

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

18 listopada 2019

**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

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Nowy tydzień rozpoczynamy w umiarkowanie optymistycznych nastrojach. Budują je kolejne doniesienia dotyczące zbliżenia w amerykańsko-chińskich negocjacjach handlowych, a także informacje o działaniach Ludowego Banku Chin, który po raz pierwszy od czterech lat obniżył stopę krótkoterminowych operacji otwartego rynku. Obniżenie kosztu płaconego za pożyczanie pieniędzy z banku centralnego odebrano jako kolejny krok stymulacji gospodarki przez władze monetarne. Dziś kalendarium istotnych wydarzeń jest puste. W kolejnych dniach nie zabraknie jednak potencjalnych impulsów do zmian na rynkach finansowych. Najistotniejsze mogą okazać się protokoły z posiedzeń Fed i Europejskiego Banku Centralnego uzupełnione o szereg zaplanowanych na ten tydzień wystąpień przedstawicieli obu instytucji. W przypadku danych makroekonomicznych najciekawiej zapowiada się piątek, gdy poznamy wstępne odczyty indeksów PMI w Europie i USA, a także krajową produkcję przemysłową i budowlano-montażową. Bazując na dotychczasowym scenariuszu technicznym zakładamy ponownąwyżkę kursu EUR/PLN w stronę bariery 4,2950 oraz eurodolara powyżej 1,11.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### Kolejna poprawa wskaźników PMI w strefie euro w listopadzie?

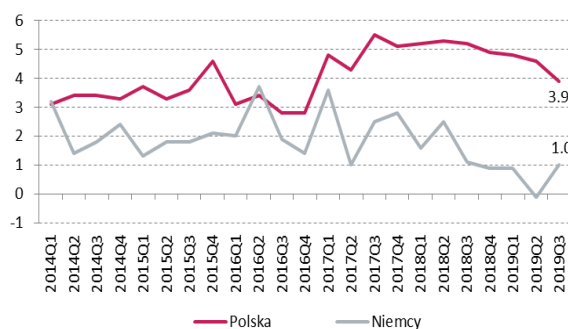
W piątek poznamy wstępne wyliczenia za listopad indeksów PMI dla przemysłu i usług zarówno dla Niemiec jak i całej strefie euro. Po poprawie wskaźników w październiku, oczekiwania rynkowe wskazują na kolejny miesiąc wzrostów, czemu sprzyjać będzie spadek ryzyka brexitu bez umowy, a także mniejsze prawdopodobieństwo eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny. Niemniej indeksy dla przemysłu najprawdopodobniej będą kształtować się mocno poniżej 50 pkt., potwierdzając recesję w tym sektorze. Koniunktura w usługach pozostaje natomiast korzystna wspierana sytuacją na rynku pracy. W szerszym kontekście indeksy te zapewne potwierdzą niewielkie odbicie aktywności w tych gospodarkach w 4Q br.

### Spowolnienie wzrostu produkcji w polskim przemyśle w październiku

Również w piątek (godz. 10:00) poznamy dane o produkcji przemysłowej w Polsce w październiku br. Według naszej prognozy jej wzrost spowolnił do 2,7% r/r z 5,5% r/r do czego przyczyni się mniej korzystna niż przed miesiącem różnica w licznie dni roboczych. Dane te najpewniej potwierdzą obniżoną aktywność wytwórczą krajowych producentów, którzy odczuwają słabszy popyt związany ze spowolnieniem wymiany handlowej na świecie.

## Wykres tygodnia

Wzrost PKB (% r/r)



Wzrost gospodarczy w 3Q zaskoczył negatywnie i obniżył się do 3,9% r/r, do czego najprawdopodobniej przyczynił się wolniejszy wzrost konsumpcji prywatnej oraz inwestycji. Echa globalnego wzrostu gospodarczego dotarły zatem także do Polski. Należy jednak zwrócić uwagę, że wpływ globalnej dekonunktury na polską gospodarkę jest umiarkowany a wzrost krajowego PKB jest jednym z najszybszych w Unii Europejskiej.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2902	0,4%
USD/PLN	3,8775	0,1%
CHF/PLN	3,9157	0,5%
EUR/USD	1,1062	0,3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,63	0
WIBOR 3M	1,71	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,40	-3
5Y	1,85	0
10Y	2,12	-6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,77	-2
5Y	1,83	-5
10Y	1,90	-8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,33	-9
US 10Y	1,84	-10

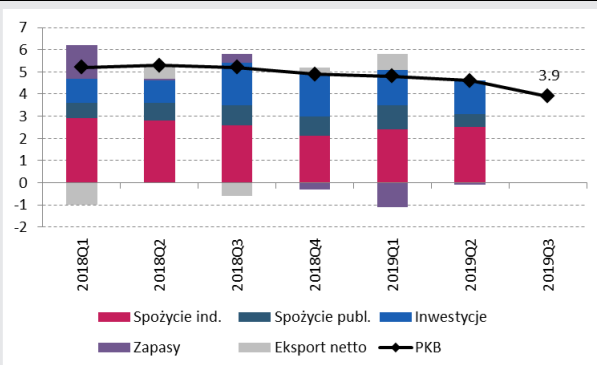
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	58751,7	-1,2
S&P 500	3120,5	0,9
Nikkei 225	23416,8	0,4

Źródło: Thomson Reuters

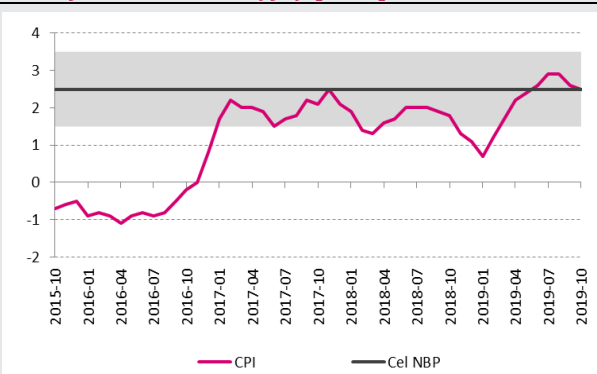
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

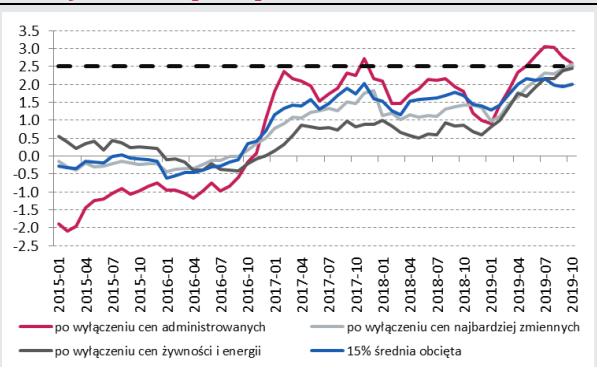
### Wzrost gospodarczy w Polsce [% r/r]



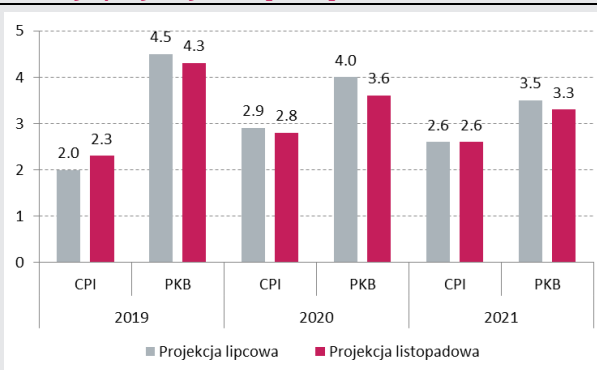
### Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]



### Inflacja bazowa [% r/r]



### Rewizja projekcji NBP [% r/r]



### Wzrost gospodarczy w Polsce hamuje nieco silniej od oczekiwań

Według szybkiego szacunku Głównego Urzędu Statystycznego wzrost gospodarczy w Polsce spowolnił w 3Q 2019 do 3,9% r/r z 4,6% r/r w 2Q. Wynik ten był nieco słabszy od naszych oczekiwań, jak i konsensusu rynkowego (4,1% r/r). Natomiast w ujęciu kwartalnym dynamika PKB wzrosła o 1,3% kw/kw z 0,8% kw/kw w 2Q. Dane te potwierdzają scenariusz stopniowego hamowania wzrostu gospodarczego w Polsce, choć w nieco silniejszej skali niż spodziewaliśmy się jeszcze kilka miesięcy temu. Sądzymy, że źródłem niespodzianki względem naszych prognoz są inwestycje, zwłaszcza sektora prywatnego. Obecnie spodziewamy się, że w całym 2019 r. PKB w Polsce przyrośnie o 4,2%, a więc nieco słabiej niż 4,6% prognozowane przez nas w ostatnim raporcie kwartalnym. Korekta ta wynika głównie z pogorszenia perspektyw dla krajowego przemysłu, ze względu na przekładanie się na krajowych producentów słabej aktywności handlowej na świecie. Pomimo szybszego zbiegania dynamiki PKB do tempa potencjalnego (ok 3,0% r/r) w najbliższych kwartałach powinna ona nadal pozytywnie wyróżniać się na tle innych członków Unii Europejskiej. Według listopadowych prognoz Komisji Europejskiej wzrost PKB w 2019 r. i w 2020 r. w Polsce ma być czwartym najszybszym.

### Niewielki spadek inflacji CPI w październiku

Inflacja w październiku wyniosła 2,5% r/r, zgodnie z szybkim szacunkiem opublikowanym przez GUS pod koniec października. Zgodna z wcześniejszymi szacunkami była także struktura inflacji. Wyhamowaniu inflacji sprzyjał wolniejszy niż przed miesiącem wzrost cen żywności oraz pogłębienie spadku cen paliw. Inflacja bazowa, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła według naszych szacunków 2,4-2,5% r/r. Wciąż dynamicznie rosną ceny usług, które w październiku były o 4,8% wyższe niż przed rokiem, czemu sprzyjają zwyżkujące koszty pracy, energii, a także innych surowców. Od grudnia br. inflacja powróci do wzrostów, a na początku przyszłego roku wskaźnik CPI zbliży się do górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń inflacji od celu.

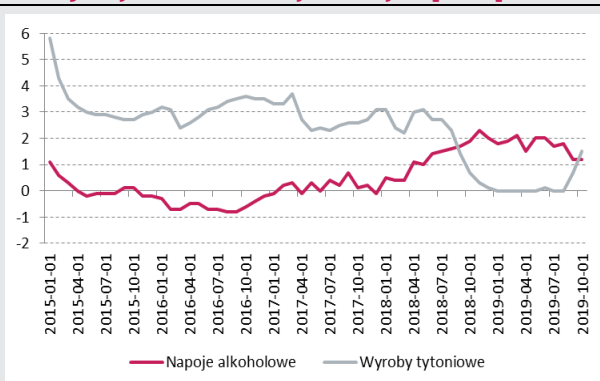
### Inflacja bazowa będzie narastać

Narodowy Bank Polski opublikował dane o inflacji bazowej w październiku. Spośród czterech obliczanych wskaźników dwa wzrosły, jeden się obniżył, a najczęściej śledzona miara - indeks CPI po wyłączeniu cen żywności i energii uległa stabilizacji na poziomie 2,4% r/r. W szerszym kontekście dane o inflacji bazowej wskazują na narastanie presji inflacyjnej w Polsce. Przyczyniają się do tego rosnące koszty działalności przedsiębiorstw (rosnące płace, ceny energii elektrycznej). Firmy są ponadto w stanie zwiększyć marże na swoich produktach i usługach w warunkach nadal solidnego popytu i pozytywnych nastrojach konsumenckich. W kolejnych miesiącach uwarunkowania dla rosnącej inflacji bazowej powinny się utrzymywać, a wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii przewyższy poziom celu inflacyjnego (2,5% r/r) i będzie zbliżał się do 3,0% r/r. W dłuższym horyzoncie inflacja bazowa powinna nieco stracić na sile i naszym zdaniem będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego.

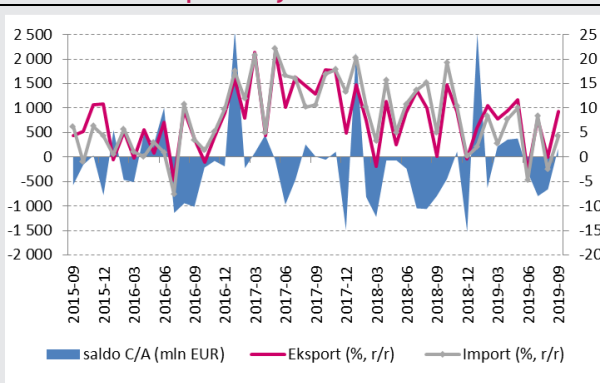
### Projekcja listopadowa bez zaskoczeń

W opublikowanym Raporcie o inflacji Narodowy Bank Polski opublikował wyniki listopadowej projekcji makroekonomicznej. Według scenariusza bazowego wzrost gospodarczy w Polsce w latach 2019-2021 ma wynieść odpowiednio 4,3%, 3,6% oraz 3,3%. Oznacza to rewizję w dół względem projekcji lipcowej, w której prognozy wzrostu PKB wynosiły odpowiednio 4,5%, 4,0% i 3,5%. Oczekiwania dotyczące inflacji uległy nieco mniejszym modyfikacjom. Dla 2019 r. podniesiono prognozowaną średnioroczną inflację CPI do 2,3% r/r z 2,0% r/r w lipcu, dla 2020 r. obniżono do 2,8% r/r z 2,9% r/r utrzymując prognozę na 2021 r. wynoszącą 2,6% r/r. Ekonomści NBP zaznaczają, że dla 2020 i 2021 r. przyjęto podniesienie cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych wynoszący 8,0% oceniając, że założenie to jest konserwatywne. Ponadto, według autorów projekcji wzrost płacy minimalnej o 15,0% w 2020 i 2021 r. podbije inflację konsumenta odpowiednio o 0,1 pkt proc. i o 0,3 pkt proc, co będzie miało równoważący wpływ na inflację słabnącej presji popytowej. Poinformowano również, że

## Inflacja wyrobów alko. i tytoniowych [% r/r]



## Dane o bilansie płatniczym



Źródło: Macrobond, Narodowy Bank Polski

projekcja listopadowa uwzględnia wypłatę 13 emerytury, nie założono natomiast transferu 14 emerytury i zniesienia limitu 30-krotności. NBP wskazuje ponadto, że bilans ryzyk dla PKB, a także dla CPI (choć w mniejszym stopniu) jest skierowany w dół. Realizacja przedstawionego przez NBP scenariusza makro będzie sprzyjała dalszej stabilizacji stóp procentowych w Polsce.

### Mocniejsza niż planowano podwyżka akcyzy

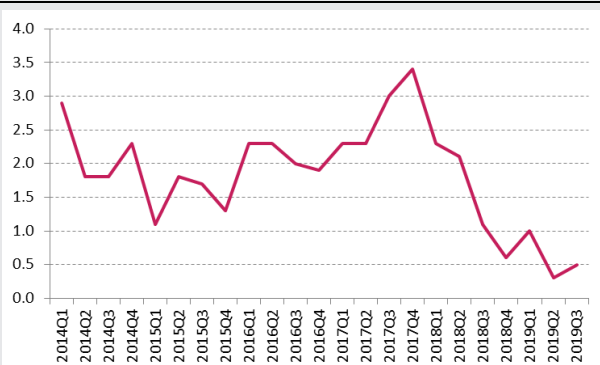
Rząd przyjął nowelizację ustawy akcyzowej zakładającej wzrost stawek na alkohole i tytoń o 10%. To ponad 3-krotnie większa podwyżka akcyzy w stosunku do projektu budżetu przedstawionego we wrześniu, gdzie planowana podwyżka akcyzy wynosiła 3%. Zakładane dodatkowe wpływy z tytułu podniesienia podatku oszacowane zostały na 1,7 mld PLN. Według naszych szacunków wzrost stawek akcyzy podniesie inflację o łącznie 0,3 pkt. proc. w roku 2020. Wyższa od zapowiadanej skala podwyżki akcyzy odzwierciedla nasilające się napięcia w przyszłorocznym budżecie i potrzebę poszukiwania dochodów, aby w ramach reguły wydatkowej zapewnić finansowanie programu wypłaty świadczeń społecznych zapowiedzianych w kampanii wyborczej. Szczególnie, że coraz mniej prawdopodobna wydaje się rezygnacja z limitu 30-krotności na składki na ubezpieczenie społeczne.

### Rachunek bieżący we wrześniu z nadwyżką

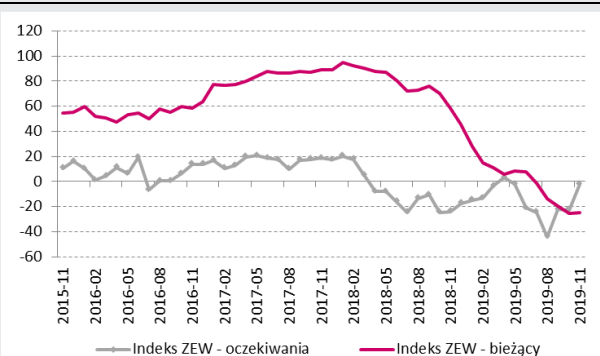
Rachunek obrotów bieżących wykazał we wrześniu nadwyżkę 171 mln EUR wobec deficytu 657 mln EUR w sierpniu, co było wynikiem wyraźnie lepszym od konsensusu wskazującego na deficyt 302 mln EUR. Pozytywna niespodzianka to w głównej mierze efekt nadwyżki w handlu towarami, która we wrześniu wyniosła 468 mln EUR. Na wynik ten złożył się wzrost dynamik eksportu i importu, choć eksport wzrósł wyraźnie szybciej niż import (odpowiednio o 9,3% i 4,3% r/r). Negatywnym elementem danych jest natomiast niska dynamika importu, co sugeruje słaby popyt inwestycyjny i hamujący popyt konsumpcyjny. W całym 3Q saldo towarów i usług wyniosło 4,2 mld EUR, co sugeruje, że kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB była zbliżona do zera, podobnie jak kwartał wcześniej.

## Makro - zagranica

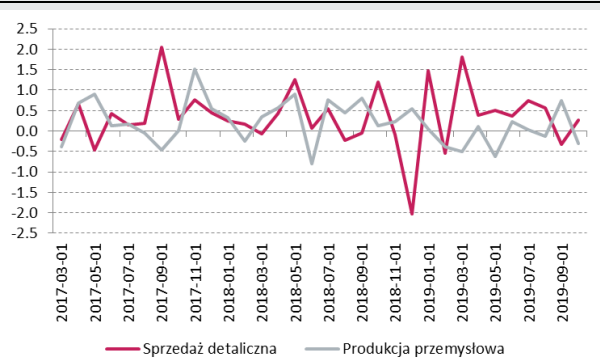
### Wzrost PKB w Niemczech [WDA % r/r]



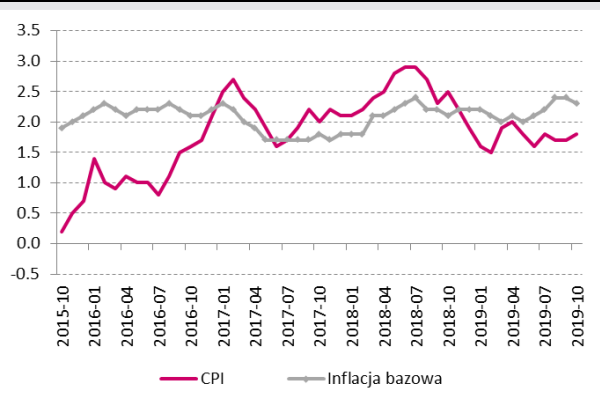
### Indeks Instytutu Zew [pkt]



### Dane z gospodarki USA [% m/m]



### Inflacja CPI w USA [% r/r]



Źródło: Macrobond

### Gospodarka Niemiec uniknęła recesji

Wzrost gospodarczy w Niemczech wyniósł w 3Q 0,5% r/r (po korekcie różnicy w liczbie dni roboczych) po wzroście o 0,4% r/r w kwartale poprzedzającym. Natomiast w ujęciu kwartalnym dynamika PKB po wyrównaniu sezonowym wyniosła 0,1%, co oznacza poprawę względem -0,2% w 2Q br. Gospodarka niemiecka uniknęła zatem tzw. technicznej recesji, tj. okresu dwóch kwartałów z rzędu ujemnej dynamiki w ujęciu kw/kw. Szacunki te potwierdzają bardzo niską aktywność gospodarczą u największego odbiorcy polskiego eksportu. Nie znamy struktury wzrostu gospodarczego w 3Q, lecz na podstawie dostępnych danych sądzić można, że wzrost gospodarczy w Niemczech spowalnia sektor przemysłowy, zwłaszcza motoryzacyjny, do czego przyczyniają się słabszy popyt z Chin. Sektor usługowy natomiast nadal najpewniej wspiera wzrost PKB ze względu na nadal dobrą sytuację na niemieckim rynku pracy.

### W listopadzie poprawa oczekiwań co do niemieckiej gospodarki

Indeks ZEW oczekiwań dotyczących gospodarki niemieckiej silnie wzrósł w listopadzie - do -2,1 pkt z -22,8 pkt. przed miesiącem. Odczyt ten okazał się dużo lepszy od konsensusu rynkowego, który kształtował się na poziomie -12,0 pkt. Według badania ZEW do wzrostu wskaźnika przyczyniła się poprawa oczekiwań dotyczących międzynarodowej polityki gospodarczej. Dotyczy to w szczególności mniejszego niż przed miesiącem ryzyka wprowadzenia karnych cel na import do USA aut z Unii Europejskiej, a także coraz bardziej prawdopodobne porozumienie handlowe między Stanami Zjednoczonymi a Chinami. Ponadto obniżyło się ryzyko nieuporządkowanego opuszczenia przez Wielką Brytanię Unii Europejskiej. Poprawie, aczkolwiek niewielkiej, uległ także wskaźnik sytuacji bieżącej, który nadal potwierdza niską aktywność gospodarczą w Niemczech w 4Q br.

### Sprzedaż detaliczna w USA odrabia straty

Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w październiku o 0,3% m/m, co oznacza, że odrobiła w pełni spadek o 0,3% m/m odnotowany we wrześniu. Dane te okazały się zgodne z oczekiwaniami. Październikowy szacunek potwierdza korzystny obraz konsumpcji gospodarstw domowych w USA, czemu sprzyja sytuacja na rynku pracy - rosnące płace i zatrudnienie oraz pozytywne nastroje konsumenckie gospodarstw domowych.

### Słabe dane z amerykańskiego przemysłu

Produkcja przemysłowa w Stanach Zjednoczonych spadła w październiku o 0,8% m/m po obniżeniu się o 0,3% m/m przed miesiącem. Jest to trzeci spadek wartości wytwórczej w USA w ostatnich czterech miesiącach. Dane te okazały się słabsze od oczekiwań rynkowych, które wskazywały na spadek o 0,4% m/m. Do obniżenia się produkcji w październiku przyczynił się strajk pracowników koncernu General Motors, choć również po wyłączeniu aut produkcja przemysłowa obniżyła się względem września o 0,5% m/m. Dane te potwierdzają, że przemysł w USA znajduje się w recesji, co jest efektem spowolnienia globalnej wymiany handlowej, m.in. w wyniku wojny celnej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami. Bieżące indeksy koniunktury, wskazujące na słabe perspektywy w tym sektorze także w kolejnych miesiącach.

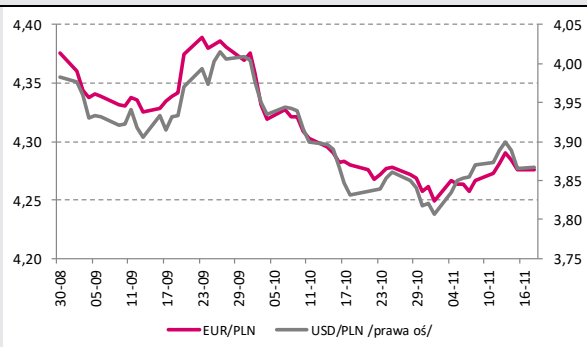
### Stabilizacja inflacji konsumenckiej w USA

Inflacja CPI w USA wyniosła w październiku 1,8% r/r wobec oczekiwań 1,7% r/r. Wskaźnik bazowy (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) obniżył się do 2,3% r/r z 2,4% r/r przed miesiącem. Stabilizacja inflacji w USA przemawia za brakiem korekt w nadchodzących miesiącach parametrów polityki pieniężnej Fed. Jest to zgodne ze scenariuszem J.Powella, który we wczorajszym wystąpieniu w Kongresie zaznaczył, że obecna ścieżka polityki monetarnej w USA jest „odpowiednia”.

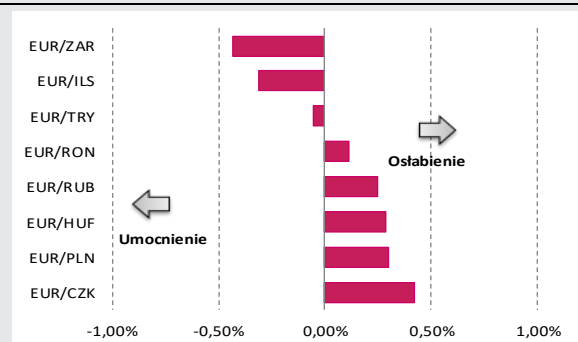


## Rynek walutowy

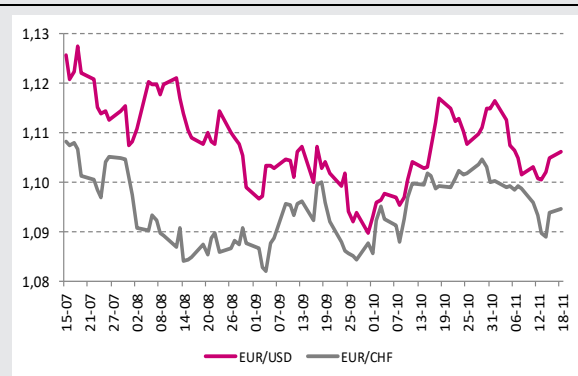
### Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



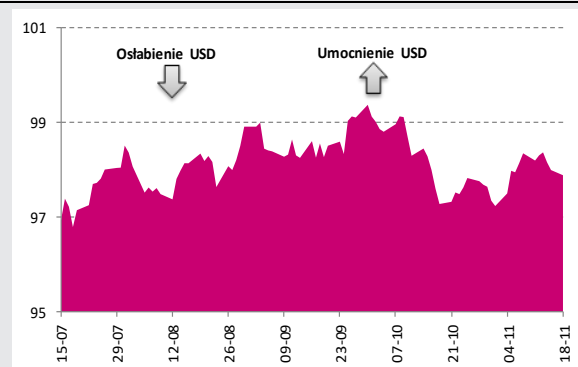
### Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



### Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



### Notowania indeksu dolarowego



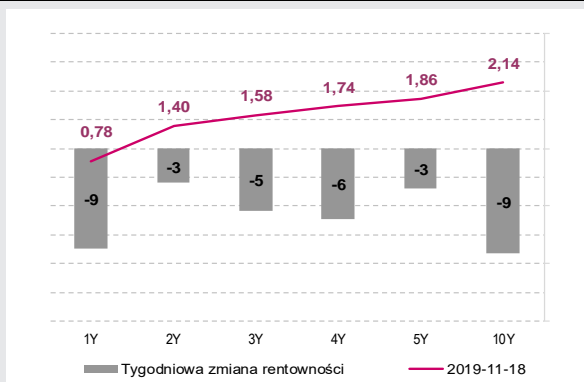
Źródło: Thomson Reuters Datastream

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami miniony tydzień w notowaniach EUR/PLN został wykorzystany do przeceny złotego. Źródłem słabszej postawy polskiej waluty były - w naszej ocenie - przede wszystkim czynniki techniczne tj. potrzeba korekty po dynamicznym spadku kursu w październiku, choć także niektóre dane makroekonomiczne wpisywały się w trend osłabienia złotego. Dobrym przykładem były słabsze od oczekiwań krajowe dane dotyczące tempa wzrostu PKB w trzecim kwartale. Przecena złotego połączona z presją na wzrost dolara i franka na rynkach bazowych skutkowałą przyspieszonym tempem wzrostu pozostałych par złotych. W rezultacie kurs USD/PLN osiągnął w czwartek poziom 3,9076, tj. miesięcznego maksimum, od którego udało się jednak zawrócić już podczas kolejnej sesji. Przejściową wyżkę do bariery 3,95 zanotowała natomiast kurs CHF/PLN, który rozpoczynał ubiegłotygodniowe notowania 7 groszy niżej. Tak jak wspomnieliśmy na bazowych rynkach długu przez większość omawianego okresu kapitał kierował się w stronę tak zwanych bezpiecznych przystani, co w przypadku walut oznaczało koncentrację wokół amerykańskiej i szwajcarskiej waluty. Notowania eurodolara systematycznie aż do czwartku pogłębiały spadki rozpoczęte na początku listopada i tymczasowo zniżkowały poniżej bariery 1,10. Wpływ na mocniejszego dolara miały między innymi wypowiedzi prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej, w których budował on scenariusz stabilizacji stóp procentowych w USA - o ile nie dojdzie do wyraźnej zmiany sytuacji gospodarczej.

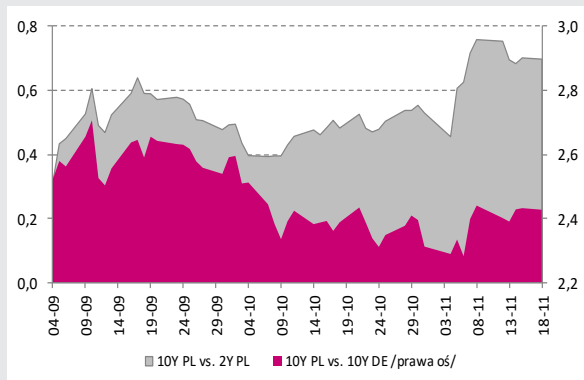
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	W tym tygodniu oczekujemy ponownego testu poziomu 4,2950 przez notowania EUR/PLN, na co składa się przede wszystkim scenariusz techniczny, a także relatywnie ubogie kalendarium istotnych wydarzeń makroekonomicznych (te pojawią się dopiero w piątek). Mimo, iż sentyment zewnętrzny jest umiarkowanie sprzyjający wycenie bardziej ryzykownych aktywów, to tempo, jak i skala październikowego rajdu umocnienia złotego w relacji do euro były według nas zbyt duże. Kurs EUR/PLN powinien zatem powrócić na „neutralne wody” tj. okolice poziomu 300-dniowej średniej ruchomej 4,2972.
USD/PLN	↓	Za nami drugi tydzień wyżki notowań kursu USD/PLN, która w naszej ocenie powinna spotkać się z odreagowaniem w tym tygodniu. Wyczerpały się bowiem argumenty za mocniejszym dolarem (o czym piszemy poniżej). W takim scenariuszu zakładamy zniżkę notowań do poziomu 3,84.
EUR/USD	↑	Scenariusz zbliżającego się porozumienia handlowego pomiędzy USA, a Chinami połączony z działaniami stymulującymi gospodarkę implementowanymi przez Ludowy Bank Chin powinien sprzyjać wzrostowi apetytu na ryzyko neutralizując jednocześnie obawy inwestorów wynikające z trwających zamieszek w Hongkongu. Zmiany nastrojów nie powinny przynieść natomiast publikacje opisów niedawnych posiedzeń Fed i EBC. Podwyższoną zmienność wynikającą z publikacji makroekonomicznych obserwować możemy w piątek, gdy poznamy rozbudowany zestaw danych obejmujący między innymi wstępne odczyty indeksów PMI. Rynkowy konsensus zakłada niewielką wyżkę wskaźników, co powinno dodatkowo wspierać wzrost notowań eurodolara.

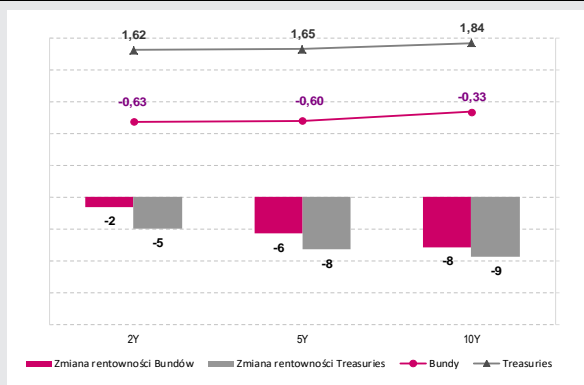
## Rentowność obligacji krajowych [%]



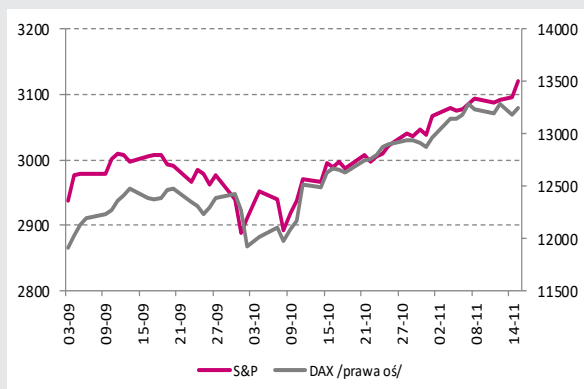
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

## Rynek obligacji

W minionym tygodniu doszło do zniżki dochodowości krajowego długu, w której przodowały obligacje z długiego końca krzywej. Rentowność polskiej 10-latki obniżyła się w tym czasie o 6 bps do 2,12%, choć momentami spadek dochodowości był już dwucyfrowy. Co ciekawe najbardziej stabilne były nie 2-latki, a obligacje 5-letnie, które koncentrowały się wokół bariery 1,84%. Zniżce rentowności w ubiegłym tygodniu sprzyjało zachowanie rynków bazowych, gdzie spadki były wyraźne. W przypadku 10-letniego długu Niemiec zniżka rentowności wyniosła 8 bps do -0,32%. W tym czasie dochodowość 10-latki USA obniżyła się o 10 bps do 1,85%.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	W naszej ocenie krajowy dług będzie stabilizował się w wokół poziomu 2,10% oczekując na nowe impulsy. Tych w naszej ocenie może zabraknąć w tym tygodniu, stąd oczekujemy utrzymania relatywnie niewielkiej zmienności SPW. Polski dług powinien poruszać się - w ramach wspomnianego przedziału - w rytm rynków bazowych.
10Y DE (%)	↔	Uspokojenia notowań oczekujemy ponadto w wycenie niemieckiego długu. Złoży się na to niewielka ilość potencjalnych impulsów, a także prawdopodobne utrzymanie dotychczasowej retoryki w opisie z październikowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego.
10Y US (%)	↔	W naszej ocenie w bieżącym tygodniu dochodowość długu USA ulegnie stabilizacji, gdyż rynek poszukiwać będzie możliwych impulsów, które zastąpią dotychczasowe oczekiwania na wynik negocjacji handlowych na linii USA-Chiny. Z tych powodów liczymy na stabilizację notowań 10-letniego benchmarku wokół 1,85%.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 18 listopada</b>					
Brak istotnych publikacji					
<b>Wtorek 19 listopada</b>					
14:30	Pozwolenia na budowę	USA	Październik	1387k	1390k
14:30	Liczba nowych budów	USA	Październik	1256k	1320k
<b>Środa 20 listopada</b>					
20:00	Opis posiedzenia banku centralnego	USA	Październik		
<b>Czwartek 21 listopada</b>					
10:00	Wynagrodzenia r/r	Polska	Październik	6.6%	6.2% 6.0%
10:00	Zatrudnienie r/r	Polska	Październik	2.6%	2.6% 2.5%
13:30	Opis posiedzenia banku centralnego	EZ	Listopad	1390k	
14:00	Opis posiedzenia banku centralnego	Polska	Listopad		
<b>Piątek 22 listopada</b>					
09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Listopad	42.1	
09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Listopad	51.6	
10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Listopad	45.9	46.0
10:00	Wstępny PMI w usługach	EZ	Listopad	52.2	52.5
10:00	Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Październik	5.6%	2.5% 2.7%
10:00	Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Październik	7.6%	6.2% 5.1%
10:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Październik	0.9%	0.3% 0.2%
15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Listopad	51.3	51.6
15:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Listopad	50.6	50.7
16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Listopad	95.7	95.9
<b>Poniedziałek 25 listopada</b>					
10:00	Indeks IFO	Niemcy	Listopad	94.6	
10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Październik	4.3%	4.1% 3.9%

Źródło: Bloomberg, Parkiet, Bank Millennium S.A.

## Dane i prognozy

	2018	2019	2020	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420
<b>PKB ***</b>	5,1	4,2	3,7	4,9	4,7	4,5	3,9	3,9	4,0	3,8	3,5	3,4
<b>Stopa bezrobocia</b>	5,8	5,5	5,4	5,8	5,9	5,2	5,1	5,3	5,5	5,0	5,1	5,3
<b>Inflacja CPI (% r/r) **</b>	1,6	2,3	2,8	1,4	1,2	2,4	2,8	2,7	3,5	3,1	3,0	2,9
<b>Ropa naftowa Brent **</b>	71,7	67,0	68,0	72,2	63,3	69,8	62,0	65,0	65,0	68,0	67,0	65,0
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,63	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,33	1,55	1,60	1,33	1,67	1,60	1,52	1,55	1,55	1,55	1,55	1,60
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,82	2,05	2,20	2,82	2,83	2,40	2,00	2,05	2,10	2,10	2,15	2,20
<b>EUR/PLN</b>	4,30	4,30	4,26	4,30	4,30	4,25	4,37	4,30	4,30	4,29	4,28	4,26
<b>USD/PLN</b>	3,76	3,90	3,88	3,76	3,84	3,73	4,00	3,90	3,92	3,90	3,90	3,88
<b>GBP/PLN</b>	4,79	4,80	4,80	4,79	5,00	4,73	4,93	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80
<b>EUR/USD</b>	1,14	1,10	1,10	1,14	1,12	1,14	1,09	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
<b>EURIBOR 3M</b>	-0,31	-0,43	-0,41	-0,31	-0,35	-0,39	-0,42	-0,43	-0,43	-0,42	-0,42	-0,41
<b>LIBOR 3M USD</b>	2,81	1,90	1,75	2,81	2,60	2,32	2,09	1,90	1,70	1,70	1,75	1,75

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium \*\* średnio w okresie \*\*\* Prognoza PKB na 2019 rok ma charakter wstępny

Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, Macrobond, Bank Millennium SA

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 dotożył 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.