórych przypadkach, kwot przekraczających tę wartość. Fakty przedstawione w niniejszej analizie pochodzą oparte są na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne oraz na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte informacje nie były błędne lub nieprawdliwe 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. Informacje zawarte w tej analizie są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Bank nie zobowiązuje się do ich aktualizowania. Bank nie udziela w odniesieniu do niniejszej analizy żadnych gwarancji, wyrażonych wprost ani dorozumianych, dotyczących jej przydatności do określonego celu. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych, indeksów lub wyników finansowych – nie stanowią one pewnego wskaźnika na przyszłość, w tym nawet co do podobnego zachowania instrumentów lub indeksów finansowych, gdyż wszelkie takie założenia są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędów. Prezentowane informacje, czy przykłady użyte w niniejszym materiale mogą opierać się na przyjęciu pewnych założeń, np. co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. Z uwagi na to, że przyjęte teoretyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste wyniki związane z instrumentami, indeksami lub wskaźnikami finansowymi mogą istotnie odbiegać od prezentowanych założeń co do okoliczności mogących mieć wpływ na ich poziomy. Wszelkie odniesienia dotyczące poziomu kursów walutowych, cen surowców lub innych wskaźników ekonomicznych, nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te wskaźniki bazowe. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Bank Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 00000110186; NIP 5260212931; kapitał zakładowy 1 213 116 777 złotych, w pełni opłacony.