

# Makro i rynek

## raport kwartalny

październik-grudzień 2019

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
[research@bankmillennium.pl](mailto:research@bankmillennium.pl)

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**  
Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

### PODSUMOWANIE

- Dostępne informacje wskazują, że po słabym 2Q br. dla gospodarki światowej 3Q nie przyniósł poprawy koniunktury. Materializują się zatem wskazywane wcześniej czynniki ryzyka wynikające z wojny handlowej pomiędzy USA a Chinami, która ogranicza globalną wymianę handlową. W szczególności cierpią branże przemysłowe - w strefie euro sektor ten znajduje się w recesji oraz pojawiają się jej sygnały w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie coraz mocniej słabnie koniunktura w sektorze usług budząc obawy o możliwość wejścia obu gospodarek w recesję. W konsekwencji Europejski Bank Centralny i Fed złagodzyły w ostatnich miesiącach politykę pieniężną.
- Krajowa gospodarka utrzymuje się na ścieżce wzrostu, pozytywnie wyróżniając się na tle eurogrupy. Wzrost gospodarczy w 2Q wyniósł w Polsce 4,5% r/r, co uplasowało Polskę w czołówce najszybciej rosnących gospodarek w Unii Europejskiej. Podobnie jak w poprzednich kwartatach głównym filarem gospodarki pozostawała konsumpcja prywatna. Wciąż solidnie rosły też inwestycje w środki trwałe, choć ich dynamika wyhamowała. Bieżące dane wskazują, że nasila się wpływ słabej aktywności za granicą na krajowy sektor przemysłowy, co stopniowo przefiltrowuje się także do innych sektorów gospodarki. W tym roku wzrost PKB powinien jednak pozostawać względnie stabilny ze względu na luzowanie fiskalne - zwiększenie transferów społecznych oraz zmniejszenie niektórych obciążeń podatkowych. W 2020 r. wzrost gospodarczy będzie jednak stopniowo hamował, aczkolwiek przewyższy średnią historyczną.
- Inflacja CPI wyniosła w 3Q br. 2,8% r/r wobec 2,4% r/r przed kwartałem po raz pierwszy od Q4 2012 przewyższając cel inflacyjny (2,5% r/r). Wzrost cen konsumenta był w największym stopniu napędzany przez rosnące ceny żywności, a także przez komponent bazowy (obliczany jako wskaźnik cen CPI po wyłączeniu cen żywności i energii). Dane te potwierdzają, że presja inflacyjna w krajowej gospodarce narasta, napędzana przez nadal wysoki wzrost gospodarczy, a także rosnącą presję kosztową, powiązaną z solidnym wzrostem płac. W 1Q 2020 inflacja CPI jeszcze silniej wzrośnie i według naszych oczekiwań przekroczy 3,5% r/r, tj. poziom górnego ograniczenia dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego RPP. W kolejnych miesiącach powinna jednak obniżyć się wracając do przedziału 1,5-3,5% r/r.
- W trzecim kwartale wzrost awersji do ryzyka towarzyszący wojnom handlowym, a w ich następstwie pogorszeniu perspektyw globalnej gospodarki doprowadził do przekierowania kapitału w stronę bezpiecznych aktywów. W przypadku złotego oznaczało to solidną przecenę, w szczególności do dolara i franka, którą dodatkowo potęgował czynnik lokalny w postaci oczekiwania na odpowiedź Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie walutowych kredytów hipotecznych. Należy jednak podkreślić, iż polska waluta raz jeszcze udowodniła swoją relatywną odporność na zawirowania radząc sobie lepiej niż na przykład węgierski forint. W kolejnych miesiącach zakładamy, iż złoty nieznacznie zyska na wartości i na koniec roku kurs EUR/PLN wyniesie 4,30. Perspektywa względnej stabilizacji rysuje się także przed krajowymi obligacjami, które zanotowały kolejny kwartał dynamicznego wzrostu wartości i - w przypadku 10-letniego długu - osiągnęły historyczne minimum dochodowości.

### SPIS TREŚCI

#### OTOCZENIE GLOBALNE

Strefa euro .....	2
Stany Zjednoczone .....	3

#### GOSPODARKA KRAJOWA

Gospodarka realna .....	4
Rynek pracy .....	5
Inflacja .....	6
Polityka pieniężna .....	7
Polityka fiskalna .....	8

#### RYNKI FINANSOWE

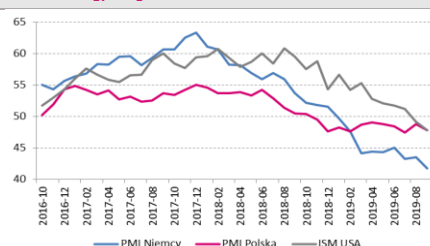
Rynki surowców .....	9
Rynek złotego .....	10
Krajowy rynek obligacji .....	11
Rynek eurodolara .....	13
Rynek obligacji bazowych .....	14

#### PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE

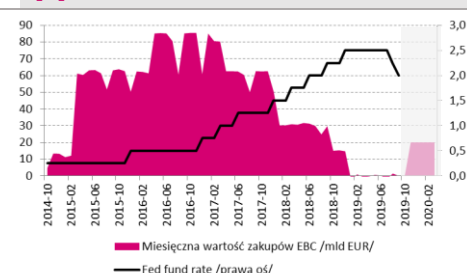
Gospodarka polska .....	15
Gospodarka globalna .....	16

#### PRZEGLĄD DANYCH .....

Indeksy koniunktury przemysłowej na świecie [pkt]

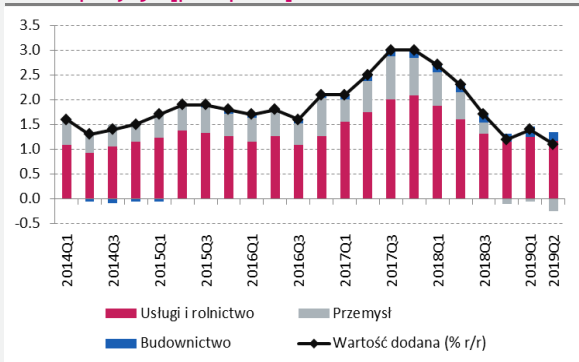


Polityka pieniężna banków centralnych [%]

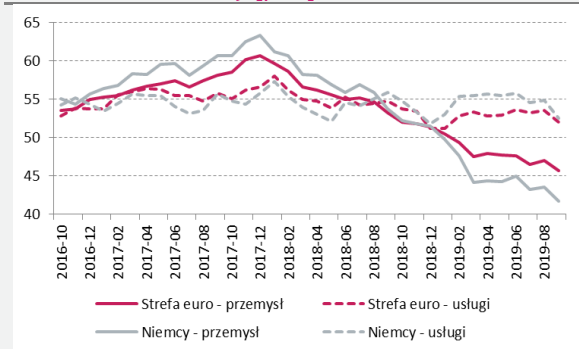


Źródło: Macrobond

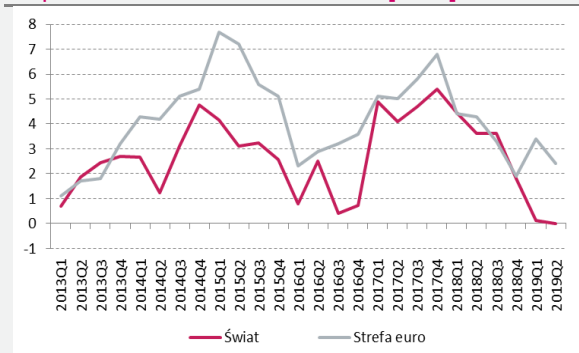
## Wzrost wartości dodanej w strefie euro - dekompozycja [pkt. proc.]



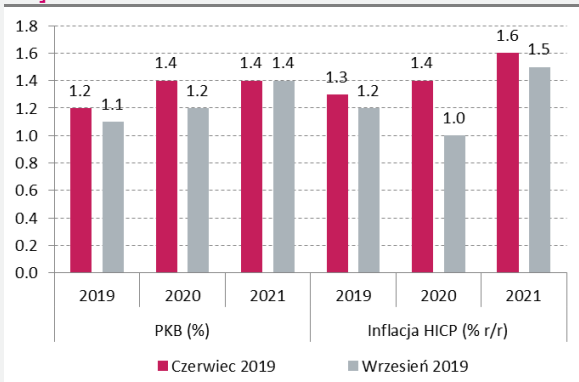
## Wskaźniki koniunktury [pkt.]



## Eksport na świecie i w strefie euro [% r/r]



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



Źródło: EBC, Macrobond

## OTOCZENIE GLOBALNE • Strefa euro

Po słabej I połowie roku najnowsze dane makroekonomiczne ze strefy euro nie napawają optymizmem, w szczególności gospodarka niemiecka w 3Q najpewniej znalazła się w technicznej recesji. Perspektywy dla eurogrupy uległy pogorszeniu, co obok oczekiwań inflacji konsumenckiej poniżej celu EBC aż do 2021 r. skłoniło bankierów centralnych strefy euro do luzowania polityki pieniężnej.

### W 3Q brak odbicia aktywności gospodarczej...

Po tylko niewielkim spowolnieniu wzrostu PKB w strefie euro w 2Q br. do 1,2% r/r, dostępne dane za okres lipiec-wrzesień nie wskazują na poprawę aktywności w tej gospodarce. Pogłębiła się bowiem recesja w przemyśle, co w szczególności widoczne jest w przypadku największej gospodarki tej grupy - w Niemczech. Przemysłowy indeks PMI dla tego kraju obniżył się we wrześniu do najniższej wartości od czerwca 2009 r., a roczna dynamika produkcji utrzymuje się w negatywnych terytoriach już od blisko roku. Do recesji w niemieckim przemyśle przyczyniają się działania protekcjonistyczne w handlu między USA a Chinami, które wpływają na mocne spowolnienie wymiany na świecie. Ponadto aktywności w niemieckim przemyśle nie sprzyja niepewność związana z Brexitem, zmiany strukturalne w branży motoryzacyjnej, a także sytuacja polityczna w części krajów strefy euro. O ile do tej pory koniunktura w usługach w Niemczech operowała się wpływowi przemysłu to ostatnie miesiące przyniosły oznaki znacznego osłabienia tej odporności. W konsekwencji w 3Q br. gospodarka Niemiec najpewniej znajdzie się w fazie tzw. technicznej recesji.

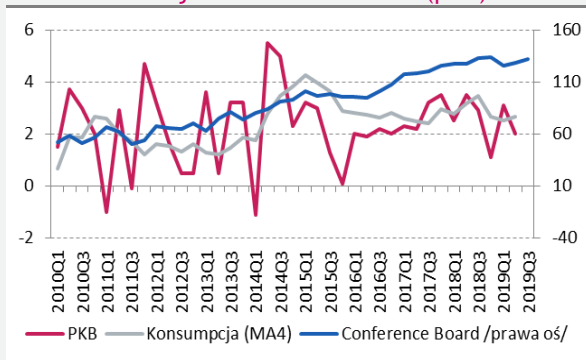
### ...której perspektywy pogorszają się...

Pogorszenie wskaźników z usług, będących do tej pory głównym silnikiem napędowym wzrostu gospodarczego w strefie euro wskazuje, że aktywność gospodarcza w EMU może nie ulegać istotnej poprawie. Jeszcze przed publikacją zaskakująco słabych danych PMI za wrzesień Europejski Bank Centralny obniżył prognozy wzrostu PKB w eurolandzie - do 1,1% z 1,2% dla 2019 r. i do 1,2% z 1,4% dla 2020 r. Prognozowana niska presja popytowa znalazła swoje odzwierciedlenie w rewizji w dół oczekiwań dotyczących inflacji konsumenckiej, która do 2021 r. nie powraca do celu inflacyjnego banku (blisko ale poniżej 2,0% r/r).

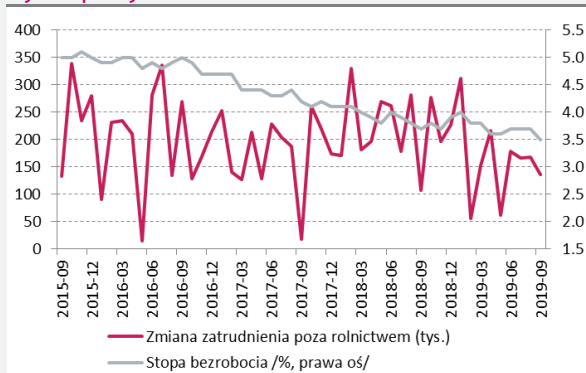
### ... a w rezultacie EBC mocno łagodzi politykę pieniężną.

Perspektywy słabej aktywności gospodarczej w strefie euro i inflacji poniżej celu wpłynęły na Radę Prezesów Europejskiego Banku Centralnego, która łagodziła w ostatnich miesiącach politykę pieniężną w strefie euro. Jeszcze w pod koniec lipca zmodyfikowała ona *forward-guidance*, w którym nie wykluczała obniżek stóp procentowych co najmniej do połowy przyszłego roku, podczas gdy wcześniej wskazywano, że stopy procentowe w Eurolandzie pozostaną na dotychczasowym poziomie. Dodatkowo, EBC poinformował o pracach nad koncepcją tzw. *deposit tiering*, tj. instrumentem mającym na celu ograniczenie wpływu ujemnej stopy depozytowej na wyniki banków komercyjnych w strefie euro oraz o potencjalnym nowym programie skupu aktywów (*quantitative easing*). Podczas posiedzenia wrześniowego przedstawiono szczegóły tych propozycji. W szczególności ogłoszono, że EBC wznowi od 1 listopada program skupu obligacji rządowych na rynkach finansowych w skali 20 mld EUR miesięcznie, dla którego nie określono daty końcowej. Ponadto EBC dalej złagodził *forward guidance* obecnie nie wskazując do kiedy będzie utrzymywał stopy na obecnym lub niższym poziomie. Bank uzależnia jednak okres ten od perspektywy inflacji. Dodatkowo obniżono stopę depozytową z -0,4% do -0,5%. Sądymy, że działania te, w szczególności program skupu aktywów, który jest znacznie mniejszy niż poprzednio (w pewnych miesiącach sięgał 80 mld EUR) będzie miała bardzo ograniczony wpływ na poprawę aktywności gospodarczej w strefie euro. Problemem tej gospodarki nie jest bowiem koszt pieniądza, a popyt na kredyt, który w warunkach niepewności i słabych perspektyw wzrostu nie przybiera na sile. Z tego względu słuszne są głosy, w tym kończącego swoją kadencję prezesa EBC M. Draghiego, że do przeciwdziałania spowolnieniu w Eurolandzie należy dotychczasową politykę fiskalną, czego intencje wyraziły już największe gospodarki eurogrupy - Francja i Niemcy.

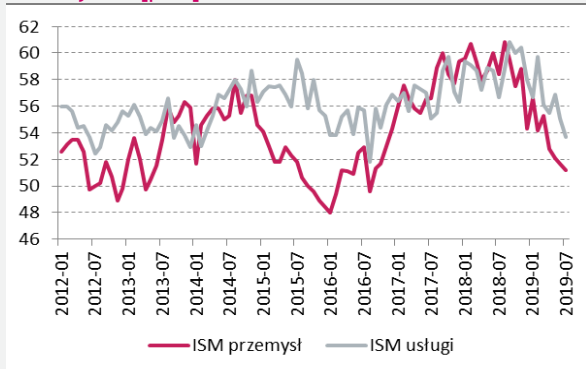
## Wzrost PKB i konsumpcji (% kw/kw, SAAR) oraz wskaźnik nastrojów Conference Board (pkt.)



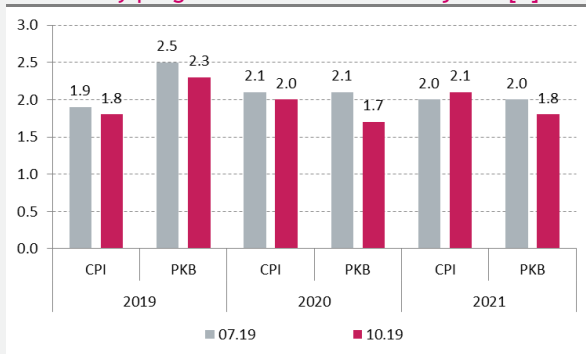
## Rynek pracy w USA



## Indeksy ISM [pkt.]



## Konsensusy prognoz wzrostu PKB i inflacji CPI [%]



Źródło: Bloomberg, Macrobond

## OTOCZENIE GLOBALNE • Stany Zjednoczone

Dane wskazują, że część negatywnych czynników ryzyka dla gospodarki USA związanych z wojnami handlowymi materializuje się, choć tempo wzrostu gospodarczego i sytuacja na rynku pracy pozostają relatywnie dobre. W ostatnich miesiącach Fed dwukrotnie obniżył stopy procentowe wskazując właśnie, że mają one charakter „zabezpieczenia przed negatywnymi czynnikami ryzyka” dla perspektyw wzrostu w USA.

### Część czynników ryzyka dla gospodarki USA materializuje się

Wzrost gospodarczy w 2Q br. w Stanach Zjednoczonych spowolnił do 2,0% kw/kw (SAAR) z 3,1% kw/kw potwierdzając, że gospodarka USA odczuwa skutki polityki protekcyjnej w handlu między USA a Chinami, która przyczyniła się także do pogorszenia koniunktury na całym świecie. Dane z okresu lipiec-wrzesień wskazują na pogłębienie wpływu wojen handlowych zwłaszcza na sektor przemysłowy, który najprawdopodobniej znalazł się w recesji. Sygnalizuje to indeks ISM dla tego sektora, który w sierpniu i wrześniu spadł poniżej poziomu 50 pkt. oddzielającego ożywienie od dekonunktury. O ile analogiczny indeks dla usług - największego sektora amerykańskiej gospodarki - przez dłuższy czas wykazywał częściową odporność na słabnący sektor wytwórczy, to wrześniowy spadek ISM potwierdził, że i ten sektor spowalnia coraz mocniej. Pomimo słabszych niż przed kwartałem danych z sektora przemysłowego i usługowego prognoza New York Fed wskazuje na stabilizację w 3Q dynamiki wzrostu PKB wspieranego przez rynek pracy - rosnące zatrudnienie, a także dobry sentyment konsumencki powiązany z najniższą do 50 lat stopą bezrobocia. W 3Q uległa poprawie kondycja rynku nieruchomości, co także oddziałuje w kierunku utrzymania dynamiki PKB na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału.

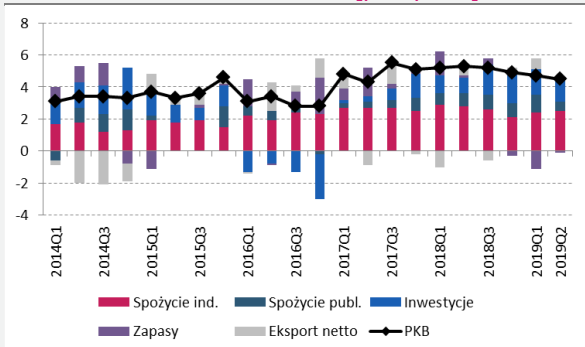
### Perspektywy wzrostu w USA coraz bardziej niepewne

Wrześniowe dane ISM, które okazały się wyraźnie słabsze od oczekiwań znacząco zwiększyły obawy o przyszłość gospodarki amerykańskiej, w tym o możliwość jej wejścia w okres recesji. Sugerowały one bowiem, że przedsiębiorstwa amerykańskie nie są już tak skłonne jak w poprzedzających kwartałach zwiększać zatrudnienie, zwłaszcza w przemyśle, co poddaje pod większą wątpliwość kondycję amerykańskiego rynku pracy, który obecnie stanowi filar wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych. Konsensus prognoz rynkowych wskazuje, że w tym cyklu koniunkturalnym gospodarce amerykańskiej uda się jednak uniknąć recesji. Podzielamy to zdanie, gdyż nierównowagi wewnątrz gospodarki US nie są tak ewidentne jak w przededniu ostatnich kryzysów, a także istnienie przestrzeni luzowania przez Fed polityki pieniężnej. Wydaje się, że głównym problemem amerykańskiej gospodarki nie jest brak popytu wewnętrznego, a słaba międzynarodowa wymiana handlowa oraz wzrost cen importu. Kluczową kwestią dla perspektyw koniunktury w USA jest zatem poprawa relacji handlowych z Chinami, co polepszyłoby sentyment w całej gospodarce światowej.

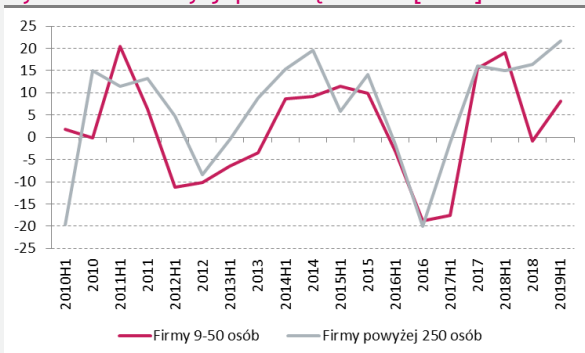
### Fed ubezpiecza gospodarkę USA przed czynnikami ryzyka

Wzrost niepewności dotyczącej perspektyw gospodarki amerykańskiej wpłynął na Fed, który pod koniec lipca i we wrześniu każdorazowo obniżył główną stopę procentową o 25 bps. osiągając przedział 1,75%-2,00%. Ponadto jeszcze w lipcu Fed ogłosił, że zakończy program redukcji sumy bilansowej banku centralnego z końcem sierpnia, a więc wcześniej niż zapowiadano. W komunikatach Fed uzasadniał decyzje o luzowaniu polityki pieniężnej słabnącą sytuacją w gospodarce światową i obniżoną presją inflacyjną. Dodatkowo szef Fed. J.Powell mówił, że obniżki te mają na celu ubezpieczenie przed czynnikami ryzyka dla perspektyw wzrostu PKB. Za każdym razem decyzje o obniżce nie były jednomyślne. Dość różnorodne pozostają również oczekiwania członków Fed co do ścieżki stóp procentowych w przyszłości, choć mediana prognoz zawarta w wykresie dot-plot wskazuje na stabilizację kosztu pieniądza w tym i przyszłym roku. Rynki finansowe nie podzielają tego scenariusza i wyceniają obecnie spadek głównej stopy o łącznie 75 bps do końca 2020 r.

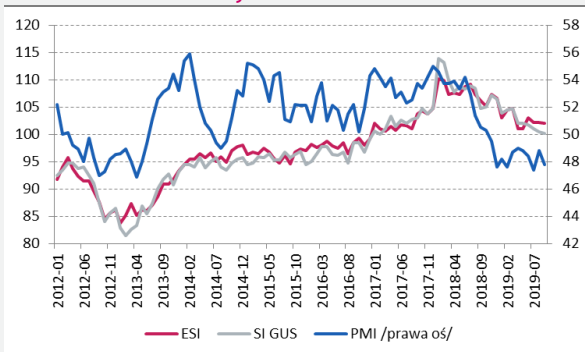
## Struktura wzrostu PKB w Polsce [pkt. proc.]



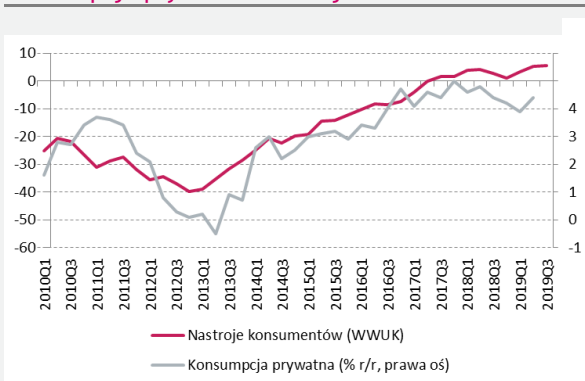
## Dynamika inwestycji przedsiębiorstw [% r/r]



## Wskaźniki koniunktury



## Konsumpcja prywatna i nastroje konsumentów



Źródło: GUS, Macrobond

## GOSPODARKA KRAJOWA • Gospodarka realna

Polska gospodarka utrzymuje się na ścieżce wzrostu, pozytywnie wyróżniając się na tle innych krajów Unii Europejskiej. Dane wysokiej częstotliwości wskazują jednak na nasilające się ryzyka dla perspektyw gospodarczych w kolejnych kwartałach.

### Wzrost gospodarczy solidny choć wyhamowuje

Krajowa gospodarka utrzymuje się na ścieżce wzrostu, pozytywnie wyróżniając się na tle eurogrupy. Wzrost gospodarczy w 2Q wyniósł w Polsce 4,5% r/r, co uplasowało Polskę w czołówce najszybciej rosnących gospodarek w UE. Podobnie jak w poprzednich kwartałach głównym filarem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna, której dynamika wyniosła 4,4% r/r i dodała 2,6 pkt. proc. do wzrostu PKB. Wciąż solidnie rosły też inwestycje w środki trwałe, choć ich dynamika wyhamowała do 9,0% r/r z 12,6% r/r w 1Q. Stopa inwestycji wzrosła natomiast do 18,4% po 2Q z 18,2% w roku 2018. Obraz inwestycji nie jest jednak jednoznaczny. Ich dynamiczny wzrost koncentruje się głównie w firmach dużych, zatrudniających powyżej 250 osób, gdzie wzrost inwestycji sięga 21% r/r. Szczególnie dynamicznie rosną nakłady firm z udziałem kapitału zagranicznego (26,9% r/r). Mniej aktywne w zakresie inwestycji wciąż pozostają krajowe firmy prywatne, szczególnie małe. W firmach zatrudniających 9-50 osób inwestycje wzrosły w I półroczu br. o 5,5% r/r. Wyhamowuje też dynamika inwestycji JST, która w 2Q wyniosła 9,6% r/r wobec 33,8% r/r w 1Q, co wskazuje na wygasający wpływ funduszy UE.

### Niekorzystne otoczenie zewnętrzne ryzykiem dla gospodarki

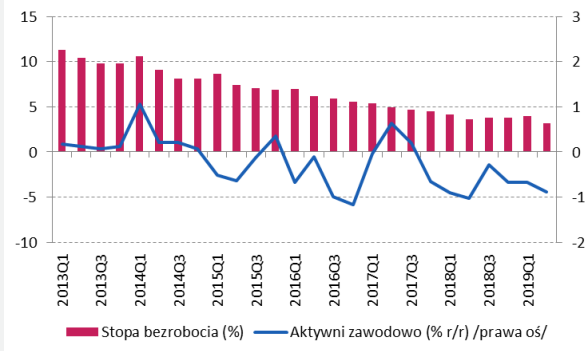
Dane wysokiej częstotliwości za lipiec-wrzesień sugerują, iż wzrost gospodarczy w całym 3Q zapewne nie przyspieszy w stosunku do wyniku z 2Q. Dane z przemysłu wskazują na nasilający się wpływ recesji w niemieckim przemyśle na wyniki polskich firm, co widać w spadku nowych zamówień, hamowaniu dynamiki eksportu, czy pogarszających się wskaźniki koniunktury. W dalszym ciągu polska gospodarka pozostaje mniej podatna na recesję w niemieckim przemyśle niż część krajów naszego regionu, szczególnie czeska i słowacka, które są gospodarkami bardziej otwartymi, z większym udziałem eksportu w PKB. Negatywne tendencje w przemyśle przefiltrowują się stopniowo do innych sektorów polskiej gospodarki, co częściowo widoczne jest w wyhamowaniu dynamiki wartości dodanej w transporcie. W nieco wolniejszym od oczekiwań tempie rosta też w lipcu i sierpniu sprzedaż detaliczna, pomimo wypłaty kolejnych świadczeń społecznych. Wskazuje to, iż świadczenia 500 plus na pierwsze dziecko nie mają takiego prokonsumpcyjnego wpływu jak w latach 2016-17, gdyż obecnie wypłacane świadczenia trafiają do gospodarstw domowych o większej skłonności do oszczędzania. Konsumpcja pozostanie jednak głównym motorem wzrostu, choć przestrzeń do jej przyspieszenia jest ograniczona. Oczekujemy też wyhamowania dynamiki inwestycji w środki trwałe, ponieważ zmniejsza się intensywność wykorzystania środków unijnych ograniczy skalę inwestycji infrastrukturalnych. Aktywność inwestycyjna firm prywatnych pozostanie umiarkowana, na co wskazują wyniki badań koniunktury NBP. W średnim okresie proinwestycyjnym impulsem może być zwiększenie płacy minimalnej w skali zapowiedzianej przez rząd, jednak wpływ ten obciążony jest sporą niepewnością, ponieważ dla części firm małych i średnich może być to istotna bariera rozwoju skali działania. Nasza prognoza wzrostu PKB w całym roku na poziomie 4,6% obciążona jest ryzykiem w dół, ale ma szansę realizacji jeśli ujawnią się skutki pakietu fiskalnego.

### Prognozy krótkoterminowe

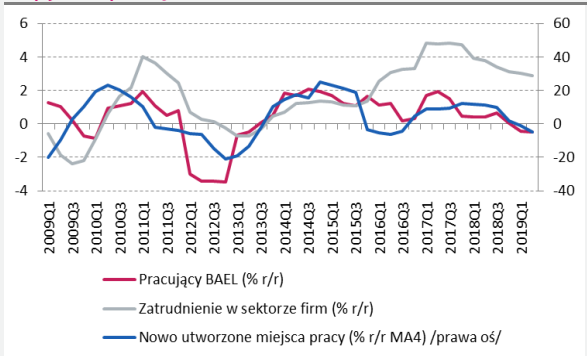
	Cze 19	Lip 19	Sie 19	Wrz 19	Paź 19	Lis 19
Produkcja przem. (% r/r)	-2,6	5,8	-1,3	4,7	1,7	-2,9
Produkcja budowlana (% r/r)	-0,7	6,6	2,7	7,2	4,9	1,9
Sprzedaż detaliczna realnie (% r/r)	3,7	5,7	4,4	5,6	4,5	4,1

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

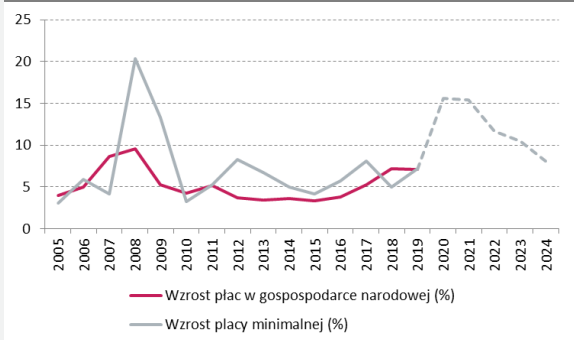
## BAEL: stopa bezrobocia i liczba aktywnych zawodowo



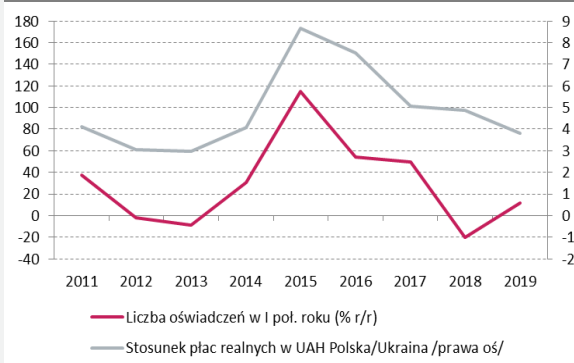
## Popyt na pracę



## Płace w gospodarce



## Imigracja zarobkowa do Polski



Źródło: Macrobond, NBP

## GOSPODARKA KRAJOWA • Rynek pracy

Sytuacja na krajowym rynku pracy rozwija się w dużej mierze zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Podtrzymujemy zatem nasze prognozy dalszego obniżania się liczby aktywnych zawodowo, hamowania wzrostu liczby zatrudnionych oraz stabilnej dynamiki wynagrodzeń i stopy bezrobocia. Realizacja zapowiedzi wyborczych, podnoszących koszty pracy zwiększa jednak niepewność co do tych oczekiwań.

### Rozwój sytuacji na rynku pracy nie zaskakuje

Dane z 2Q i 3Q br. potwierdzają zakładany przez nas scenariusz dotyczący sytuacji na krajowym rynku pracy. W gospodarce nadal utrzymuje się zapotrzebowanie na nowych pracowników, aczkolwiek rynek pracy powoli zbiega do stanu nasycenia. W sierpniu br. wzrost liczby etatów w firmach zatrudniających ponad 9 pracowników obniżył się do 2,6% r/r i był wolniejszy niż w analogicznym okresie ub. roku o 0,8 pkt. proc. Jednocześnie liczba utworzonych w 2Q br. nowych miejsc pracy w przedsiębiorstwach liczących co najmniej 1 pracownika, była niższa niż przed rokiem o ponad 12,0%. Należy jednak zaznaczyć, że hamujący wzrost zatrudnienia w gospodarce po części wynika z ograniczeń podażyowych związanych z kurczącym się zasobem osób aktywnych zawodowo (tj. pracujących i bezrobotnych aktywnie poszukujących pracy), który w samym 2Q br. uległ zmniejszeniu o 150 tys. r/r. W takich warunkach stopa bezrobocia według metodologii BAEL obniżyła się w 2Q do 3,2%, najniższej wartości w historii badania. Ciasny rynek pracy sprzyjał także utrzymaniu wzrostu płac w 2Q na dobrym poziomie zbliżonym do 7,0 r/r, co, jak wskazują dane z sektora przedsiębiorstw, przekłada się także na 3Q br.

### Oczekujemy utrzymania dotychczasowych trendów

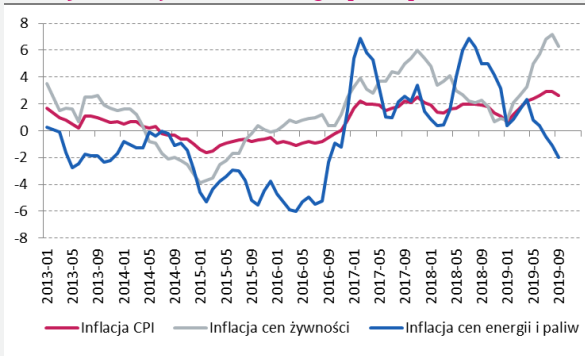
Brak większych zaskoczeń co do sytuacji na rynku pracy skłania nas do podtrzymania wcześniejszych prognoz na 2019 r. Nadal oczekujemy, słabnącego stopniowo wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz obniżającej się wraz ze starzeniem się społeczeństwa liczby osób aktywnych zawodowo. Stopa bezrobocia, a także wzrost wynagrodzeń powinny pozostawać względnie stabilne. Oczekujemy utrzymania tych trendów również w 2020 r., choć prognozy te obciążone są nieco większą niepewnością niż jeszcze kilka tygodni temu. Postulaty wyborczej koalicji, obejmujące m.in. podniesienie płacy minimalnej o ponad 15,0% w 2020 r. i o łącznie 78% do 2024 r., zniesienie limitu 30-krotności składek ZUS, a także wdrażany już plan Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK) będą podnosić koszty pracy. W szczególności mocna wyżka płacy minimalnej może zniechęcić firmy, zwłaszcza małe, do zwiększania zatrudnienia i wpłynąć na nieco wolniejszy niż zakładaliśmy spadek stopy bezrobocia. Dodatkowo podniesienie płacy minimalnej najpewniej zwiększyłoby żądania płacowe pracowników objętych wyższymi niż minimalne zarobkami. Wpływ tych podnoszących koszty pracę rozwiązań będą łagodzić jednak rządowe propozycje zmniejszenia obciążeń firm (obniżenie składek ZUS dla małych firm, powiększenie liczby przedsiębiorstw objętych niższą, 9-procentową stawką CIT i ryczałtowym rozliczeniem w PIT). Podniesienie płacy minimalnej stwarza jednak szanse dla pracodawców na aktywizację części nieaktywnej zawodowo populacji oraz na utrzymanie obecnych oraz pozyskanie pracowników z zagranicy. Dotyczy to zwłaszcza Ukrainy, gdyż poprawiająca się sytuacja na tamtejszym rynku pracy i mocniejszy niż w okresie eskalacji konfliktu z Rosją kurs hrywny ograniczają atrakcyjność finansową emigracji.

### Prognozy krótkoterminowe

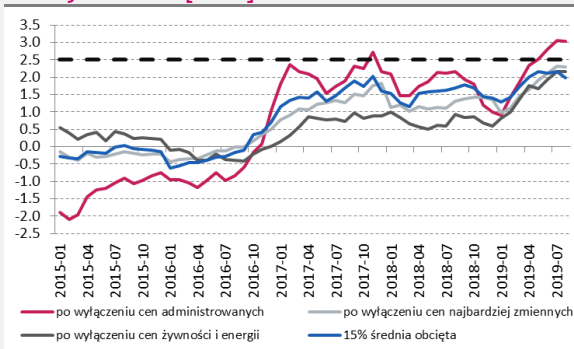
	Cze 19	Lip 19	Sie 19	Wrz 19	Paź 19	Lis 19
Zatrudnienie* (% r/r)	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5
Wynagrodzenia* (% r/r)	5,3	7,4	6,8	7,1	6,5	6,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,3	5,2	5,2	5,1	5,1	5,2

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

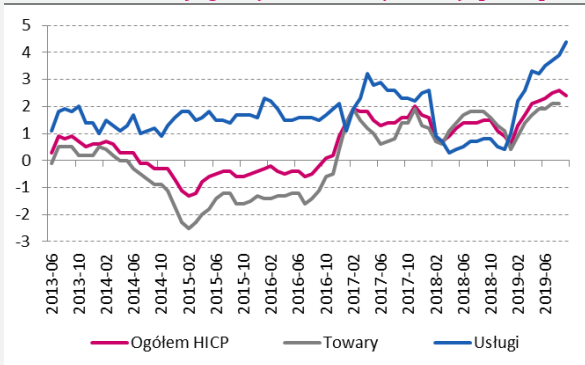
## Inflacja CPI, żywności i energii [% r/r]



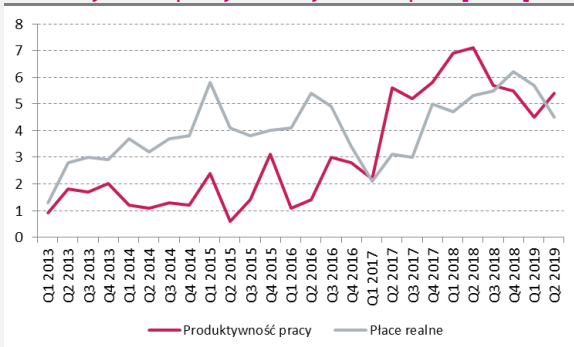
## Inflacja bazowa [% r/r]



## Wskaźnik HICP i jego wybrane komponenty [% r/r]



## Produktywność pracy i realny wzrost płac [% r/r]



Źródło: Macrobond, GUS

## GOSPODARKA KRAJOWA • Inflacja

Inflacja CPI wzrosła w 3Q do 2,8% r/r z 2,4% r/r w 2Q i po raz pierwszy od Q4 2012 była wyższa niż cel inflacyjny (2,5% r/r). Przyczynia się do tego wyższa inflacja cen żywności oraz inflacja bazowa. W pierwszych miesiącach przyszłego roku inflacja CPI może przebić górny przedział dopuszczalnych odchyżeń od celu (3,5% r/r), a średnio w całym roku 2020 przekroczyć 3,0% r/r.

### Presja inflacyjna narasta...

Inflacja CPI wyniosła średnio w 3Q br. 2,8% r/r wobec 2,4% r/r przed kwartałem po raz pierwszy od Q4 2012 przewyższając cel inflacyjny (2,5% r/r). Wzrost cen konsumenta był w największym stopniu napędzany przez rosnące ceny żywności. W szczególności najsilniejsze wzrosty dotyczyły cen warzyw, które przekraczały 30,0% r/r, co związane było z utrzymaniem się w tym okresie w części kraju suszy rolniczej. Wysoką dynamikę cen odnotowano także w przypadku cukru, a także cen mięsa wieprzowego, co wynika ze wzmożonego popytu z Chin, które zmagają się z epidemią afrykańskiego pomoru świń. W 3Q inflację CPI napędzał także komponent bazowy (obliczany jako wskaźnik cen CPI po wyłączeniu cen żywności i energii). Według naszych szacunków wzrosła ona we wrześniu do 2,3% r/r, a więc do najwyższego poziomu od 2012 r. Dane te potwierdzają, że presja inflacyjna w krajowej gospodarce narasta, napędzana przez nadal wysoki wzrost gospodarczy, a także rosnącą presję kosztową, powiązaną z solidnym wzrostem płac. Widoczne jest to w szczególności w sektorze usług, gdzie dynamika cen sięgnęła w sierpniu 4,3% r/r. W warunkach solidnego popytu oraz rosnącego dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych firmy podnoszą ceny dla konsumenta chcąc zwiększyć zyskowność.

### ... w 1Q2020 może przewyższyć 3,5% r/r

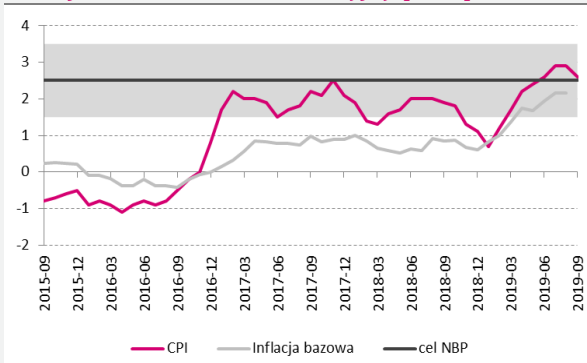
W najbliższych miesiącach fundamentalne uwarunkowania narastania presji inflacyjnej nie ulegną zmianie. Po wyhamowaniu inflacji CPI we wrześniu do 2,6% r/r z 2,9% r/r powinna ona powrócić do trendu wzrostowego. W 1Q 2020 inflacja CPI jeszcze silniej wzrośnie i według naszych oczekiwań przekroczy 3,5% r/r, tj. poziom górnego ograniczenia dopuszczalnych odchyżeń od celu inflacyjnego RPP. W kolejnych miesiącach powinna jednak obniżyć się wracając do przedziału 1,5-3,5% r/r, gdyż wpływ wzrostu cen żywności będzie najprawdopodobniej stopniowo wygasać. Oczekujemy również dalszego narastania inflacji bazowej w tym roku, po czym w 2020 r. jej stabilizacji (na poziomie przewyższającym nieco cel inflacyjny) gdyż hamującemu nieco wzrostowi produktywności pracy będzie towarzyszył słabszy wzrost płac w ujęciu realnym. Prognozy wskaźnika CPI dla Polski obciążone są wysoką niepewnością powiązaną m.in. z przyszłymi cenami energii elektrycznej dla gospodarstw domowych. Obecnie rząd utrzymuje je na poziomie z końca czerwca 2018 r. Nasze prognozy zostały opracowane przy założeniu wzrostu cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych wynoszący 5-6% r/r. Innym czynnikiem niepewności pozostaje presja kosztowa w krajowej gospodarce. W warunkach niskiej stopy bezrobocia i spadającej aktywności zawodowej znaczący odpływ części pracowników z Ukrainy do Niemiec mógłby silniej niż zakładamy zwiększyć presję płacową i tym samym podbić inflację CPI jeszcze mocniej niż nasze oczekiwania na 2020 r. wynoszące średnio 3,1% r/r. Inny czynnik niepewności dotyczący inflacji CPI w przyszłym roku związany jest z planowanym przez rząd mocnym podniesieniem od początku 2020 r. płacy minimalnej (o 15,6%).

### Prognozy krótkoterminowe

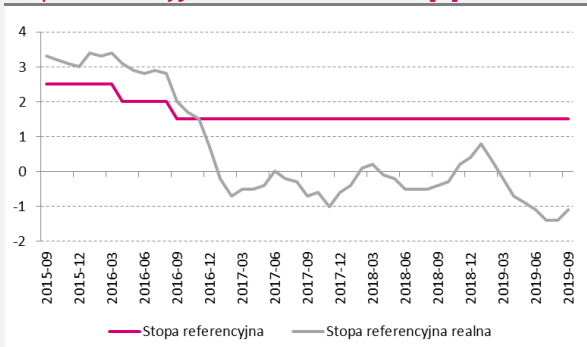
	Cze 19	Lip 19	Sie 19	Wrz 19	Paź 19	Lis 19
Inflacja CPI (% r/r)	2,6	2,9	2,9	2,7	2,7	3,0
Inflacja bazowa (% r/r)	1,9	2,2	2,2	2,3	2,2	2,4
Inflacja PPI (% r/r)	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	1,1

Źródło: GUS, prognozy Banku Millennium

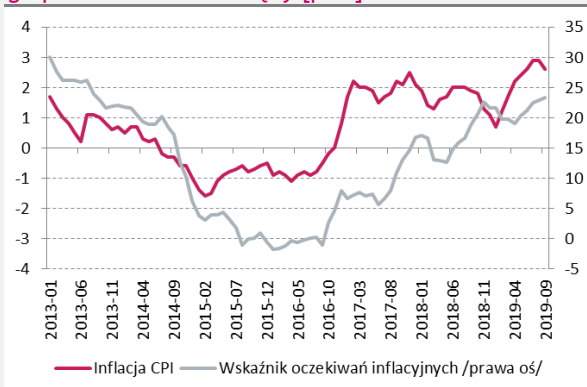
Inflacja CPI, bazowa i cel inflacyjny [% r/r]



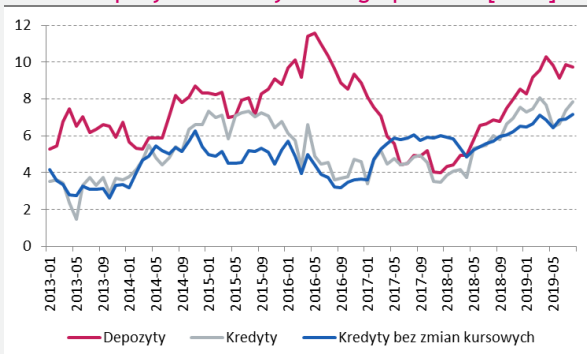
Stopa referencyjna nominalna i realna [%]



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



Wzrost depozytów i kredytów w gospodarce [% r/r]



Źródło: Macrobond, NBP

## POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej kontynuuje obrany kurs stabilizacji kosztu pieniądza, choć wzrost dysonans między członkami tego gremium. Pojawiły się bowiem wnioski zarówno o obniżkę jak i podwyżkę stóp procentowych. Wobec oczekiwań większości członków wskazujących na kształtowanie się wskaźnika CPI w pobliżu celu inflacyjnego NBP w średnim okresie gremium to będzie dążyło do utrzymania stóp procentowych przez dłuższy czas.

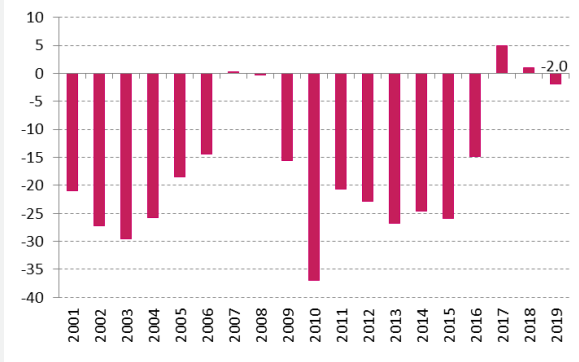
### Rada Polityki Pieniężnej kontynuuje obrany kurs...

W ostatnich miesiącach Rada Polityki Pieniężnej konsekwentnie realizuje wcześniejsze zapowiedzi stabilizacji stóp procentowych w Polsce. Stopa referencyjna pozostaje zatem na historycznie niskim poziomie 1,5% już ponad 4,5 roku. Łagodna retoryka większości Rady nie uległa znaczącym modyfikacjom, podobnie jak komunikaty po posiedzeniach. Członkowie reagowali w nich jednak na napływ nowych danych wskazujących na rosnącą presję inflacyjną w Polsce oraz pogarszającą się koniunkturę w gospodarce światowej. Uwzględniono bowiem sformułowanie, że "po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r." inflacja powróci w średnim okresie do celu inflacyjnego, co interpretujemy, jako uprzedzenie o możliwości w tym okresie wybicia się przez inflację ponad górny przedział dopuszczalnego odchylenia od celu inflacyjnego (3,5% r/r). Rada zwraca uwagę w komunikacie również na niepewność związaną z przełożeniem się koniunktury za granicą na gospodarkę krajową. O ile większość członków utrzymywało swoje dotychczasowe nastawienie to zwiększył się rozdźwięk między członkami Rady uważnymi za skrajnych jastrzębi i gołębi. Podczas lipcowego posiedzenia RPP E.Gatnar złożył bowiem wniosek o podwyższenie stóp procentowych o 25 bps, który został poparty jeszcze przez K.Zubelewicza. Natomiast we wrześniu pojawił się postulat obniżki stóp, także o 0,25 punkta bazowego. Wnioski te nie spotkały się jednak z akceptacją większości członków Rady Polityki Pieniężnej.

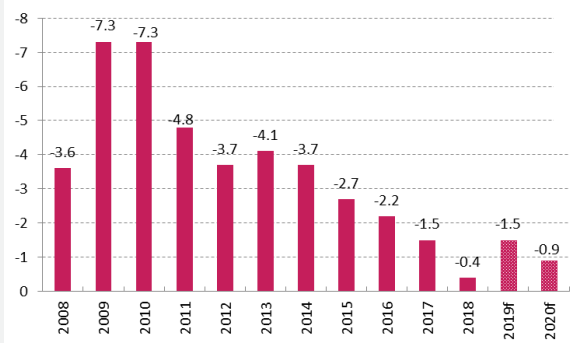
### ...i będzie go kontynuować w przyszłości

Na konferencji po październikowym posiedzeniu Rady prezes A.Głapiński zapytany o wpływ napływ nowych danych na scenariusz makroekonomiczny powiedział, że według bieżących prognoz NBP inflacja CPI w 2019 r. wyniesie średnio 2,3% r/r wobec 2,0% r/r oczekiwanego w projekcji lipcowej, a wzrost gospodarczy 4,3% (4,5% w lipcu). Oczekiwania te wskazują kierunek rewizji ścieżek inflacji i wzrostu gospodarczego w projekcji listopadowej. Uaktualniony scenariusz makroekonomiczny NBP nie wpłynie jednak na zmianę perspektyw polityki pieniężnej w Polsce. O ile inflacja CPI, która w pierwszych miesiącach przyszłego roku może przewyższyć 3,5% r/r będzie zmniejszała komfort bardziej jastrzębich członków Rady to nie zdecydują się oni po lipcowej porażce na kolejny wniosek o podwyżkę kosztu pieniądza. Również obniżka stóp procentowych wydaje się mało prawdopodobna. W tym kontekście prezes A.Głapiński powiedział, że napływ danych nie daje argumentów za luzowaniem polityki pieniężnej, a stopy procentowe mogą pozostać na dotychczasowym poziomie do końca jego kadencji w 2022 r. Naszym zdaniem właśnie stabilność kosztu pieniądza w Polsce przez dłuższy czas wydaje się najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Obecnie nie widać bowiem istotnych ryzyk długotrwałego trwałego przekroczenia przez inflację konsumencką górnego ograniczenia celu inflacyjnego (3,5% r/r), a najważniejsze banki centralne na świecie dokonują łagodzenia polityki pieniężnej. Dodatkowo nie zanoszą się w Polsce na silne spowolnienie gospodarcze pociągające za sobą konieczność obniżki stóp procentowych. Za największe ryzyko dla perspektyw stóp procentowych uznajemy sytuację na rynku pracy, w szczególności zbyt silne względem wzrostu produktywności pracy narastanie presji płacowej. Wydaje się to tym bardziej istotne, że do marca 2020 r. wejdą w życie nowe przepisy umożliwiające podejmowanie pracy w Niemczech przez obywateli Ukrainy. Ostatnie badania NBP wskazują, że liczba pracujących w Polsce Ukraińców może zmniejszyć się maksymalnie o 20-25% w najbliższych czterech latach, choć szacunki te obciążone są wysoką niepewnością.

## Wynik budżetu państwa po sierpniu [mld PLN]

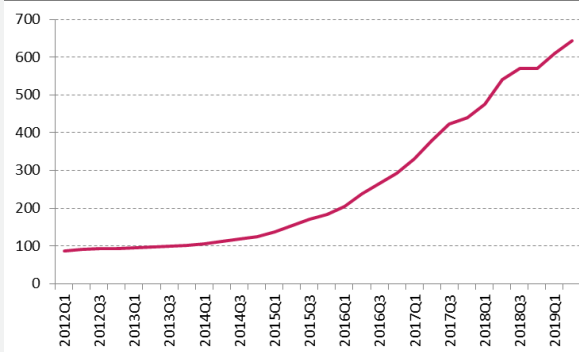


## Wynik sektora finansów publicznych [% PKB]

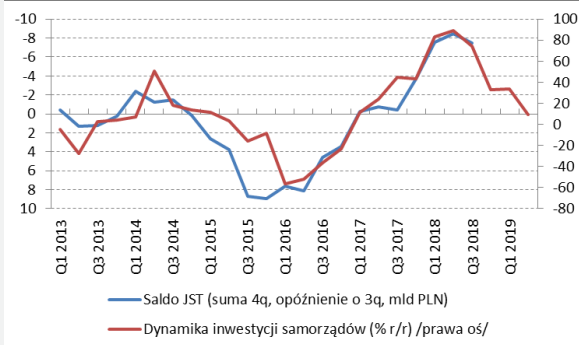


Dla 2019 i 2020 r. prognozy Banku Millennium

## Liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS



## Wynik JST a ich inwestycje



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów, ZUS

## POLITYKA FISKALNA

Sytuacja budżetowa w tym roku jest lepsza niż zakładano w ustawie budżetowej, choć nie tak dobra jak w ubiegłym roku. Na 2020 r. rząd po raz pierwszy od transformacji ustrojowej założył zrównoważenie budżetu centralnego, co jednak będzie tylko przejściowe.

### Sytuacja budżetu pozostaje dobra, choć gorsza niż rok temu

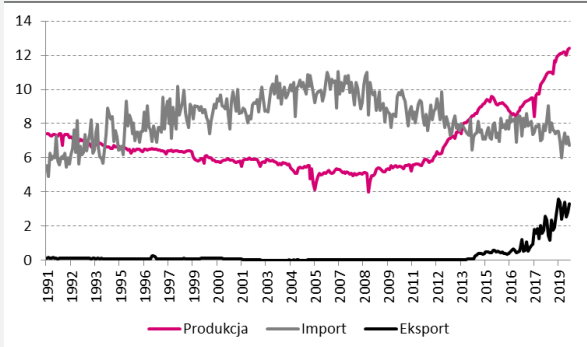
Sytuacja budżetu państwa jest lepsza niż przyjmował rząd w ustawie budżetowej na 2019 r. Pozostaje ona jednak nieco gorsza niż przed rokiem - po sierpniu deficyt budżetu centralnego wyniósł 2 mld PLN, podczas gdy po ośmiu miesiącach 2018 r. odnotowano nadwyżkę w wysokości 1,1 mld PLN. Napływ danych o realizacji budżetu w dużym stopniu nie zmienił obserwowanego w tym roku obrazu strony dochodowej budżetu. W 3Q swoją kontynuację mają dynamiczne wzrosty dochodów z podatku CIT. Dobra sytuacja na krajowym rynku pracy - rosnące zatrudnienie oraz płace - utrzymują również dwucyfrowy wzrost r/r dochodów z podatku PIT. Dane z ostatnich miesięcy potwierdzają ponadto poprawę wzrostów dochodów z podatku VAT. Po drugiej stronie salda widoczne są mocniejsze wzrosty w ujęciu r/r wydatków budżetowych niż przed rokiem, co jednak nie stanowi negatywnej niespodzianki. Wobec lepszych od oczekiwań dochodów rząd w projekcie ustawy budżetowej na 2020 r. oszacował, że deficyt budżetowy w 2019 r. wyniesie 12 mld PLN wobec 28,5 mld PLN przyjętego wcześniej.

### Na przyszły rok rząd planuje zrównoważenie budżetu

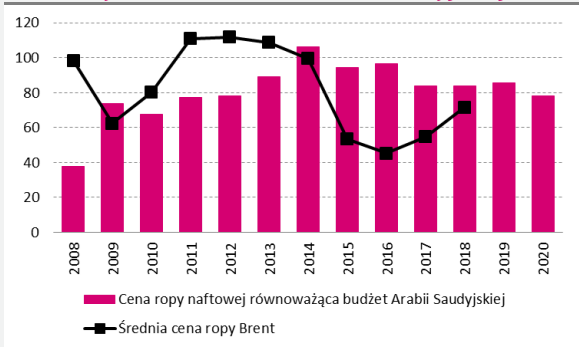
Pod koniec września rząd przyjął projekt ustawy budżetowej na 2020 r., który znacząco nie odbiegał od Aktualizacji Programu Konwergencji opublikowanego w kwietniu. Według tego projektu po raz pierwszy od transformacji ustrojowej wydatki mają zostać w pełni zrównoważone przez dochody. Przyjęto, że w całym roku wyniosą one po 429,5 mld PLN, a więc dochody mają być wyższe o 6,2% niż planowane wykonanie na 2019 r., a wydatki o 3,2% r/r. Wdrożenie tych planów budzi jednak wątpliwości biorąc pod uwagę informacje płynące od koalicji rządzącej. Zapowiada ona bowiem utrzymanie w 2020 r. wydatków 13 emerytury, której koszt w 2019 r. wyniósł 10,8 mld PLN, czego ustawa nie przewiduje. Ponadto rząd informuje o możliwości likwidacji zapisów dotyczących zniesienia limitu 30-krotności składek na ZUS. Ostateczne decyzje co do tych kwestii poznamy po wyborach parlamentarnych. Może dojść zatem do nowelizacji w Parlamencie zapisów ustawy, po której w planowanym budżecie pojawi się deficyt, aczkolwiek nie zmieniłoby to relatywnie dobrej oceny sytuacji fiskalnej państwa. W dłuższym okresie, wraz ze spowalniającym wzrostem gospodarczym poprawa wyników budżetowych będzie jednak coraz trudniejsza. W szczególności w perspektywie kilku lat źródła jednorazowych wpływów do budżetu ujętych w ustawie na 2020 r. (sprzedaż praw do sprzedaży częstotliwości telekomunikacyjnych 5G i praw do emisji CO<sub>2</sub>, opodatkowanie aktywów emerytalnych przy transferze do IKE) wygasną. Warto zauważyć, że pomimo zbilansowania budżetu centralnego w całym sektorze finansów publicznych zostanie odnotowany deficyt wynoszący według metodologii unijnej 0,3% PKB, choć jest to najniższa wartość w historii prowadzonych obliczeń. Jednym z czynników sprzyjającym tej niskiej wartości są poprawiające się wyniki budżetowe samorządów, do czego przyczynia się ich słabnąca aktywność inwestycyjna związana ze spadkiem intensywności wykorzystania środków z budżetu Unii Europejskiej. Poprawie wyników całości sektora finansów publicznych sprzyja ponadto rosnąca liczba pracujących w Polsce obcokrajowców, głównie obywateli Ukrainy, objętych ubezpieczeniem społecznym. Należy podkreślić, że w warunkach słabnącego wzrostu gospodarczego na świecie ujęte w ustawie budżetowej na 2020 r. wyższe niż w ub. roku łączna kwota transferów społecznych (pełny rok wydatków z programu 500 plus) oraz zmniejszenie niektórych obciążeń podatkowych wspierają konsumpcję gospodarstw domowych i mają antycykliczny wpływ na wahania koniunktury w kraju. Z perspektywy wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie bardziej pożądanym kierunkiem wydatków powinny być nakłady inwestycyjne, które wsparłyby potencjał polskiej gospodarki, co jest tym istotniejsze, że kurczy się w gospodarce liczba osób aktywnych zawodowo.



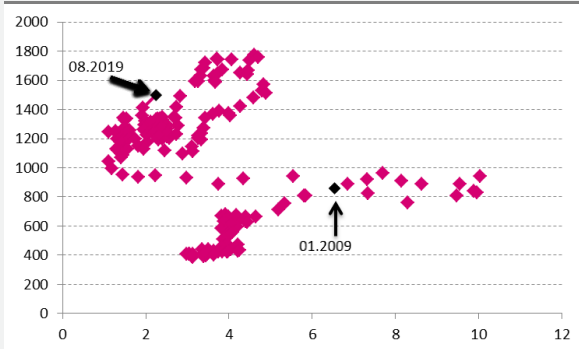
## Rynek ropy naftowej w USA [mln barytek/dzień]



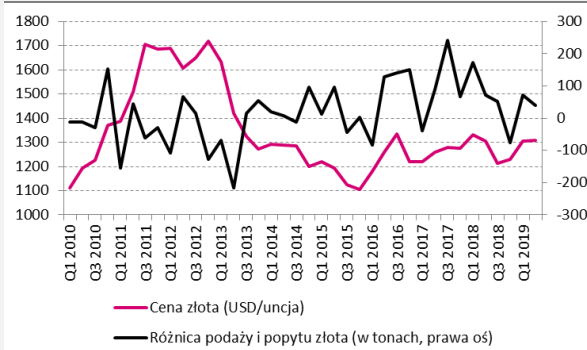
## Cena baryłki Brent a budżet Arabii Saudyjskiej



## Cena złota w USD (lewa oś), a inflacja CPI na świecie (%)



## Cena złota, a zmiany popytu i podaży



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream, World Gold Council

## RYNKI SUROWCÓW

### Ropa naftowa

Silniejsze od popytu powiększenie podaży było czynnikiem determinującym zachowanie rynku ropy naftowej w trzecim kwartale. Z jednej strony rekordy wydobycia ropy naftowej poprawiały Stany Zjednoczone, a część państw OPEC przekraczało normy pozyskiwania surowca. Z drugiej zaś pogarszające się perspektywy światowego wzrostu gospodarczego na skutek eskalacji wojen handlowych skutecznie ograniczały popyt. W rezultacie cena baryłki ropy Brent obniżyła się w połowie sierpnia do około 56 USD za baryłkę tj. o 10 USD w stosunku do końca pierwszego półrocza. Sytuacji nie zmieniła znacząco decyzja kartelu OPEC, który zdecydował we wrześniu o ograniczeniu wydobycia. Cięcia objęły Irak i Nigerię tj. państwa, które przekraczały limity wydobycia. Dopiero atak na instalacje ropy naftowej w Arabii Saudyjskiej skutkowało największym jednodniowym wzrostem cen ropy od 1991 roku i osiągnięciem poziomu 70 USD za baryłkę. Sprawność w usuwaniu skutków uszkodzeń sprawiła jednak, iż był to ruch krótkotrwały, a notowania odrobiły większość ruchu wzrostowego.

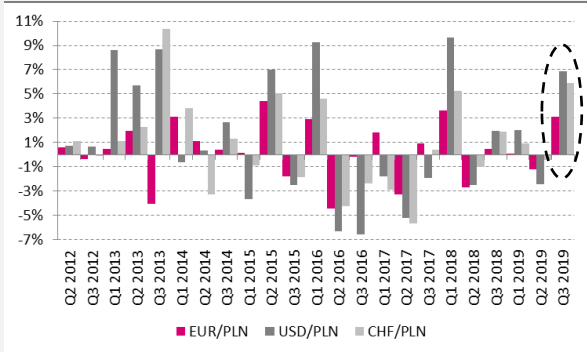
### Oczekiwana stabilizacja cen ropy naftowej

Bilans ryzyk dla cen ropy naftowej skłania nas do nieznacznej modyfikacji naszej prognozy z poprzedniego raportu, gdy zakładaliśmy, iż cena baryłki ropy naftowej w tym roku koncentrować się będzie wokół poziomu 68 USD. Obecnie - z związku rosnącymi obawami o wzrost gospodarczy na świecie - uznajemy, iż notowania surowca koncentrować się będą wokół 65 USD. Mimo podejmowania coraz większych wysiłków przez kartel OPEC, który dąży do ustabilizowania rynku ropy naftowej poprzez ograniczenia wydobycia, jak i działań Arabii Saudyjskiej dymisjonującej tamtejszego ministra ropy naftowej obwiniając go o zbyt niskie ceny surowca nie przynoszą one spodziewanych efektów. Utrzymywaniu ceny ropy naftowej w bliskiej okolicy tegorocznego minimum sprzyjają nawarstwiająca się obawa o globalne spowolnienie i historyczne maksima amerykańskiego wydobycia ropy naftowej, jak i eksportu surowca. Źródłem wzrostu cen ropy naftowej będzie jednak geopolityka (napiecie na linii USA-Iran) oraz sezon huraganów. Charakter takich zmian jest gwałtowny, ale jednak krótkotrwały i nie powinien w dłuższym terminie istotnie wpływać na notowania. Zwyżkę cen mogłoby spowodować ilościowe luzowanie polityki pieniężnej w USA, które nie jest jednak scenariuszem bazowym Fed.

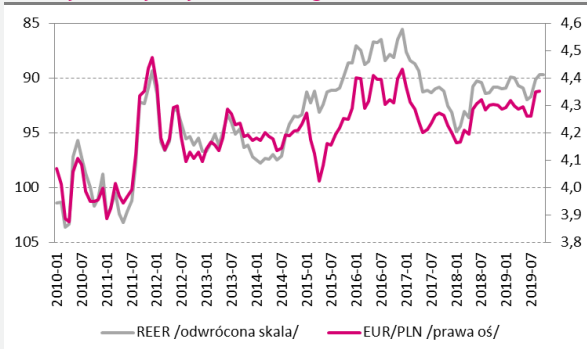
### Złoto

Zgodnie z naszymi krótkoterminowymi oczekiwaniami cena uncji złota wzrosła do 1550 USD za sprawą odbudowujących się - pod wpływem oczekiwań na uruchomienie programu skupu aktywów w strefie euro - napytów do ETFów, a także poprawą sytuacji w przemyśle jubilerskim, czy solidnym fizycznym popycie na złoto ze strony banków centralnych. Co ciekawe w drugim kwartale znaczący udział w popycie banków miał Narodowy Bank Polski, który kupił aż 100 ton złota. Był to największy kwartalny zakup złota przez bank centralny na świecie od listopada 2009 roku, gdy Indie nabyły 200 ton kruszcu od Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Źródłem zmian cen złota nie utożsamiamy natomiast ze zmianami inflacji na świecie. Warto zwrócić uwagę na spadek korelacji pomiędzy ceną złota, a inflacją na świecie. W ostatnich dziesięciu latach współczynnik korelacji wynosił 0,75 podczas gdy w ostatnich dwóch latach wynosi -0,37. Perspektywy cen złota oceniamy umiarkowanie optymistycznie. Należy bowiem pamiętać, iż „w cenach” kruszcu uwzględnione jest już luzowanie polityki pieniężnej na świecie, w tym ponowne uruchomienie programu QE w strefie euro, jak i stopniowo pogarszające się wyniki gospodarki światowej (wspierające strategię unikania ryzyka tj. *risk-off*). Źródła zwyżki cen złota nie dostrzegamy także w czynnikach fundamentalnych. W ostatnich 12 kwartałach popyt tylko 2 razy przewyższał podaż. Poza okresami ucieczki inwestorów do bezpiecznych aktywów (napiecia geopolityczne, brexit) nie widzimy obecnie wyraźnych podstaw do wzrostu cen złota. Z tego powodu za najbardziej prawdopodobny scenariusz uznajemy fluktuację notowań wokół poziomu 1500 USD za uncję.

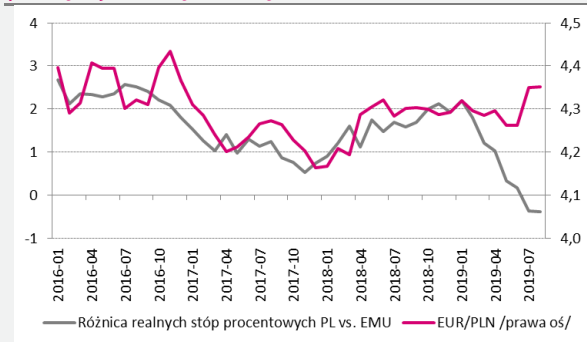
## Kwartalna zmiana notowań par złotych



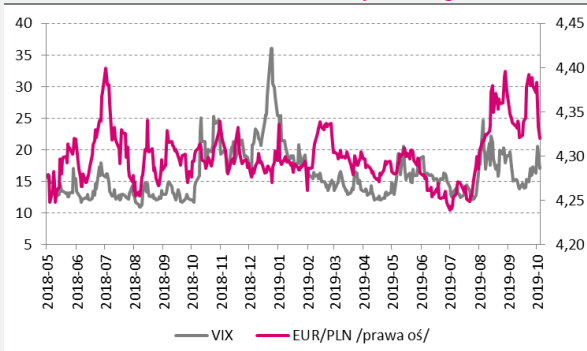
## Realny efektywny kurs złotego i EUR/PLN



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



## Kurs EUR/PLN i indeks „strachu rynkowego” VIX



Źródło: Macrobond

## RYNEK ZŁOTEGO

Trzeci kwartał 2019 roku nie był udanym okresem dla złotego. Obawy związane z pogarszającą się koniunkturą na świecie sprzyjały przecenieniu walut Europy Środkowo-Wschodniej. Czynnikiem lokalnym, który dodatkowo napędzał spadek wartości złotego była niepewność towarzysząca oczekiwaniu na odpowiedź Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie walutowych kredytów hipotecznych. Mimo to, zakres przeceny złotego w relacji do euro był mniejszy niż w przypadku forinta, który stracił do wspólnej waluty 4% i był najstarszy w historii. W kolejnych miesiącach liczymy się ze stabilizacją kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,33 jako balans pomiędzy wciąż solidnymi fundamentami makro, a niepewnością towarzyszącą wydarzeniom globalnym (wojny handlowe, brexit).

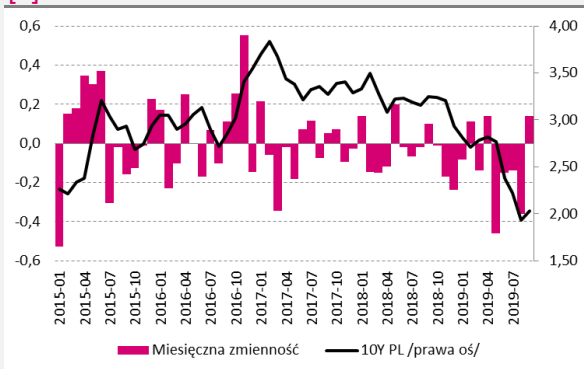
### Oslabienie PLN widoczne szczególnie w relacji do USD i CHF

Wspomniany powyżej miks czynników zewnętrznych i lokalnych zadecydował o zwwyżce kursu EUR/PLN z poziomu 4,24 na początku lipca do 4,40 na koniec września. Omawiany okres na rynkach globalnych był natomiast czasem napływu kapitału w kierunku tzw. bezpiecznych przystani, co w przypadku walut oznaczało umocnienie dolara i franka. W konsekwencji trzeci kwartał przyniósł wyraźną presję na wzrost pozostałych par złotych. Kurs USD/PLN wzrósł aż o 7% do poziomu 4,02 co było największym kwartalnym wzrostem notowań od połowy 2018 roku. Z kolei blisko 6% zwwyżka pary CHF/PLN była największą od pierwszego kwartału 2015 roku, gdy bank centralny Szwajcarii zdecydował o porzuceniu obrony minimalnego kursu EUR/CHF na poziomie 1,20.

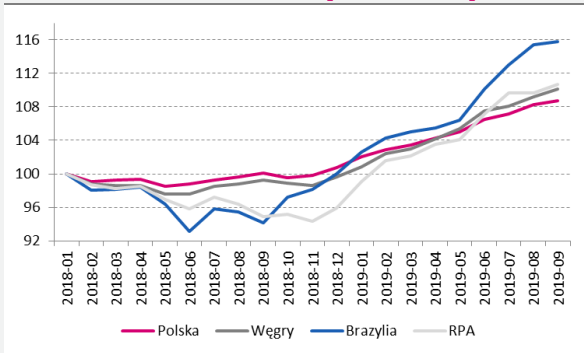
### Ograniczone umocnienie złotego w relacji do euro

W naszej ocenie „uwolnienie się” wyceny złotego od tematu TSUE stanowi istotny czynnik sprzyjający wzrostowi wartości polskiej waluty w krótkim terminie. Podobnie jak powiększający się realny dysparytet w polityce pieniężnej pomiędzy Polską, a strefą euro. Na ostatnim posiedzeniu prezes NBP podtrzymał swoją ocenę, iż stopy procentowe pozostaną niezmiennie być może do połowy 2022 roku. Tymczasem wrześniowa runda tagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro prawdopodobnie nie kończy ruchów Europejskiego Banku Centralnego. Obok zdyskontowanej już przez rynki obniżki stopy depozytowej coraz bardziej prawdopodobne - także w obliczu zmian personalnych w EBC - wydaje się zwiększenie wartości programu skupu aktywów. W październiku o możliwym rozpoczęciu zakupów bonów skarbowych mówił z kolei prezes Fed. Historycznie momenty luzowania ilościowego były natomiast pozytywnymi okresami dla walut regionu. Złoty każdorazowo zyskiwał na wartości wobec euro podczas kolejnych amerykańskich i europejskich edycji programu skupu aktywów. Polska waluta wyróżniać się będzie ponadto solidnymi fundamentami gospodarczymi. Mimo, iż w Polsce, tak jak na całym świecie, dojdzie do spowolnienia koniunktury, to krajowe tempo wzrostu gospodarczego obniży się w kierunku potencjału i pozytywnie będzie nas wyróżniać na europejskim tle. W naszej ocenie będzie to kolejny z argumentów przemawiających za relatywną siłą polskiej waluty. Przeciwwagą dla argumentów przemawiających za umocnieniem złotego będzie natomiast coraz mniej prawdopodobne porozumienie handlowe pomiędzy USA, a Chinami i implikacje wynikające z braku konsensusu dla światowego wzrostu. Z tego powodu zakładamy, iż kurs EUR/PLN na koniec roku wyniesie 4,30 wobec 4,20 szacowanych w poprzednim raporcie. Oznacza to powrót wyceny złotego w relacji do euro do poziomu 300-dniowej średniej. Czynnikiem ryzyka dla naszych oczekiwań pozostanie kwestia wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Groźba bezumownego brexitu wciąż pozostaje scenariuszem alternatywnym jednak w przypadku realizacji oznaczałaby podwyższenie zmienności na rynkach finansowych i czasowe osłabienie złotego powyżej poziomu 4,40 za EUR. Źródłem przeceny złotego może okazać się ponadto szybsze niż dotychczas przefiltrowywanie efektów wojny handlowej do krajowej gospodarki. Czynnikiem ryzyka pozostaje także kwestia jesiennych wyborów parlamentarnych, choć bazując na sondażach możliwość zmiany władzy, czy uzyskania większości konstytucyjnej przez partię rządzącą, oceniamy jako niewielką.

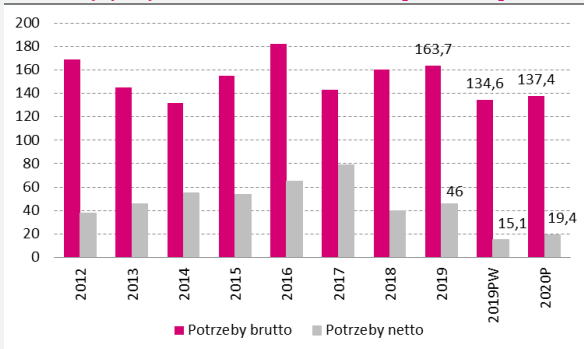
## Miesięczna zmiana dochodowości obligacji 10-letniej [%]



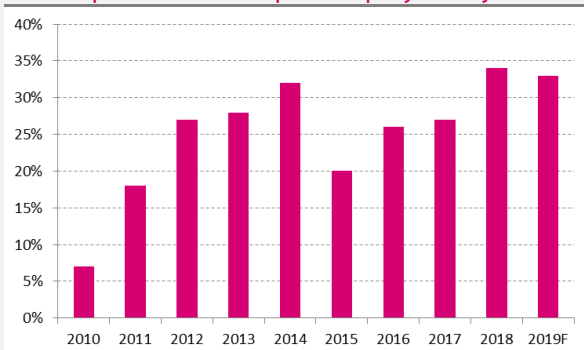
## JPM Total Return Bond Index [01.2018=100]



## Potrzeby pożyczkowe brutto i netto [mld PLN]



## Poziom prefinansowania potrzeb pożyczkowych



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów

## KRAJOWY RYNEK OBLIGACJI

Polski dług zyskiwał na wartości w trzecim kwartale wykorzystując globalne trendy związane z łagodzeniem polityki pieniężnej na świecie. Czynniki krajowe miały w omawianym okresie drugorzędne, choć pozytywne znaczenie dla wyceny długu. W rezultacie w sierpniu - polskie obligacje średnio- i długoterminowe były najdroższe w historii. Koniec roku powinien w naszej ocenie przynieść stabilizację wyceny SPW. Wciąż dominującym czynnikiem dla wyceny obligacji krajowych będzie sentyment zewnętrzny. Szansą na spadek rentowności będzie nasilenie oczekiwań na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej na świecie, w szczególności w USA. Ryzykiem natomiast groźba silniejszego od oczekiwań spowolnienia koniunktury, a w konsekwencji uruchomienie programów luzowania fiskalnego w Europie.

### Historyczne minimum rentowności polskiego długu w 3Q...

W drugim półroczu polski dług kontynuował zniżkę rentowności motywowaną głównie czynnikami globalnymi. W rezultacie dochodowość 5- i 10-letniego długu Polski, podobnie jak np. Węgry, osiągnęła historyczne minimum - odpowiednio na poziomie 1,48% i 1,72% - które uznajemy jednak za przereagowanie, w szczególności, iż osiągnięte zostało w dniu wolnym od pracy w Polsce na nie płynnym rynku. Mimo imponującego spadku dochodowości polskich obligacji średnio- i długoterminowych słabo radziły sobie one na tle obligacji pozostałych państw *emerging markets*, co widoczne jest w JP Morgan Total Return Index. Wy tłumaczeniem może być znacząca kompresja rentowności 10-letniego długu polski w stosunku do poziomu stopy referencyjnej, co ogranicza potencjał do wzrostu cen SPW. W przypadku Węgry, RPA, Brazylii relacja pomiędzy rentownością 10-letniej obligacji wymienionych państw, a poziomem tamtejszej stopy procentowej jest 2, a nawet 3-krotnie wyższa w stosunku do około 50 bps w Polsce.

### ...osiągnięte z drugorzędym wpływem czynników lokalnych.

Słaba postawa polskich papierów na tle długu *emerging markets* oznacza także, iż czynniki lokalne - mimo ich w większości pozytywnej wymowy - nie miały aż tak istotnego znaczenia dla wyceny SPW. I to pomimo planów pierwszego w historii zrównoważenia budżetu (rok 2020) oraz lepszego od założeń wykonania budżetu na ten rok. Zrównoważenie budżetu w przyszłym roku nie oznacza jednak braku potrzeb pożyczkowych netto. Te jak wynika z projektu wyniosą netto 19,38 mld PLN i będą nieco wyższe w stosunku do kwoty przewidywanego wykonania w 2019 roku na poziomie 15,07 mld PLN i 45,99 mld PLN pierwotnie zapisanych w ustawie budżetowej na ten rok. Z kolei planowany poziom potrzeb pożyczkowych brutto (suma potrzeb netto oraz przypadającego do wykupu długu przy przyjętych założeniach odnośnie do sprzedaży skarbowych papierów wartościowych w 2019 roku) wynosi 137,43 mld PLN wobec kwoty przewidywanego wykonania w 2019 r. 134,57 mld PLN i 163,71 mld PLN zapisanych w ustawie budżetowej na 2019 rok. Należy mieć jednak na uwadze, iż nadal będzie to stosunkowo niski poziom potrzeb, w szczególności w ujęciu netto. Co więcej - wzorem 2019 roku - nie można także wykluczyć rewizji w dół potrzeb pożyczkowych w miarę upływu 2020 roku.

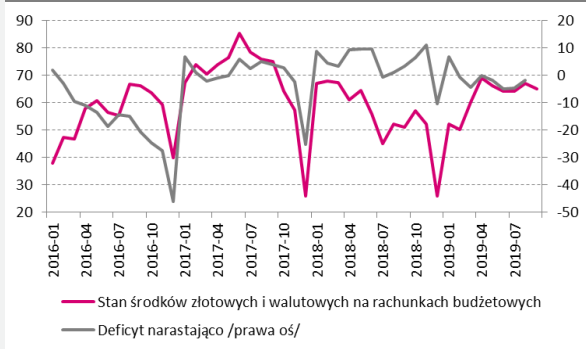
### Niska podaż długu pozostanie wsparciem dla wyceny SPW...

W naszej ocenie druga najniższa w historii - po 2019 roku - emisja obligacji w roku przyszłym będzie skutecznym argumentem przemawiającym za utrzymaniem relatywnie niskich poziomów rentowności wzdłuż całej krzywej. Tym bardziej, iż rekordowy w tym roku może być poziom prefinansowania potrzeb przyszłorocznych. Obecnie - po wrześniu - wynosi on 22% i na koniec roku niewykluczone, iż osiągnie najwyższy w historii dostępnych danych tj. od 2010 roku poziom (powyżej 34%). Sprzyja temu między innymi wysoki stan środków na rachunkach Ministerstwa Finansów. We wrześniu wyniósł on około 67 mld PLN i był trzeci najwyższy za ostatnie 1,5 roku.

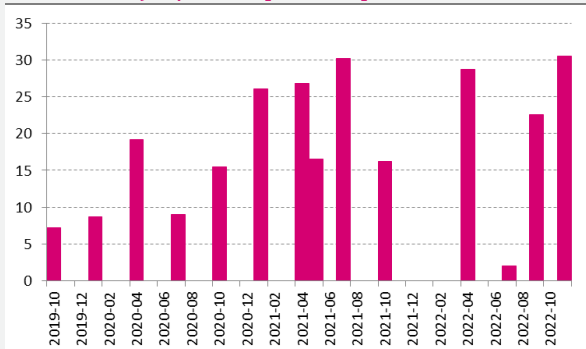
### ...zwłaszcza w warunkach wzmocnienia strony kupującej.

W warunkach niewielkiej podaży przyszłorocznych papierów dodatkowym

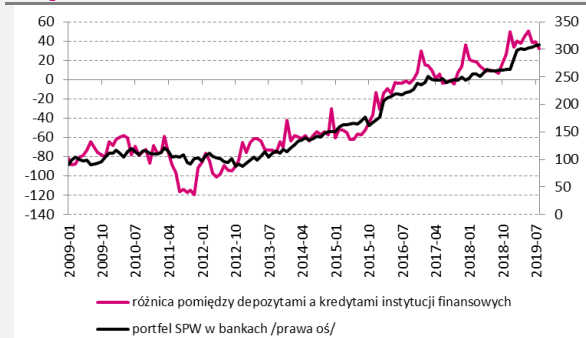
## Stan środków walutowych MinFin, a deficyt [mld PLN]



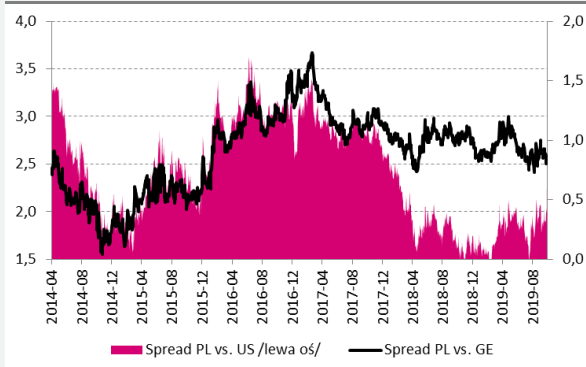
## Kalendarz wykupu SPW [mld PLN]



## Nadpłynność sektora, a portfel SPW w bankach [mld PLN]



## Spread 10Y PL do obligacji bazowych [%]



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Finansów

czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu rentowności krajowego długu na relatywnie niskich poziomach będzie usztywnienie strony kupującej. W poprzednim raporcie wskazywaliśmy właśnie na „efekt wypychania” inwestorów zagranicznych w krajowego rynku długu i zwiększaniu/usztywnianiu istotności krajowego popytu. Trend ten uległ pogłębieniu w trzecim kwartale. W sierpniu - ostatnim miesiącu dostępnych danych - portfel obligacji w posiadaniu inwestorów zagranicznych obniżył się do 165,9 mld PLN do najniższego poziomu od kwietnia 2012 roku (24,6% udziału). W tym samym czasie „portfel bankowy” wzrósł do historycznego maksimum 307,9 mld PLN (45,6% udziału), a udział krajowych inwestorów pozabankowych przewyższył 200 mld PLN (29,8% udziału). Należy mieć na uwadze, iż w kolejnych miesiącach trendy te mogą ulec nasileniu z uwagi na uruchomienie Pracowniczych Planów Kapitałowych oraz transfer środków z OFE do IKE (od 2020 roku) krajowy popyt na obligacje wzrośnie. Co więcej systematyczny przyrost bazy depozytowej bankach komercyjnych - dodatkowo skorelowany z zakupami SPW przez banki - będzie czynnikiem sprzyjającym zwiększaniu portfela obligacji przez banki komercyjne, które zakupami SPW optymalizują podatek bankowy.

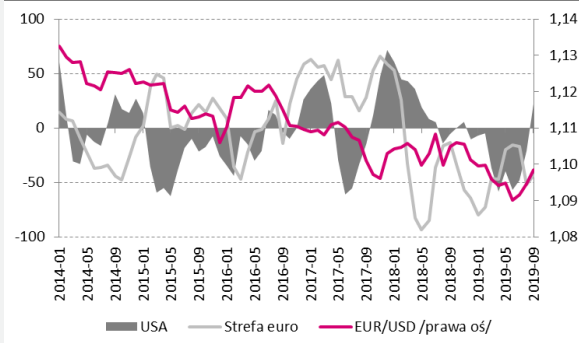
## Kluczowe będzie jednak zachowanie rynków bazowych

Mimo wspomnianych pozytywnych aspektów krajowych uważamy jednak, iż kluczowy dla wyceny polskiego długu będzie sentyment zewnętrzny. Ten uzależniony będzie natomiast od przyszłości programu stymulacji fiskalnej w Niemczech i oceny amerykańskiej Rezerwy Federalnej, czy „ubezpieczeniowy” charakter dokonanych obniżek stóp procentowych jest wystarczający w świetle słabnącego wzrostu gospodarczego. Ostatnie słabsze dane makroekonomiczne ze Stanów Zjednoczonych skutkowały nasileniem oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA, co stoi w kontrze do oficjalnych prognoz Fed. Przyjmując scenariusz FOMC wykasowanie rynkowych oczekiwań na cięcia kosztu pieniądza oznaczać będzie presję na wzrost rentowności pod koniec czwartego kwartału zarówno obligacji bazowych, jak i polskich. Dla krajowego długu istotna będzie ponadto kwestia stymulacji fiskalnej w Europie, a także ewentualnego zwiększenia luzowania ilościowego przez Europejski Bank Centralny. Obie kwestie powinny rozstrzygnąć się w najbliższych miesiącach. Przy czym większy rynkowy wpływ przypisujemy działaniom po stronie rządów poszczególnych państw strefy euro aniżeli EBC. Zgoda, w szczególności Niemiec, na poluzowanie fiskalne, a tym samym zwiększenie emisji niemieckiego długu oznaczałaby wyższą rentowności Bundu, a w ślad za tym także i polskich obligacji. Z kolei zwiększenie programu skupu aktywów przez EBC byłoby argumentem za spadkiem notowań, choć temat łagodnej polityki pieniężnej w strefie euro uznajemy za znacząco wyczerpany po wrześniowych działaniach banku. Podsumowując uważamy, iż czynniki krajowe - zwłaszcza niewielka podaż obligacji - będzie czynnikiem utrzymującym rentowność polskiej krzywej na poziomach zbliżonych do bieżących poziomów. Kierunek rentowności wskaże jednak sentyment zewnętrzny. Ten w naszej ocenie w krótkim terminie powinien pozostawać sprzyjający wycenie obligacji w Europie. Momentem przelomowym będzie natomiast potencjalne uruchomienie luzowania fiskalnego w strefie euro, które będzie impulsem do wzrostu rentowności europejskiego długu. Tym większym, jeśli nałoży się na to także weryfikacja rynkowego scenariusza polityki pieniężnej w USA w kierunku stabilizacji kosztu pieniądza. Uważamy zatem, iż w przypadku 10-latki poziom 2,00% jest poziomem średnioterminowej równowagi, podobnie jak 1,50% dla krótkiego końca krzywej.

## Premia za ryzyko utrzyma się na dotychczasowym poziomie

Nie spodziewamy się ponadto istotnych korekt w premii za ryzyko utożsamianą jako różnica pomiędzy dochodowością polskiej, a niemieckiej 10-latki. W naszej ocenie nadal zawierać się ona będzie w przedziale 240 - 270 bps. Sytuacja mogłaby jednak ulec zmianie z uwagi na październikowe wybory parlamentarne w Polsce. Rynkowy scenariusz bazuje na przedwyborczych sondażach. Jego potwierdzenie nie wywołałoby większych emocji. Spośród alternatywnych scenariuszy najbardziej prawdopodobnym wydaje się uzyskanie przez partię rządzącą większości konstytucyjnej. W takim przypadku dostrzegamy ryzyko niewielkiego wzrostu rentowności z uwagi na możliwość forsowania bardziej radykalnych rozwiązań administracyjno-prawnych, a tym samym powiększenia spreadu do niemieckiej 10-latki powyżej górnej granicy wskazywanego przedziału.

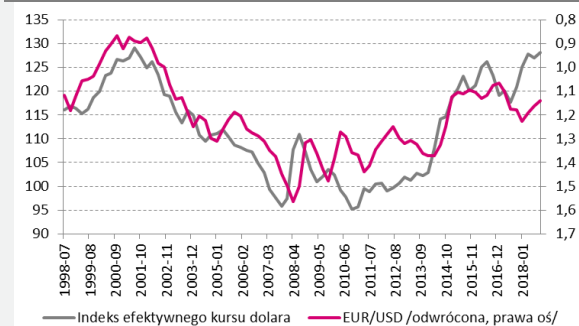
## Indeks zaskoczeń ekonomicznych oraz kurs EUR/USD



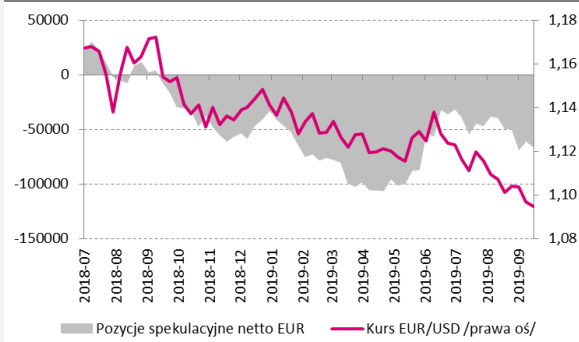
## RYNEK EURODOLARA

W trzecim kwartale eurodolar poruszał się pod dyktando oczekiwań przed wrześniowymi posiedzeniami Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Silniejsza niż w USA skala złagodzenia monetarnego w EMU zdecydowała o przecenie wspólnej waluty w relacji do dolara. Z tego powodu kurs EUR/USD powrócił do poziomu 1,10 wobec 1,14 na koniec półrocza realizując kreślony przez nas na początku lipca krótkoterminowy scenariusz. Obecnie temat polityki pieniężnej na świecie będzie miał drugorzędne znaczenie. Tematem nadrzędnym dla rynków będzie natomiast kwestia wojen walutowych i próby - w szczególności amerykańskiej administracji - osłabienia dolara, by poprawić konkurencyjność gospodarki USA w obliczu wojen handlowych.

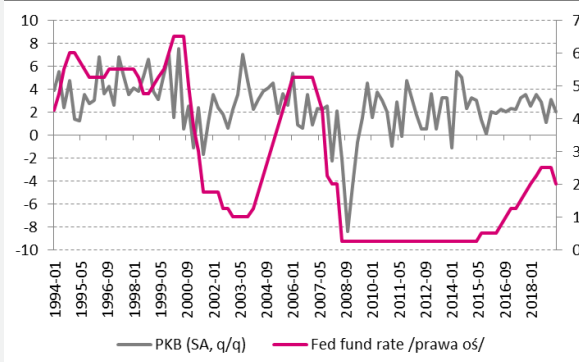
## Eurodolar i indeks efektywnego kursu dolara



## Pozycje spekulacyjne (w tys.) a kurs EUR/USD



## PKB w USA i stopa procentowa Fed [%]



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream

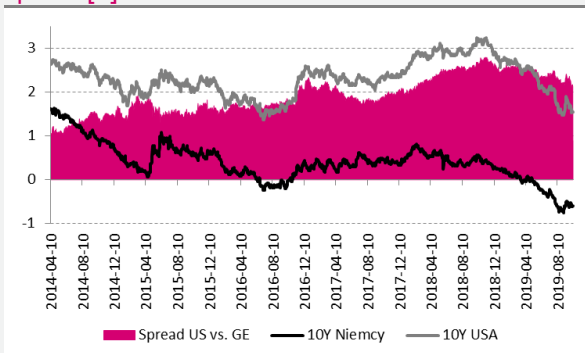
## Euro pod presją słabnącego wzrostu gospodarczego

Po tym jak EBC zdecydował o użyciu szeregu narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej nie widzimy po stronie impulsów monetarnych źródła zmienności rynków finansowych. Tym bardziej, iż scenariusz dalszej obniżki stopy depozytowej, niewielkiego rozszerzenia wartości programu skupu aktywów, a także podwyższenia limitów koncentracji EBC w papierach skarbowych państw jest już zdyskontowany. W naszej ocenie obecnie wycena euro w największym stopniu uzależniona będzie od informacji w sprawie możliwego luzowania fiskalnego w strefie euro, w szczególności w Niemczech oraz przyszłości brexitu. Zakładając dalsze, szybsze niż w USA pogarszanie się koniunktury, w szczególności w gospodarce niemieckiej, przy jednoczesnym wyczerpaniu narzędzi konwencjonalnej polityki pieniężnej przez EBC najbliższe tygodnie powinny przynieść relatywną słabość euro. W przypadku brexitu oczekujemy ponownego wydłużenia terminu wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, co jednak jest także scenariuszem bazowym dla rynków i w przypadku zmaterializowania nie będzie stanowiło o umocnieniu euro. W przeciwieństwie do zaistnienia scenariusza alternatywnego jakim pozostaje groźba nieuporządkowanego brexitu, która oznaczałaby wyraźne osłabienie euro i funta. W sytuacji tak istotnego ryzyka politycznego prognoza wartości wspólnej waluty obarczona jest wyższą niż zazwyczaj niepewnością. Szansą na wzrost wartości wspólnej waluty będzie uruchomienie programu luzowania fiskalnego w Europie jako próba skoordynowania z polityką pieniężną działań stymulacyjnych.

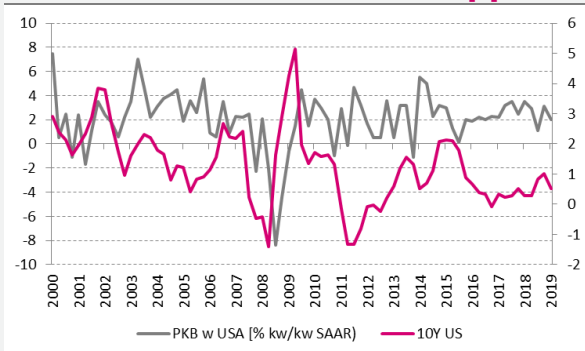
## Przewaga pozytywnych czynników w wycenie franka

W średnim terminie zakładamy natomiast, iż spadek eurodolara spotka się z reakcją amerykańskiej administracji. Prezydent D.Trump kilkakrotnie wyrażał zaniepokojenie nadmierną siłą dolara, która - w szczególności w realiach wojen walutowych - negatywnie odbija się na konkurencyjności gospodarki USA. Warto przypomnieć, iż czynnikiem, który pomógł w latach 2010 - 2013 uniknąć głębszego spowolnienia amerykańskiej gospodarki była relatywna słabość dolara. Obecnie, gdy w ocenie D.Trumpa inne kraje stosują nieuczciwe praktyki osłabiania swoich walut (interwencje walutowe SNB, działania Banku Ludowego Chin osłabiające juana powyżej poziomu 7,0 za USD w miarę eskalacji wojen handlowych) niewykluczone, iż administracja amerykańska zdecyduje się na działania zmierzających do osłabienia dolara. Poza interwencjami słownymi możliwe jest przeprowadzenie interwencji walutowych za pośrednictwem Departamentu Skarbu (z wykorzystaniem Exchange Stabilization Fund), co nie wymaga akceptacji Kongresu, a jedynie zgody prezydenta USA. Do skutecznego i trwałego osłabienia dolara wymagana byłaby jednak zmiana narracji Fed na bardziej łagodną, co nie jest obecnie scenariuszem bazowym Rezerwy Federalnej. Należy jednak pamiętać, iż konsensus zawarty w wykresie dotplot (oczekiwanej przez bankierów centralnych ścieżki stóp procentowych) wskazujący na stabilizację stóp procentowych w najbliższych dwóch latach zbudowany jest na niewielkiej przewadze głosów. Podsumowując uważamy, iż po przejściowym spadku notowań eurodolara motywowanym różnicami w nastawieniu banków centralnych USA i strefy euro kursu EUR/USD powróci do wzrostów z uwagi na możliwość poluzowania fiskalnego w Niemczech, jak również prób osłabienia dolara przez administrację Stanów Zjednoczonych.

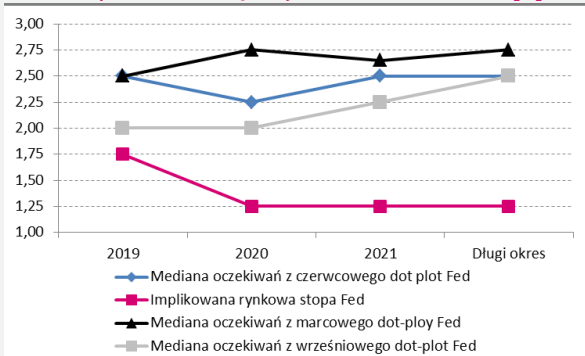
## Rentowność 10-letniej obligacji USA i Niemiec oraz spread [%]



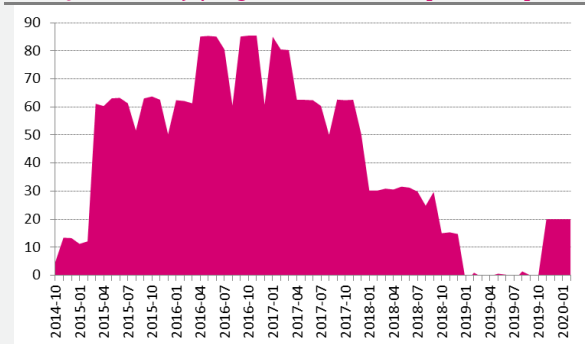
## PKB w USA i realna rentowność Treasuries [%]



## Fed dot-plot vs. bieżące rynkowe oczekiwania [%]



## Miesięczne limity programu QE w EMU [mld EUR]



Źródło: Fed, Macrobond

## RYNEK OBLIGACJI BAZOWYCH

Złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro i USA odpowiadało za spadek dochodowości obligacji na rynkach bazowych w trzecim kwartale. Obecnie po cięciach stóp procentowych EBC i Fed wyznacznikiem trendów na bazowych rynkach długu będą - w przypadku Bunda - oczekiwania dotyczące luzowania fiskalnego w Niemczech i - w przypadku Treasuries - przebieg amerykańsko-chińskiej wojny handlowej, przed której negatywnymi skutkami próbuje „ubezpieczyć się” Rezerwa Federalna.

### Historyczne minimum rentowności niemieckiego długu

Dyskontowanie złagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro skutkowało wyznaczeniem w sierpniu historycznego minimum niemieckiej krzywej. W przypadku rentowności obligacji 10-letnich oznaczało to zniżkę do poziomu -0,73%, a dla 2-latki spadek do -0,92%. We wrześniu natomiast - wraz ze zmaterializowaniem się zakładanego przez rynki scenariusza obniżki stopy depozytów, wydłużenia *forward guidance*, czy uruchomienia programu skupu aktywów - doszło do wzrostu dochodowości Bunda. W ślad za wezwaniem prezesa Europejskiego Banku Centralnego rynek zaczął koncentrować się na możliwym uruchomieniu przez rządy państw strefy euro programu luzowania fiskalnego, by skoordynować z polityką pieniężną EBC działania stymulacyjne. Źródłem takich oczekiwań - poza nawoływaniami ze strony EBC - były wypowiedzi części wpływowych niemieckich polityków czy wspólna deklaracja ministrów finansów Francji i Niemiec, którzy we wrześniu uzgodnili strategię walki ze spowolnieniem globalnej gospodarki w obliczu napięć w handlu międzynarodowym. Z tego powodu w naszej ocenie w czwartym kwartale tego roku powinno dojść do niewielkiego, bo ograniczonego poziomem -0,4%, wzrostu rentowności obligacji niemieckich. Scenariuszem alternatywnym pozostaje zniżka dochodowości niemieckiego długu, która naszym zdaniem byłaby krótkotrwała i możliwa jedynie w przypadku utrzymania się awersji do ryzyka towarzyszącej eskalacji wojen handlowych, nieuporządkowanemu brexitowi, czy kolejnych sygnałów spowolnienia gospodarczego na świecie. Nie uważamy natomiast, by w takim scenariuszu dochodowość Bunda mogła zniżkować silniej niż historyczne minimum na poziomie -0,73%.

### Wycena amerykańskiego długu zależna od Fed

W przypadku długu USA za najbardziej prawdopodobny scenariusz uznajemy wyższą dochodowość poprzedzoną przejściowym jej spadkiem w okolice tegorocznego minimum tj. poziomu 1,50% w przypadku 10-latki jako reakcja na chwilowy wzrost awersji do ryzyka na świecie. W miarę upływu czwartego kwartału źródłem wzrostu cen Treasuries będzie będzie wykaszowanie, jedynie nieco ograniczonych po wrześniowym posiedzeniu Fed, oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych w USA. Obecnie rynek większe prawdopodobieństwo przypisuje alternatywnemu scenariuszowi Fed tj. obniżek stóp procentowych w sytuacji dalszego słabnięcia gospodarki, aniżeli słowom J.Powella, iż bankierzy „nie oczekują, by taki scenariusz miał się zrealizować”, czy pogładowi o „korzystnych perspektywach gospodarki USA”. Nie oczekujemy ponadto, by „ubezpieczeniowy” charakter dokonanych cięć, w którym Fed nawiązuje do podobnych działań z lat 90tych, miał być silniejszy niż cięcie łącznie o 75 bps - analogiczne do skali sprzed ponad 20 lat. Taki scenariusz stoi w kontrze do obecnych rynkowych oczekiwań zakładających, iż po dokonanych obecnie cięciach o 50 bps Fed zdecyduje w perspektywie roku o dodatkowym łagodzeniu o 75 bps. Co więcej rynkowych oczekiwań nie potwierdza najnowszy wykres dot-plot. Wskazuje on na stabilizację głównej stopy procentowej w kolejnych miesiącach 2019 r., a także w 2020 r., choć oczekiwania członków Fed pozostają mocno rozbieżne - w tym roku jeszcze jednej obniżki oczekuje 7 osób, stabilizacji 5 osób, a podwyżki o 25 bps spodziewa się 5 członków. Uważamy ponadto, iż wycena Treasuries w najbliższych miesiącach będzie ściśle skorelowana z odczytami danych z USA. Ewentualne optymistyczne odczyty będą wspierały scenariusz stabilnych stóp procentowych, a pośrednio wyższą dochodowość amerykańskiego długu. W przypadku 10-latki USA liczymy się z możliwością zbliżenia rentowności do poziomu 1,85% na koniec roku.

## PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE • Gospodarka polska

DANE	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020
<b>PKB (% r/r)</b>	4.7	4.5	4.4	4.5	4.0	3.8	3.5	3.4	4.9	5.1	4.6	3.7
<b>Spożycie indywidualne (% r/r)</b>	3.9	4.4	4.4	4.6	4.5	4.3	3.9	3.9	4.5	4.3	4.3	4.1
<b>Inwestycje (% r/r)</b>	12.6	9.0	6.0	6.3	2.8	3.5	4.0	4.0	4.0	8.9	7.9	3.7
<b>Wkład eksportu netto* (pkt. proc. r/r)</b>	0.7	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	0.3	-0.2	-0.1	-0.3
<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	1.2	2.4	2.8	2.9	3.8	3.1	3.0	2.9	2.0	1.6	2.3	3.1
<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	1.1	1.8	2.1	2.4	2.6	2.4	2.5	2.7	0.7	0.7	1.8	2.6
<b>Wynagrodzenia w gosp. narodowej (% r/r)</b>	7.1	7.0	7.0	6.9	7.4	7.0	6.9	6.7	5.5	7.3	7.0	6.9
<b>Pracujący wg BAEL (% r/r)</b>	-0.4	-0.5	-0.5	0.1	0.3	0.2	0.1	-0.1	1.4	0.4	-0.3	0.1
<b>Stopa aktywności zawodowej (% k.o.)</b>	55.9	56.2	56.5	56.2	56.0	56.3	56.6	56.5	56.2	56.1	56.3	56.4
<b>Stopa bezrobocia wg BAEL (% k.o.)</b>	3.9	3.2	3.4	3.4	3.6	3.2	3.4	3.5	4.5	3.8	3.4	3.5
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (% k.o.)</b>	5.9	5.3	5.2	5.3	5.5	5.0	5.1	5.3	6.6	5.8	5.3	5.3
<b>Rachunek obrotów bieżących (% PKB k.o.)</b>	-0.6	-0.4	0.0	-0.2	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	0.1	-1.0	-0.1	-1.0
<b>Wynik sektora finansów pub. (% PKB k.o.)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.5	-0.4	-1.5	-0.9
<b>Dług sektora finansów pub. (% PKB k.o.)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	50.6	48.9	47.8	46.8
<b>Stopa referencyjna NBP (% k.o.)</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 3M (% k.o.)</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>Obligacje skarbowe 2L (% k.o.)</b>	1.80	1.62	1.52	1.55	1.55	1.55	1.55	1.60	1.71	1.35	1.55	1.60
<b>Obligacje skarbowe 5L (% k.o.)</b>	2.20	1.98	1.78	1.80	1.85	1.90	1.95	2.00	2.65	2.29	1.80	2.00
<b>Obligacje skarbowe 10L (% k.o.)</b>	2.84	2.39	2.00	2.00	2.05	2.10	2.15	2.20	3.30	2.85	2.00	2.20
<b>EUR/PLN (k.o.)</b>	4.30	4.25	4.37	4.30	4.30	4.29	4.28	4.26	4.17	4.30	4.30	4.26
<b>USD/PLN (k.o.)</b>	3.84	3.73	4.00	3.95	3.92	3.90	3.90	3.88	3.48	3.76	3.95	3.88
<b>CHF/PLN (k.o.)</b>	3.85	3.83	4.02	3.95	3.95	3.95	3.95	3.90	3.57	3.82	3.55	3.90

k.o. - koniec okresu

\*Dane roczne sprzed publikacji w dniu 4.10.2019 r. skorygowanego szacunku produktu krajowego brutto za 2018 rok

Źródło: Macrobond, Thomson Reuters, Bank Millennium

## PROGNOZY ŚREDNIOOKRESOWE • Gospodarka globalna

DANE	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020
PKB w USA* (% r/r)	3.1	2.0	1.9	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	2.4	2.9	2.3	1.7
PKB w strefie euro* (% r/r, SA)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8	1.0	1.1	1.2	2.5	1.9	1.1	1.0
Inflacja CPI w USA* (% r/r)	1.7	1.8	1.8	2.0	2.2	2.0	2.0	2.1	2.1	2.5	1.8	2.0
Inflacja HICP w strefie euro* (% r/r)	1.4	1.4	1.0	1.2	1.4	1.2	1.3	1.3	1.5	1.8	1.0	2.0
Stopa funduszy Fed* (%)	2.50	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50	2.50	2.00	2.00
Stopa repo EBC (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LIBOR 3M USD (%)	2.60	2.32	2.09	2.10	2.00	2.05	2.05	2.10	1.70	2.81	2.10	2.10
EURIBOR 3M (%)	-0.31	-0.35	-0.42	-0.43	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.33	-0.31	-0.43	-0.45
LIBOR 3M CHF (%)	-0.71	-0.73	-0.76	-0.80	-0.80	-0.80	-0.80	-0.80	-0.75	-0.71	-0.80	-0.80
Obligacje skarbowe 10L - USA (% k.o.)	2.41	2.00	1.52	1.75	1.75	1.80	1.85	1.90	2.41	2.69	1.75	1.90
Obligacje skarbowe 10L - Niemcy (% k.o.)	-0.07	-0.31	-0.61	-0.40	-0.45	-0.45	-0.40	-0.35	0.48	0.21	-0.40	-0.35
EUR/USD (k.o.)	1.12	1.14	1.09	1.09	1.10	1.10	1.10	1.10	1.20	1.14	1.09	1.10

k.o. - koniec okresu

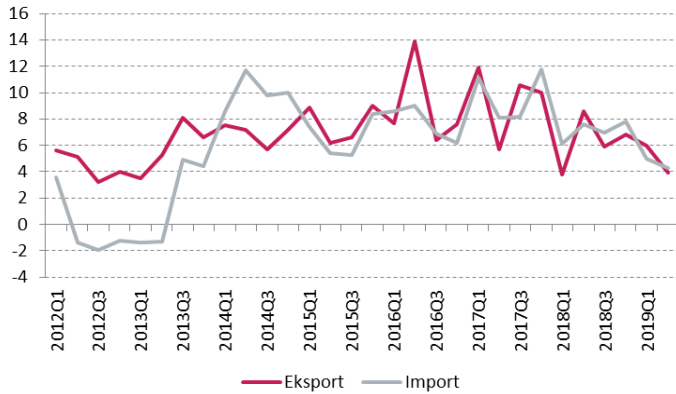
\* Bloomberg konsensus

Źródło: Bloomberg, Macrobond, Thomson Reuters, Bank Millennium

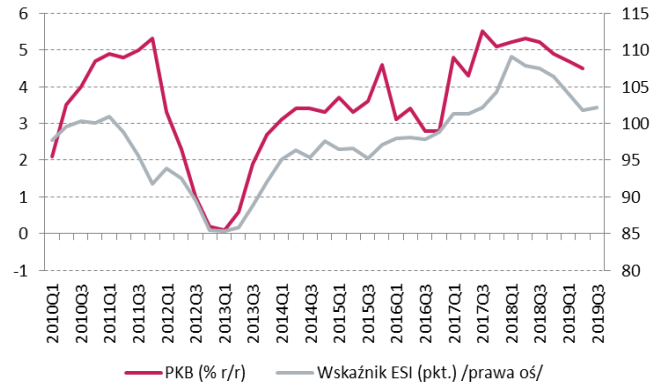


## PRZEGLĄD DANYCH

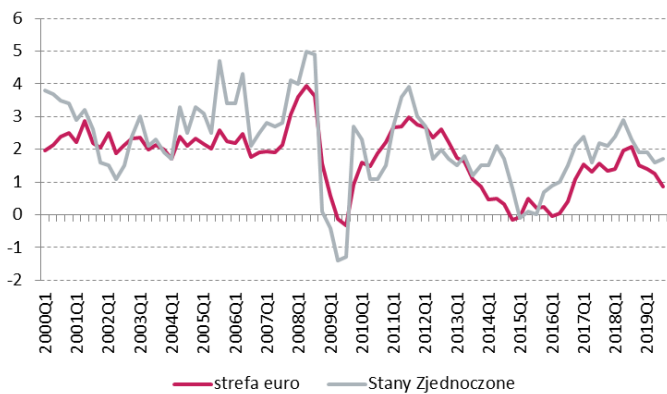
Eksport i import Polski według rachunków narodowych [% r/r]



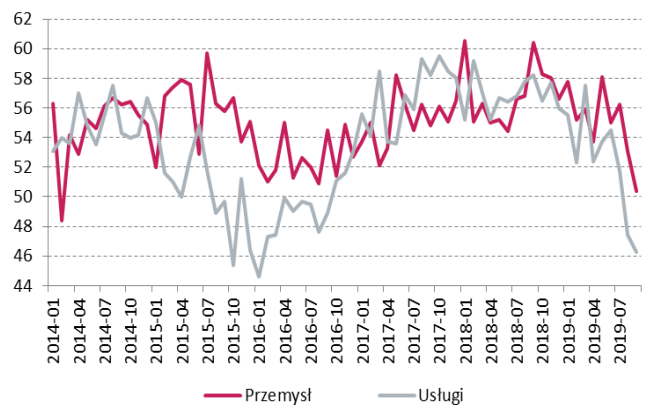
Wzrost PKB i wskaźnik koniunktury ESI dla Polski



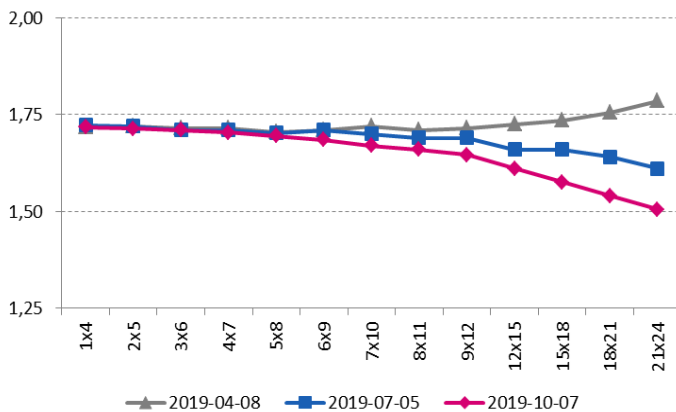
Inflacja w strefie euro (HICP) i w USA (CPI) [% r/r]



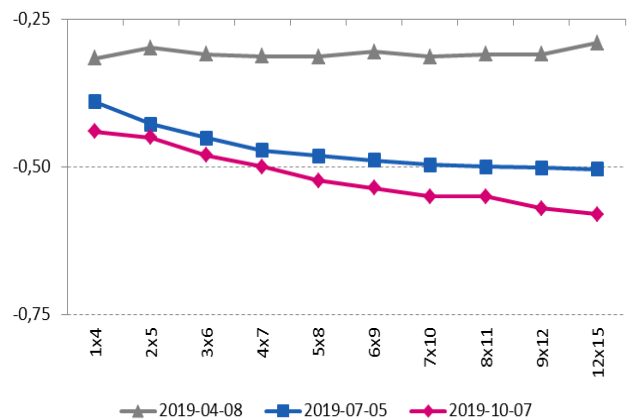
Komponenty zatrudnienia indeksów ISM [pkt.]



Notowania kontraktów FRA w PLN [%]



Notowania kontraktów FRA w strefie euro [%]



Źródło: Macrobond, Thomson Reuters Datastream

## BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

### Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

### Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

### Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

### Bank Millennium SA

[www.bankmillennium.pl](http://www.bankmillennium.pl)

ul. Stanisława Żaryna 2A  
02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.