

Analizy makroekonomiczne

# PRZEGLĄD KWARTALNY

2 października 2019

---

## Recesja w globalnym przemyśle nie ustępuje, banki centralne w akcji

---



---

Departament Rynków  
Finansowych i Analiz  
[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

Łukasz Tarnawa  
Główny Ekonomista  
+48 696 405 159  
[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

Aleksandra Świątkowska  
Ekonomista  
+48 515 111 698  
[aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl)

---



## Synteza

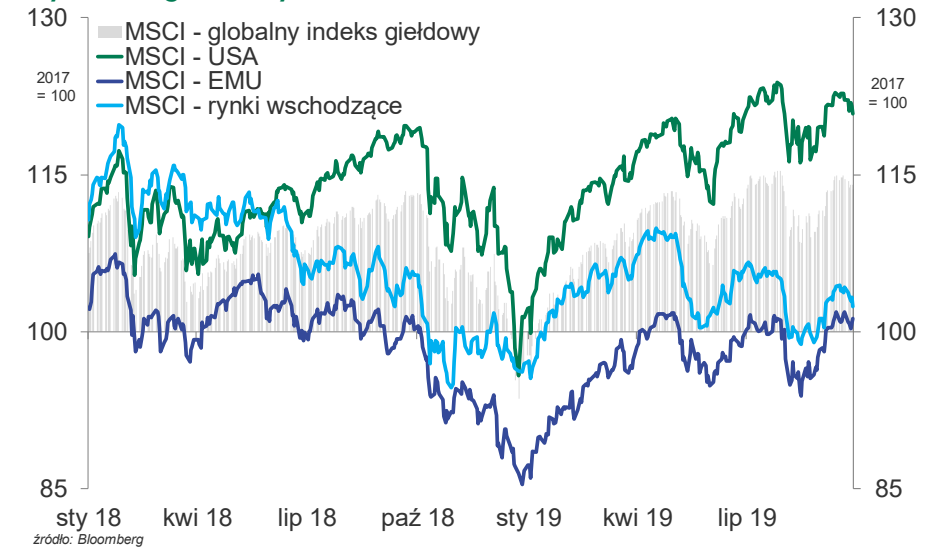
- W III kw. na globalnym rynku finansowym miał miejsce kolejny, okresowy silny wzrost globalnej premii za ryzyko w warunkach kumulacji czynników ryzyka głównie w obszarze globalnej polityki handlowej oraz brexitu.
- Choć pod koniec kwartału te czynniki nieco osłabły, to wciąż stanowią istotne źródło ryzyka dla perspektyw światowego wzrostu gospodarczego. Dotychczasowe zaostrzenie relacji handlowych między USA a Chinami i związany z tym wzrost niepewności poskutkował kolejną rundą korekt w dół prognoz wzrostu gospodarczego na świecie.
- W celu mitygowania tych ryzyk w III kw. liczne banki centralne zdecydowały o złagodzeniu polityki pieniężnej, FOMC obniżył o 50 pkt. baz. główną stopę funduszy federalnych, z kolei EBC obniżył stopę depozytową o 10 pkt. baz. oraz zapowiedział wznowienie z początkiem listopada programu skupu aktywów finansowych.
- W efekcie ceny aktywów o wyższym profilu ryzyka w III kw. obniżyły się tylko nieznacznie, w kolejnym kwartale z rzędu silnie wzrosły natomiast ceny obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- Wzrost cen obligacji na rynkach bazowych sprzyjał także wzrostowi cen krajowych obligacji skarbowych, którym w ograniczonym stopniu przeszkadzał wzrost globalnej premii za ryzyko. W III kw. silniej na wartości stracił natomiast złoty, na co tylko częściowo wpływały mniej sprzyjające nastroje globalne, a w istotnym stopniu obawy przed oczekiwanym z początkiem października orzeczeniem Trybunału Sprawiedliwości UE w sprawie kredytów indeksowanych do walut obcych.
- Recesja w globalnym przemyśle z opóźnieniem, lecz już w coraz większym stopniu wpływała także na koniunkturę w polskiej gospodarce. W II kw. tempo wzrostu PKB obniżyło się do 4,5% r/r, a dane miesięczne wskazują na jego dalsze osłabienie w III kw. w kierunku 4,0% r/r. W kolejnych kwartałach oczekujemy obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego w warunkach wolniejszego wzrostu eksportu oraz inwestycji publicznych, jednocześnie jednak ważnym czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia polskiej gospodarki będzie utrzymanie wyższego tempa wzrostu spożycia gospodarstw domowych.
- Na przełomie 2019 i 2020 r. oczekujemy wzrostu inflacji w warunkach dalszego wzrostu inflacji bazowej oraz utrzymania wyższych cen żywności. W I kw. 2020 r. wskaźnik inflacji CPI okresowo przekroczy 3,5% r/r. W II poł. 2020 r. oczekujemy spadku inflacji w kierunku celu NBP.
- Oczekujemy, że przy z jednej strony okresowym wybiciu inflacji, ale z drugiej strony podwyższonej niepewności co do perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego, RPP będzie nadal preferowała scenariusz stabilizacji stóp procentowych.



## W III kw. okresowy silny wzrost globalnej awersji do ryzyka...

- W III kw. miał miejsce kolejny epizod silnego, okresowego wzrostu globalnej awersji do ryzyka w reakcji na kumulację czynników ryzyka dla globalnego wzrostu gospodarczego:
  - zapowiedzi prezydenta Trumpa podwyżki ceł na kolejną pulę towarów importowanych z Chin i eskalacja ostrzejszej retoryki na linii USA – Chiny, - twarde stanowisko premiera Wielkiej Brytanii Borisa Johnsona ws. brexitu oraz szereg działań politycznych (m.in. 5-tygodniowe zawieszenie prac parlamentu do 18. października) zwiększające ryzyko bezumownego brexitu, - kryzys polityczny we Włoszech, - problemy finansowe Argentyny.
- Jednocześnie publikacje danych makroekonomicznych wskazały na pogłębiające się spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego. Choć skrajne scenariusze czy to handlowe czy np. dot. brexitu wciąż nie zmaterializowały się, to dotychczasowa skala wzrostu protekcjonizmu, a przede wszystkim niepewność dot. rozwoju sytuacji w przyszłości, były wystarczające dla silniejszego pogorszenia nastrojów.
- Pod koniec kwartału sytuacja rynkowa zaczęła stabilizować się pod wpływem ograniczenia wcześniejszych czynników ryzyka: - złagodzenia retoryki władz Chin i USA oraz zapowiedzi wznowienia w październiku rozmów dot. umowy handlowej, - obniżenia ryzyka bezumownego brexitu po przegłosowaniu w parlamencie wniosku opozycji obligującego premiera do wnioskowania o wydłużenie terminu wyjścia kraju z UE w przypadku braku umowy UE - Wielka Brytania oraz po wznowieniu prac brytyjskiego parlamentu po unieważnieniu przez Sąd Najwyższy decyzji rządu o czasowym zawieszeniu obrad parlamentu, - utworzenia przez Ruch 5 Gwiazd oraz Partię Demokratyczną nowego rządu i odsunięcie w krótkim okresie ryzyka przedterminowych wyborów we Włoszech.
- Nadal jednak publikacje słabych danych makroekonomicznych, jak również incydenty geopolityczne i gospodarcze (ataki na instalacje naftowe w Arabii Saudyjskiej, ryzyko geopolityczne na Bliskim Wschodzie, dyskusje nad procesem impeachmentu prezydenta Trumpa) hamowały silniejszą poprawę nastrojów.

### Kolejny kwartał podwyższonej zmienności notowań na rynkach giełdowych...



### ...w warunkach kumulacji ryzyk politycznych, handlowych oraz gospodarczych

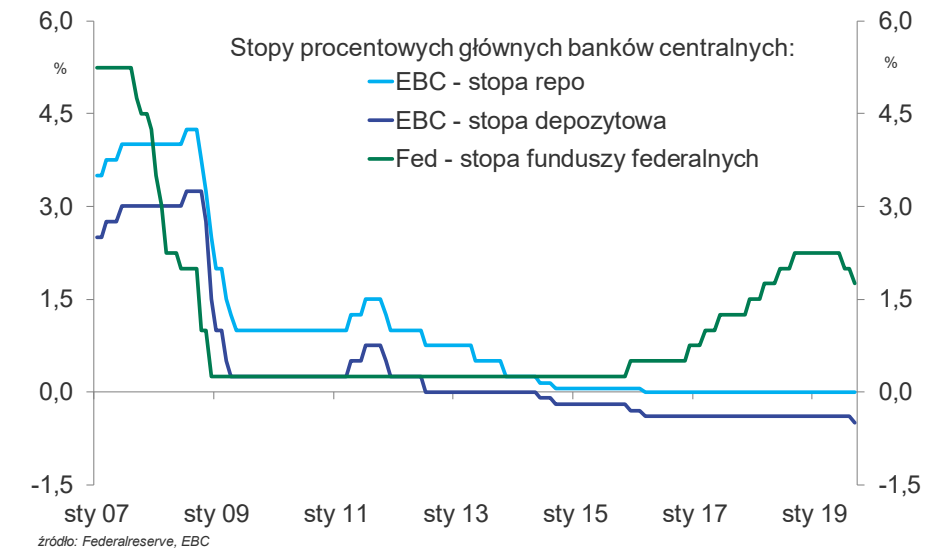




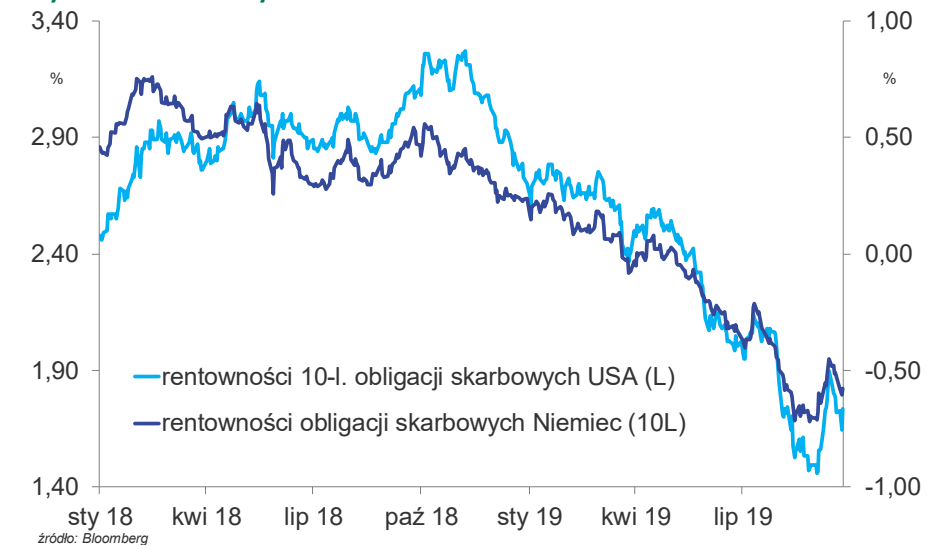
## ...i ponownie ważna rola banków centralnych w stabilizowaniu nastrojów

- W warunkach bieżącego pogorszenia aktywności gospodarczej, a przede wszystkim wobec pogorszenia perspektyw koniunktury gospodarczej w warunkach kumulacji czynników ryzyka, w III kw. większość banków centralnych na świecie poluzowała politykę pieniężną: - FOMC obniżył stopy procentowe o 50 pkt. baz., - EBC obniżył stopę depozytową o 10 pkt. baz. i zapowiedział wznowienie programu skupu aktywów, - chiński bank centralny obniżył stopę rezerw obowiązkowych o 50 pkt. baz. oraz podstawową stopę pożyczkową.
- Decyzje banków centralnych były ważnym czynnikiem ograniczającym silniejszy wzrost globalnej premii za ryzyko i spadek cen aktywów o wyższym profilu ryzyka. W tych warunkach silniejsze zmiany cen notowano na rynku stopy procentowej, gdzie rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych notowały lokalne (USA) oraz historyczne (Niemcy) minima.
- Lekkie ograniczenie awersji do ryzyka pod koniec kwartału poskutkowało nieznacznym wzrostem rentowności obligacji skarbowych, w szczególności na dłuższym końcu krzywej dochodowości, po wcześniejszym silnym odwróceniu krzywej dochodowości (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA poniżej poziomu 3-miesięcznej stopy rynku międzybankowego).
- Historycznie niskie poziomy rentowności (nawet pomimo zapowiedzi Fed jedynie dostosowawczego charakteru redukcji stóp) to efekt generalnego ograniczenia oczekiwań dot. tempa wzrostu gospodarczego, przy utrzymujących się czynnikach ryzyka, niskiego poziomu inflacji (nawet pomimo publikowanych w ostatnich miesiącach nieco wyższych odczytów inflacji bazowej w USA) i tym samym oczekiwania na utrzymanie w długim okresie silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej.

### Banki centralne łagodzą politykę pieniężną...



### ...wzmagając spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

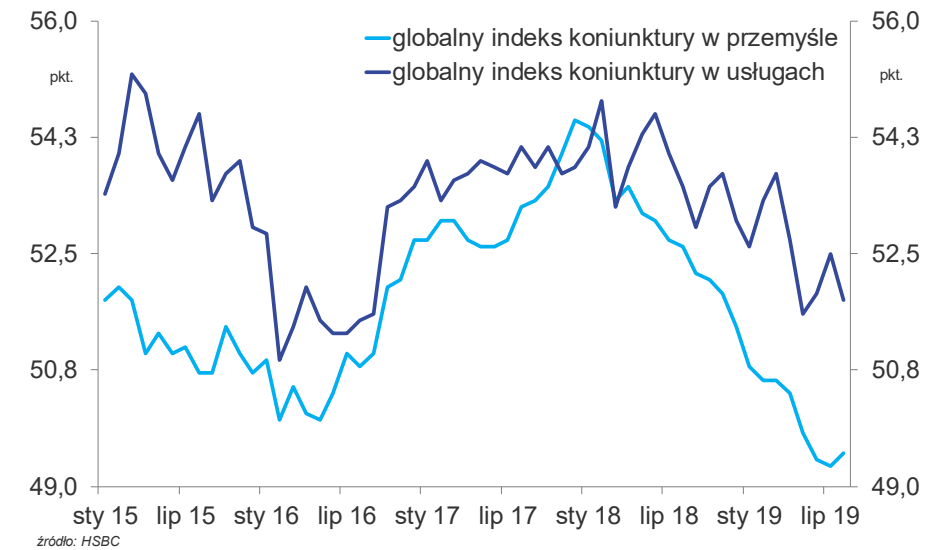




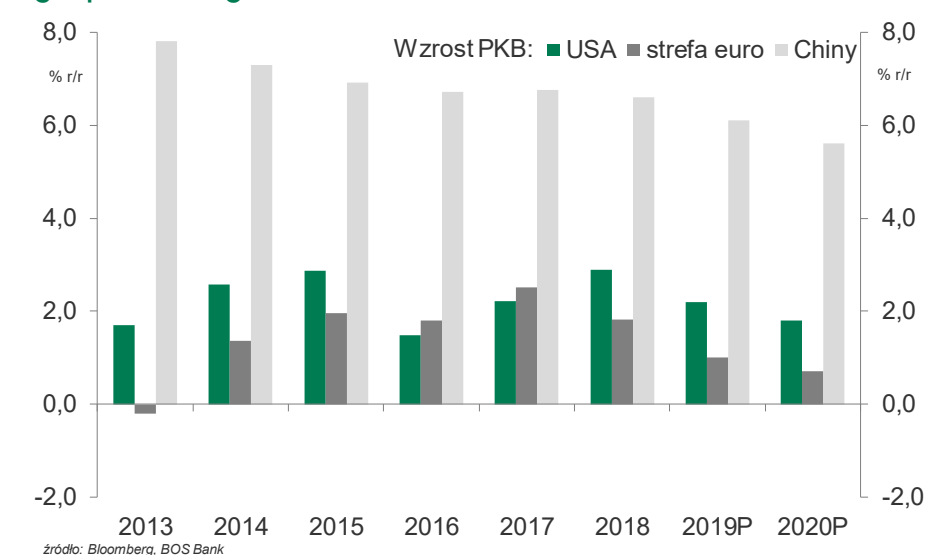
## Dalsza redukcja prognoz wzrostu światowej gospodarki...

- Opublikowane w ostatnich miesiącach dane potwierdziły scenariusz spowolnienia gospodarki globalnej, przy silniejszym osłabieniu aktywności w Chinach i strefie euro, jak również skokowym pogorszeniu wskaźników koniunktury w przemyśle amerykańskim.
- Biorąc pod uwagę, że w dalszym ciągu nie materializują się skrajnie negatywne scenariusze (gwałtownego poszerzenia protekcjonizmu w globalnym handlu, bezumownego brexitu), kolejne korekty prognoz mają stopniowy charakter. Z drugiej fakt postępującego od wielu miesięcy trendu korekt prognoz implikuje już wyraźnie niższe tempo wzrostu gospodarki globalnej na przełomie 2019 i 2020 r., przy dodatkowym, silnym negatywnym wpływie samej niepewności co do prawdopodobieństwa scenariuszy skrajnych (częste zmiany retoryki władz USA oraz Chin, chaos polityczny w Wielkiej Brytanii).
- Wciąż utrzymuje się wysoka odporność – w skali globalnej – sektora usług na recesję w sektorze przemysłowym, co przy solidnej sytuacji na rynku pracy w wielu krajach jest argumentem za uniknięciem scenariuszy recesyjnych. Niewątpliwie jednak, wydłużająca się recesja w przemyśle i pewne pogorszenie nastrojów w usługach wskazują na utrzymujący się negatywny bilans ryzyka dla założeń dot. wzrostu gospodarczego na świecie.
- Tym samym kolejny kwartał z rzędu możemy wskazywać, że dla scenariusza rozwoju gospodarki globalnej istotne pozostają publikacje bieżących danych oraz informacje dot. globalnej polityki handlowej oraz brexitu.

### W III kw. dalsze pogorszenie wskaźników koniunktury w gospodarce globalnej...



### ...oraz postępująca rewizja w dół prognoz wzrostu gospodarczego

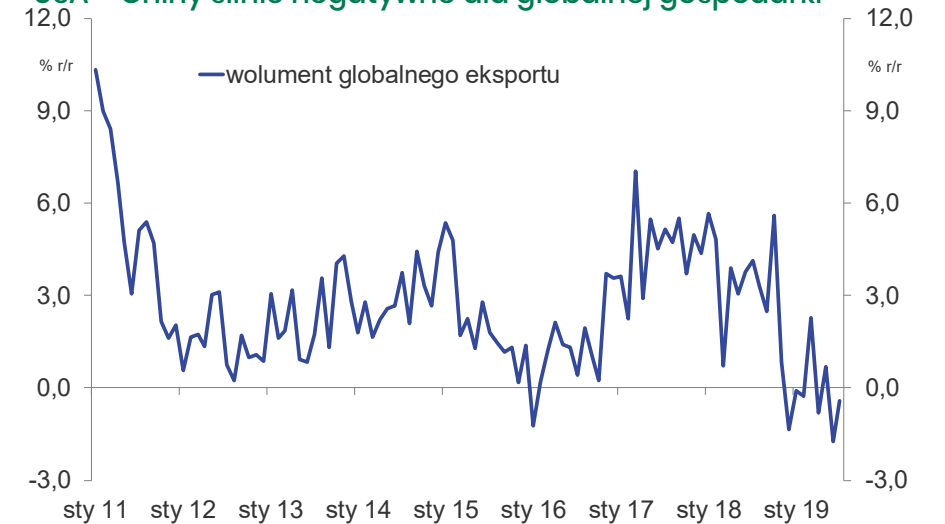




## ...przy wciąż wysokiej niepewności z tytułu polityki handlowej...

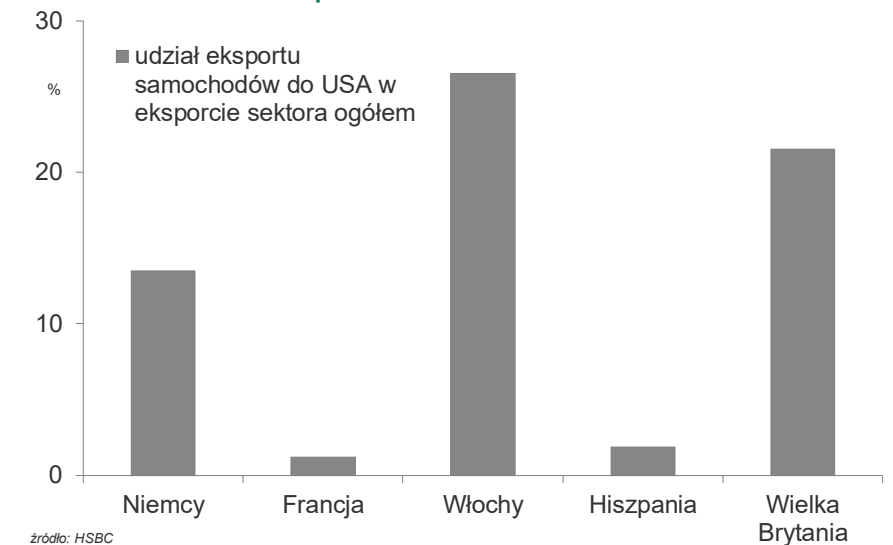
- W kolejnym kwartale z rzędu wskazujemy na kluczowy dla perspektyw gospodarczych rozwój sytuacji w globalnym handlu. Choć sama „wojna handlowa” stała się już faktem – co z kolei jest powodem wyraźnego osłabienia wzrostu gospodarki globalnej – wciąż wiele ostatecznych decyzji nie zostało podjętych.
- Obejmowanie przez USA kolejnych grupy chińskich produktów podwyższonymi stawkami ceł poskutkowało wyraźnym osłabieniem koniunktury w chińskim przemyśle, wpływając pośrednio na pogłębienie osłabienia najbardziej otwartych gospodarek, w tym gospodarki Niemiec. W sierpniu prezydent Trump zapowiedział na połowę października i połowę grudnia br. kolejne podwyżki stawek celnych na produkty importowane z Chin.
- Jednocześnie strony deklarują intencję zawarcia umowy handlowej. Trudny i nieprzewidywalny proces negocjacji przekłada się na wysokie ryzyko błędnie przyjmowanych założeń w tym obszarze, niemniej nie mając jednoznacznych przesłanek do zmiany bazowego scenariusza, podtrzymujemy założenie, że ostatecznie USA i Chiny zawrą porozumienie dot. relacji gospodarczych ( w tym handlowych), choć negocjacje mogą jeszcze potrwać przez co najmniej kilka miesięcy.
- Choć na rynkach finansowych dominuje temat relacji między USA i Chinami, zapewne wkrótce powróci temat ewentualnego podwyższenia przez USA ceł na import samochodów z UE (decyzja ma zapaść w listopadzie). Przy bieżącej skali spowolnienia gospodarczego w EMU, w tym tąpnięcia aktywności w motoryzacji, dodatkowy efekt ograniczenia popytu z USA miałby bardzo istotny wpływ na prognozy makroekonomiczne.
- Biorąc pod uwagę: – silniejszą bieżącą skalę spowolnienia gospodarki światowej, – nierozwiązaną kwestię relacji handlowych USA – Chiny, – wysokie prawdopodobieństwo odsunięcia w czasie brexitu, uważamy że administracja USA nie zdecyduje się na podwyższenie ceł w listopadzie. Należy liczyć się natomiast z kolejnym odsunięciem czasowym decyzji (i utrzymaniem niepewności), a nie całkowitym jej zaniechaniem.

### Dotychczasowe zaostrenie w relacjach handlowych USA – Chiny silnie negatywne dla globalnej gospodarki



źródło: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

### Kluczowa dla gospodarki strefy euro decyzja USA o nałożeniu ceł na import samochodów z UE



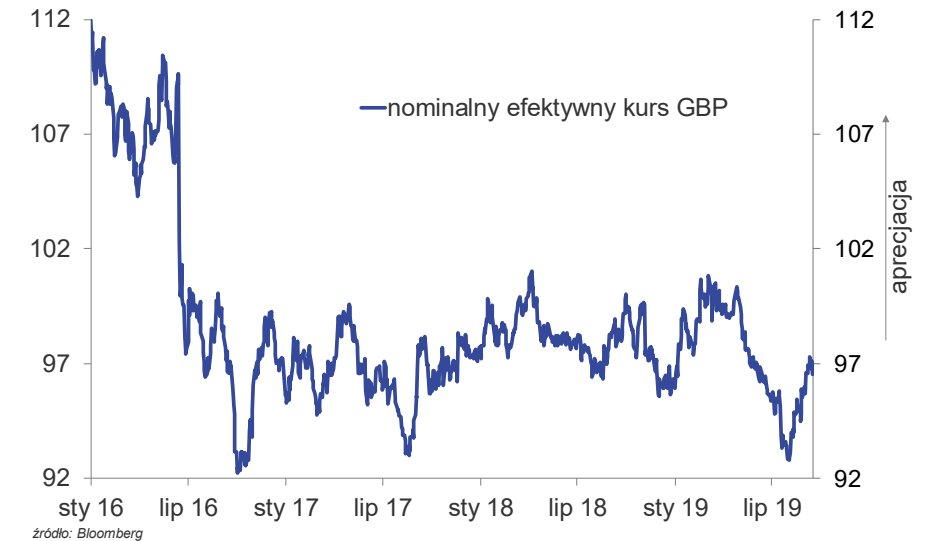
źródło: HSBC



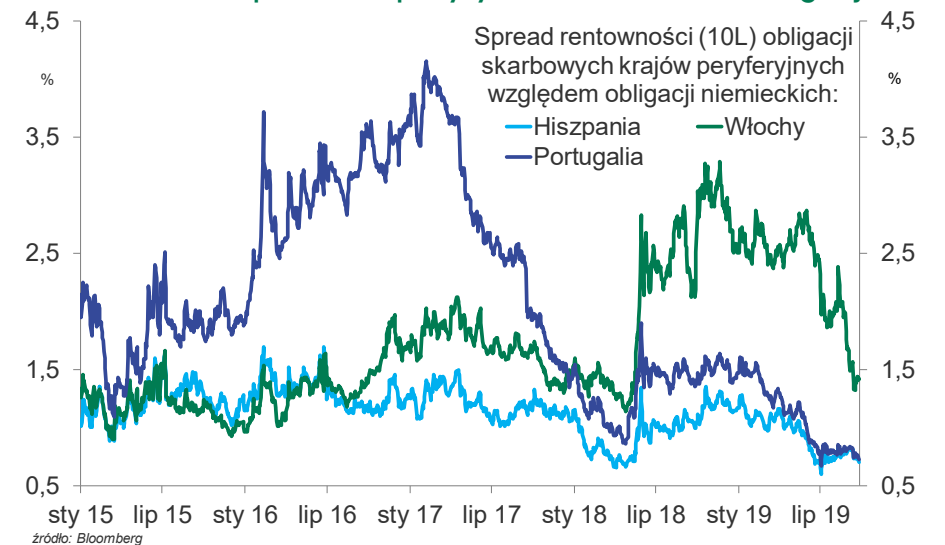
## ...oraz perspektyw brexitu

- W okresie wakacyjnym doszło do przesilenia sytuacji politycznej w Wielkiej Brytanii. Premier B. Johnson znacząco zaostrzył nie tylko swoją retorykę dot. ewentualnego brexitu bez umowy, ale także podjął działania polityczne – decydując o wydłużonym zawieszeniu prac parlamentu – które miały ograniczyć możliwość zablokowania takiego scenariusza.
- Skuteczne przegłosowanie przez parlament (tuż przed zawieszeniem) ustawy obligującej premiera do wnioskowania o przesunięcie terminu brexitu w sytuacji braku umowy wyjścia oraz późniejsze wznowienie prac parlamentu pod koniec września (za sprawą decyzji Sądu Najwyższego) ogranicza ryzyko scenariusza bezumownego brexitu.
- Wydaje się, że w warunkach utraty większości parlamentarnej (część członków Partii Konserwatywnej poparta wnioskami opozycji) premier Johnson będzie wnioskował o przesunięcie terminu brexitu, przy – w naszej ocenie – niskim prawdopodobieństwie wynegocjowania w tak krótkim okresie (szczyt UE 18 października) nowej umowy.
- Obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się odsunięcie terminu brexitu o przynajmniej 3 miesiące oraz przeprowadzenie przedterminowych wyborów parlamentarnych, które *de facto* byłyby głosowaniem nad dalszym procesem brexitu. Jednocześnie dotychczasowy kryzys polityczny i nieoczekiwane zwroty akcji są argumentem za wskazywaniem na podwyższone ryzyko formułowanego scenariusza.
- Ostateczne porozumienie partii Ruch 5 Gwiazd oraz Partii Demokratycznej obniża ryzyko przedterminowych wyborów we Włoszech, a przez rynki finansowe jest oceniane nawet lepiej wobec poprzedniego rządu współtworzonego przez Ligę Północną. Te informacje w połączeniu z decyzją EBC dot. wznowienia programu QE wyraźnie osłabiły presję na wzrost rentowności włoskich obligacji skarbowych.
- W najbliższych miesiącach te korzystniejsze nastroje powinny się utrzymać, niemniej przy wyzwaniach gospodarczych i fiskalnych Włoch (negocjacje dot. budżetu na 2020 r.) osiągnięte porozumienie w dłuższym okresie może okazać się bardzo kruche.

### Silna zmienność notowań funta brytyjskiego w reakcji na niepewność dot. brexitu



### Odsunięcie ryzyka przedterminowych wyborów oraz wznowienie QE przez EBC pozytywne dla włoskich obligacji

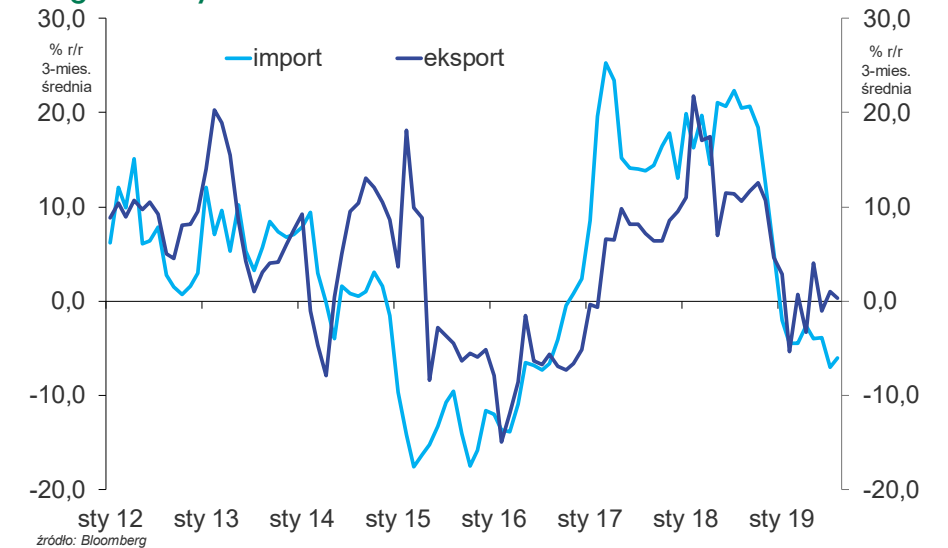




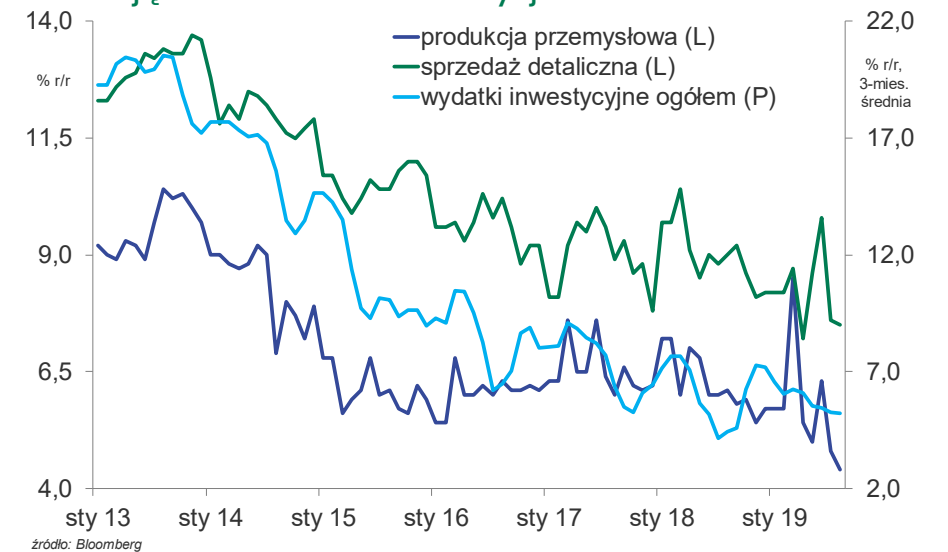
## „Wojna handlowa” powodem silnego osłabienia aktywności w Chinach...

- Zaostrzenie relacji handlowych na linii USA – Chiny w połowie br. poskutkowało dalszym pogłębieniem spowolnienia aktywności gospodarczej w Chinach. Przy słabych wynikach po stronie eksportu, od początku br. silnie obniżyły się wskaźniki produkcji przemysłowej oraz systematycznie obniża się dynamika wzrostu nakładów inwestycyjnych w gospodarce.
- Biorąc pod uwagę utrzymujący się trend pogorszenia perspektyw handlowych w kwartałach kolejnych należy liczyć się z dalszym ograniczeniem wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw.
- Podobnie jak w przypadku wielu gospodarek, konsumpcja prywatna powinna ograniczać skalę spowolnienia gospodarczego. Z drugiej strony, przy dotychczasowym osłabieniu gospodarki oraz uwzględniając negatywny wpływ na eksport kolejnych restrykcji celnych wchodzących w IV kw., trudno zakładać brak negatywnych konsekwencji dla rynku pracy i tym samym w części dla konsumpcji prywatnej.
- Zakładamy, że w 2019 r. tempo wzrostu PKB w Chinach obniży się do 6,2% r/r, a w 2020 r. do 5,6% – 5,8% r/r. Zgodnie z dotychczasowym celem władz chińskich tempo wzrostu gospodarczego ma być nie niższe niż 6% r/r. Bardzo prawdopodobne jest, że z początkiem przyszłego roku ten cel zostanie obniżony dla 2020 r., biorąc pod uwagę trudne warunki w handlu międzynarodowym.
- Powyższa prognoza zakłada osiągnięcie w trakcie 2020 r. porozumienia handlowego na linii USA – Chiny, co pod koniec 2020 r. powinno przekładać się na wyhamowanie spadku dynamiki PKB. Biorąc pod uwagę dotychczasowe relacje obu krajów, osiągnięcie porozumienia jest istotne nie tylko z punktu widzenia popytu zagranicznego Chin, ale także funkcjonowania międzynarodowych chińskich koncernów (restrykcje wobec Huawei, informacje o planach zakazem notowania na amerykańskich giełdach chińskich spółek).

### Utrzymujące się wyraźne spowolnienie w handlu zagranicznym Chin...



### ...silnie negatywne dla sektora przemysłowego oraz obniżające skłonność do inwestycji



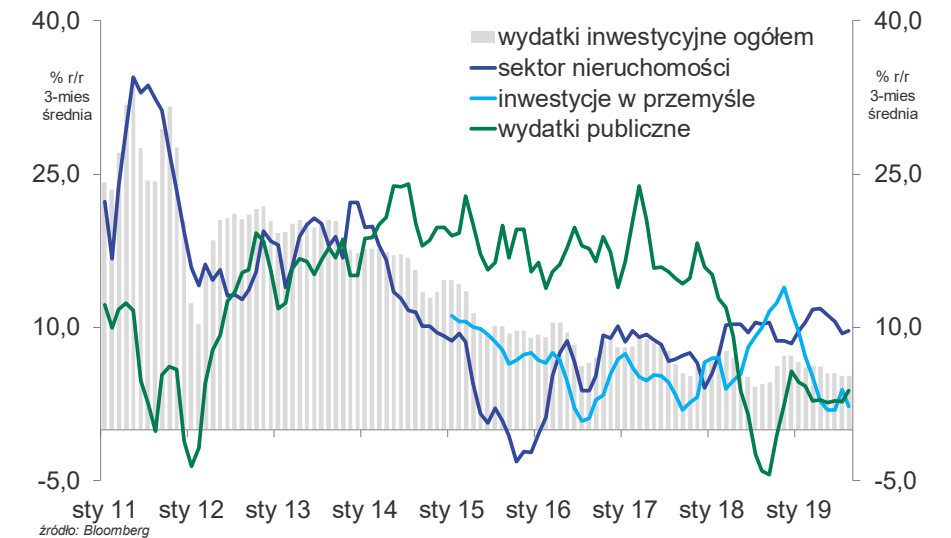




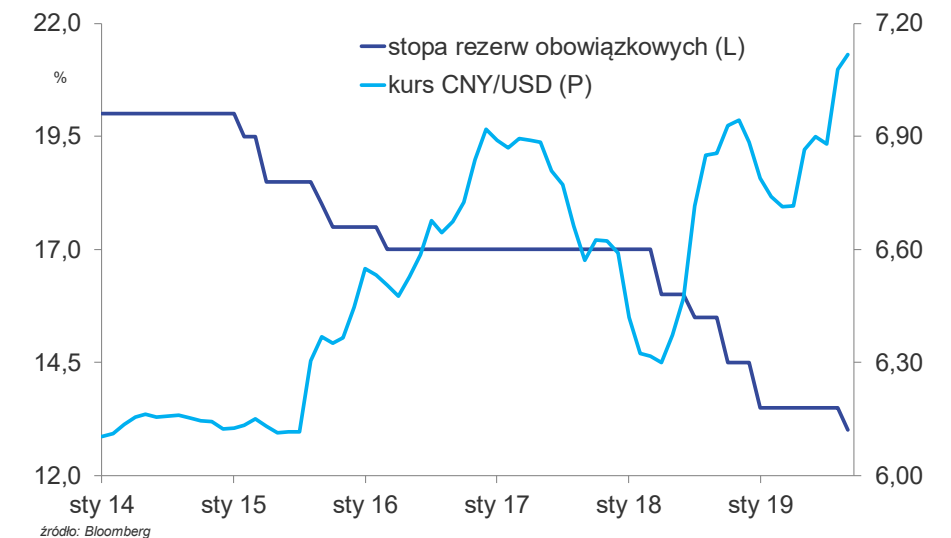
## ...w części łagodzonego działaniami polityki gospodarczej

- Prognozy dot. sytuacji gospodarczej w Chinach oprócz założeń dot. porozumienia z USA w średnim okresie, zakładają także podjęcie szerszych działań w zakresie poluzowania polityki pieniężnej oraz fiskalnej w Chinach.
- W III kw. bank centralny Chin dopuścił do głębszego osłabienia kursu juana wobec dolara, co nie spowodowało zawirowań w zakresie przepływów kapitału. Dodatkowo we wrześniu zdecydował się na redukcję stopy rezerw obowiązkowych o 50 pkt. baz. (a dla niektórych instytucji - o dodatkowe 10 pkt. baz.). Ponadto efektywnie obniżył podstawową stopę pożyczkową poprzez powiązanie jej ze stopą rynku międzybankowego.
- Póki co decyzje w zakresie polityki pieniężnej pozostają bardzo stopniowe z uwagi na obawy banku centralnego, przed ryzykiem wysokiej skali lewarowania (głównie na rynku mieszkaniowym). W warunkach kontynuacji pogorszenia perspektyw gospodarczych można oczekiwać natomiast dalszego stopniowego luzowania polityki pieniężnej, w tym redukcji stopy pożyczkowej oraz kolejnej obniżki stopy rezerw obowiązkowych.
- Równocześnie wsparciem dla aktywności gospodarczej powinno być także luzowanie polityki fiskalnej, już wprowadzane ograniczenia obciążeń podatkowych oraz prawdopodobne dalsze zwiększanie wydatków publicznych, w tym wydatków inwestycyjnych. Choć w ostatnich kwartałach to inwestycje prywatne oraz inwestycje w przemyśle były głównym powodem obniżenia się dynamiki nakładów inwestycyjnych, to inwestycje publiczne rosną wciąż w jedynie umiarkowanym tempie.

### Silne osłabienie inwestycji w przemyśle, potencjał dla wzrostu wydatków publicznych...



### Oczekiwane dalsze stopniowe luzowanie polityki pieniężnej chiński bank centralny

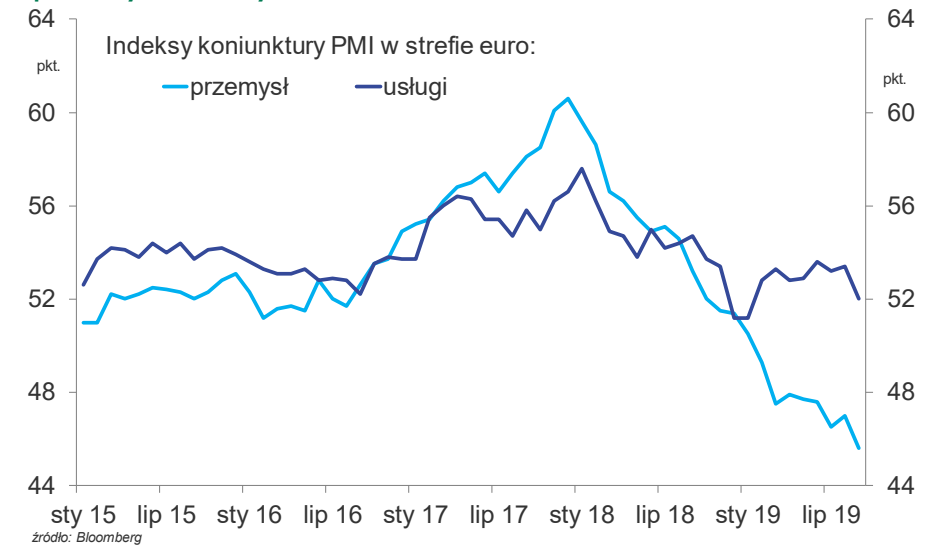




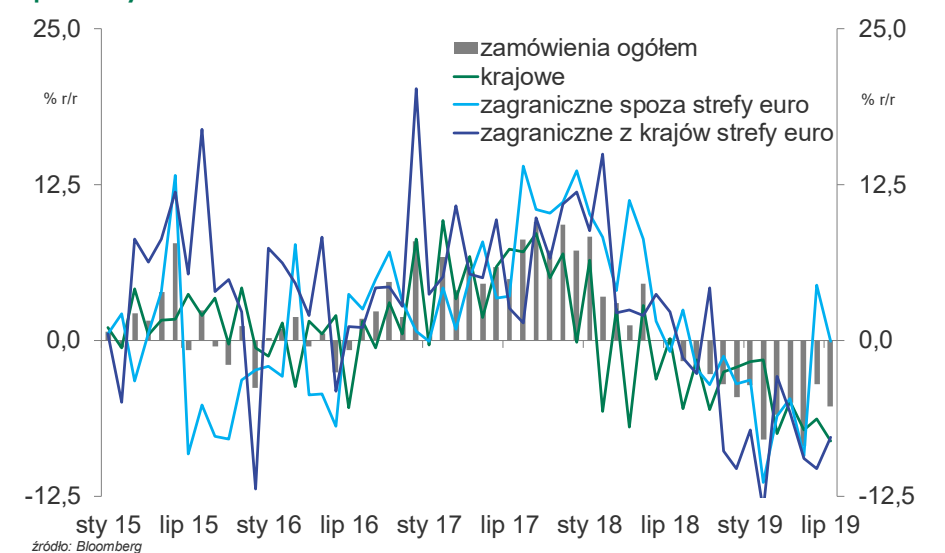
## „Wojna handlowa” pośrednio silnie uderza także w najbardziej otwarte gospodarki europejskie...

- Publikowane w minionych miesiącach dane nt. gospodarek strefy euro wskazują na pogłębiającą się recesję w przemyśle. W warunkach spowolnienia aktywności w globalnym handlu, najsilniej dotknięte są najbardziej otwarte gospodarki europejskie, o czym świadczą bardzo słabe wyniki zamówień w niemieckim przemyśle.
- Przy wciąż niepewnej sytuacji dot. brexitu oraz relacji handlowych USA – Chiny oraz przede wszystkim ostatecznych decyzji administracji USA dot. stawek celnych na import samochodów z krajów UE, perspektywy eksportu strefy euro pozostają – przynajmniej w krótkim okresie – niekorzystne.
- Wciąż utrzymuje się bardzo duże zróżnicowanie aktywności w usługach (lepszą sytuacją) wobec silnego regresu w przemyśle. Niemniej wrześniowy spadek indeksu koniunktury w usługach, może wskazywać na początek silniejszego wpływu recesji w przemyśle na pozostałe sektory gospodarki.
- Z drugiej strony wciąż w strefie euro utrzymuje się korzystna sytuacja na rynku pracy, przy mniejszej skali pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych w porównaniu do nastrojów firm. Ponadto w dalszym ciągu skala osłabienia inwestycji firm, nawet w najbardziej dotkniętych kryzysem Niemczech, pozostaje ograniczona.
- Sądzymy, biorąc pod uwagę dotychczas napływające dane, że należy zakładać dłuższy okres spowolnienia aktywności w strefie euro. Zakładamy, że w 2019 r. wzrost PKB w EMU wyniesie ok. 1,0% r/r (przy wyraźnie pozytywnym wpływie solidnego wzrostu w I kw.), natomiast w 2020 r. wyniesie ok. 0,7% r/r, przy utrzymaniu jedynie minimalnie dodatniego pod koniec i w pierwszej połowie 2020 r.

### W III kw. silne pogłębienie pogorszenia nastrojów w przemyśle strefy euro



### Bez oznak stabilizowania się koniunktury w niemieckim przemyśle

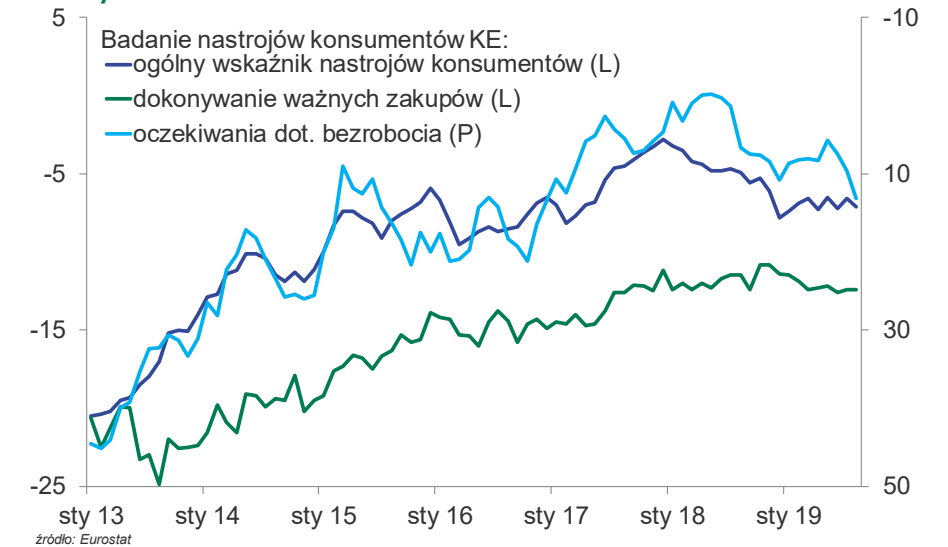




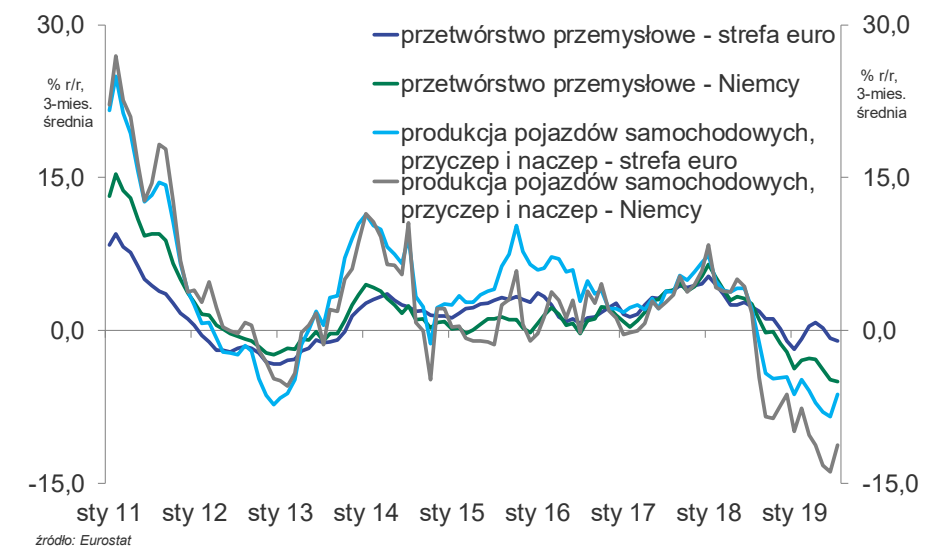
## ...kluczowe dla ich perspektyw uniknięcie eskalacji relacji USA – UE

- Dla naszych prognoz kluczowe jest utrzymanie notowanej obecnie wyższej odporności popytu krajowego, jak również realizacja zakładanego scenariusza rezygnacji przez USA z nałożenia restrykcji na import samochodów UE oraz uniknięcie bezumownego brexitu.
- Nastroje konsumentów cały czas utrzymują się na solidnym poziomie, przy ograniczonym pogorszeniu oceny sytuacji na rynku pracy oraz przy stabilnych wskaźnikach subindeksu skłonności do konsumpcji. Z drugiej strony nieco niepokojące się informacje dot. wzrostu w I poł. br. stopy oszczędzania gospodarstw domowych, co może hamować skalę pozytywnego wpływu konsumpcji prywatnej na wyniki gospodarcze.
- Potencjalnym czynnikiem wsparcia aktywności w strefie euro może być także polityka fiskalna. Choć potencjał tych działań w przypadku wielu krajów jest ograniczony, to niektóre z nich (przede wszystkim Niemcy) są w stanie w istotnym stopniu zwiększyć skalę tego luzowania krótkookresowo pobudzając aktywność gospodarczą. Biorąc jednak pod uwagę sprzeciw polityczny i społeczny takim działaniom, silniejszy impuls fiskalny miałby zapewne miejsce dopiero w sytuacji materializowania się pesymistycznych scenariuszy.
- Kluczowe w najbliższych miesiącach będą także decyzje władz USA dot. ceł na import samochodów z UE. Przy generalnie bardzo słabej kondycji sektora motoryzacji (wyraźny spadek popytu w Chinach, zmiany regulacji dot. emisji), dodatkowy szok byłby bardzo niekorzystny dla branży. Wg szacunków zewnętrznych ośrodków analitycznych, jego negatywny wpływ na dynamikę PKB strefy euro mógłby sięgnąć nawet 0,5 pkt. proc.
- Gdyby jednocześnie w kolejnych miesiącach doszło do bezumownego brexitu, gospodarka strefy euro weszłaby w recesję. Choć przedłużający się okres podwyższonej niepewności poskutkował zapewne w części podjęciem już działań przygotowawczych w wielu sektorach, to wciąż taki scenariusz byłby silnie negatywnym impulsem dla gospodarki zarówno brytyjskiej, jak i unijnych gospodarek najsilniej z nią gospodarczo powiązanych.

### Nastroje konsumentów w strefie euro pozostają dość korzystne



### Niska odporność motoryzacji w Europie na spadek popytu z USA, gdyby doszło do podwyższenia stawek celnych

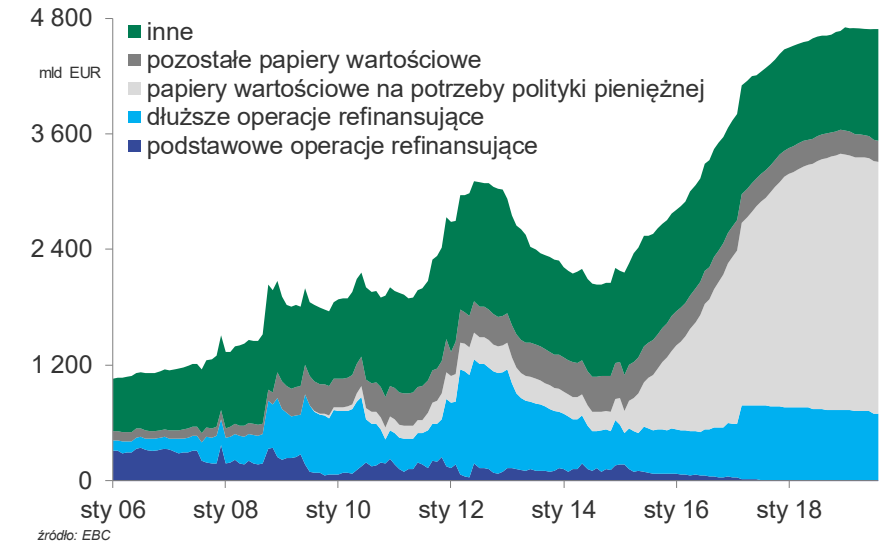




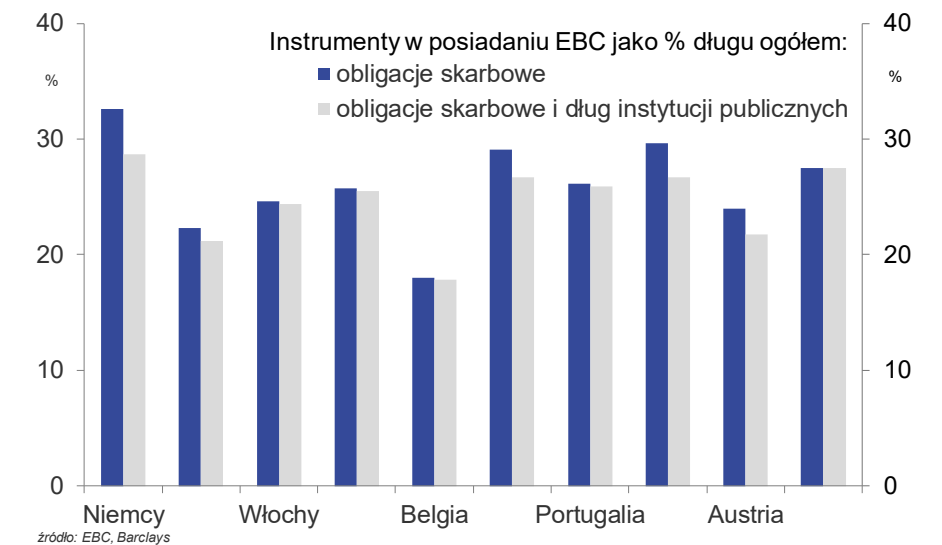
## EBC „w pakiecie” rozluźnia politykę pieniężną

- We wrześniu rada EBC zdecydowała o serii działań łagodzących politykę pieniężną, w tym o: - redukcji o 10 pkt. baz. do -0,50% stopy depozytowej (stopa repo utrzymana na poziomie 0,0%) oraz wprowadzeniu systemu tiering ograniczającego negatywny wpływ niższej stopy depozytowej dla sektora bankowego, - wznowieniu od początku listopada programu skupu aktywów finansowych (APP), - obniżeniu kosztów i wydłużeniu czasu operacji zasilających w płynność sektor bankowy (TLTRO III), - zmianie zapisów *forward guidance* wskazujących na intencję utrzymania przez EBC silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej do czasu solidnego i trwałego wzrostu inflacji.
- Od listopada br. bank centralny będzie skupował aktywa o wartości 20 mld EUR (mniej niż w poprzedniej rundzie programu), niemniej nie wskazał daty jego zakończenia, co zostało przez rynki ocenione jako silniejsze złagodzenie warunków monetarnych.
- Póki co, nie zapowiedziano żadnych zmian dot. struktury i parametrów programu APP. Wg zewnętrznych ośrodków analitycznych, przy obowiązujących obecnie limitach, EBC będzie mógł kontynuować skup aktywów (przy utrzymaniu dotychczasowej jego struktury) przez ok. 6-12 miesięcy.
- Oczekujemy, że przez kolejne miesiące rada EBC będzie obserwowała napływające dane gospodarcze. Choć rynkowe oczekiwania wskazują na możliwość kolejnego cięcia stopy depozytowej na przełomie 2019 i 2020 r., sądzymy, że łagodniejszy przekaz w postaci „otwartego czasowo” programu skupu aktywów konsumuje już dalsze luzowanie polityki pieniężnej.
- Oczywiście bilans ryzyka dla prognoz wskazuje na wyższe ryzyko niższego poziomu stóp – zgodnie z zapisami *forward guidance*, które jednoznacznie wskazują na utrzymanie opcji redukcji stóp. Sądzymy natomiast, że taki scenariusz zmaterializowałby się dopiero w scenariuszu eskalacji czynników ryzyka (np. handel zagraniczny, brexit).

### Od listopada EBC wznowi skupu aktywów finansowych w skali 20 mld EUR miesięcznie...



### ...w średnim horyzoncie konieczne zmiany limitów emitenta

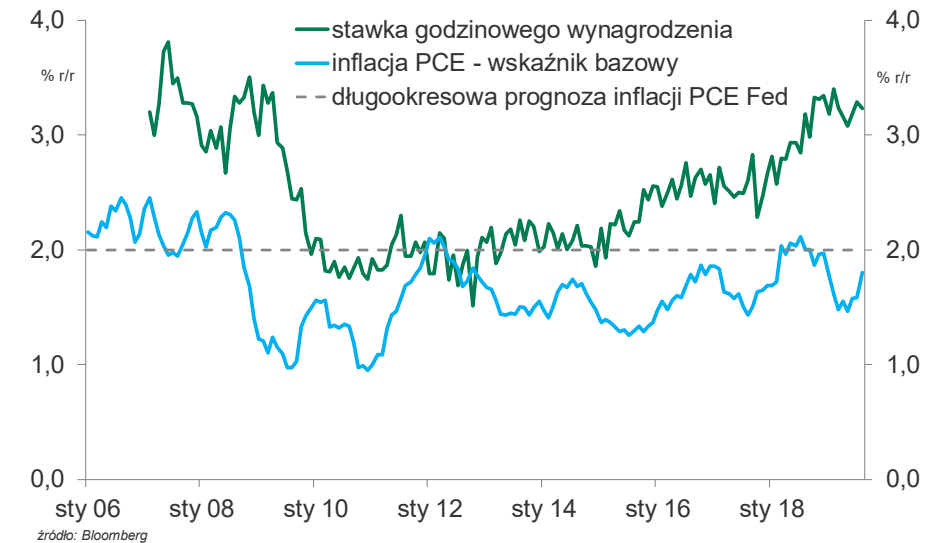




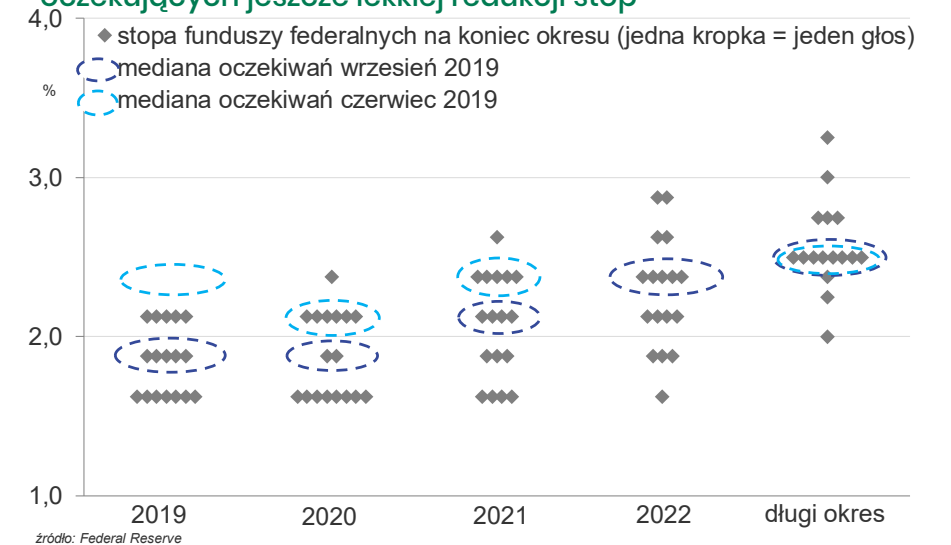
## Fed obniża stopę funduszy federalnych o 50 pkt. baz...

- Na posiedzeniach w lipcu i wrześniu komitet FOMC obniżył stopy procentowe łącznie o 50 pkt. baz. do 1,75% - 2,00% dla głównej stopy funduszy federalnych.
- Zgodnie z komunikatem FOMC oraz wystąpieniami prezesa J. Powella, argumentem za poluzowaniem polityki pieniężnej były sygnały osłabienia koniunktury – w szczególności w zakresie eksportu i inwestycji, jak również utrzymujące się przez coraz dłuższy okres czynnika ryzyka, które dodatkowo mogą pogarszać perspektywy gospodarki. Jednocześnie Fed wskazał, że obniżenie stóp ma charakter „dostosowań w ramach cyklu”, a nie jest traktowane przez FOMC jako rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.
- Biorąc pod uwagę: – póki co relatywnie niezłe dane z amerykańskiej gospodarki, a przede wszystkim solidne dane z rynku pracy i lekko rosnący wskaźnik inflacji, – założenia stabilizowania się sytuacji w globalnym handlu, – uniknięcie scenariusza bezumownego brexitu, zakładamy, że bieżące redukcje stóp procentowych nie są początkiem długiego cyklu redukcji stóp.
- W bazowym scenariuszu zakładamy stabilizację stóp procentowych na bieżącym poziomie do końca 2020 r., niemniej jako wysokie oceniamy ryzyko jeszcze lekkiego dostosowania (w skali 25 pkt. baz.) poziomu stóp w IV kw. 2019 r. lub w I kw. 2020 r.
- Mediana prognoz poziomu stóp procentowych członków komitetu wskazuje na stabilizację stóp do końca 2029, jednocześnie prawie połowa komitetu oczekujemy ich redukcji o 25 pkt. baz. w 2019 r., co dobrze w naszej ocenie odzwierciedla niepewność decyzji FOMC w krótkim okresie. Ta decyzja będzie wypadkową napływających informacji politycznych i geopolitycznych, publikacji danych oraz tendencji na globalnym rynku finansowym.

### W III kw. utrzymanie solidnej dynamiki wynagrodzeń i wyhamowanie wcześniejszego spadku inflacji



### Jedynie minimalna przewaga członków FOMC nie oczekujących jeszcze lekkiej redukcji stóp

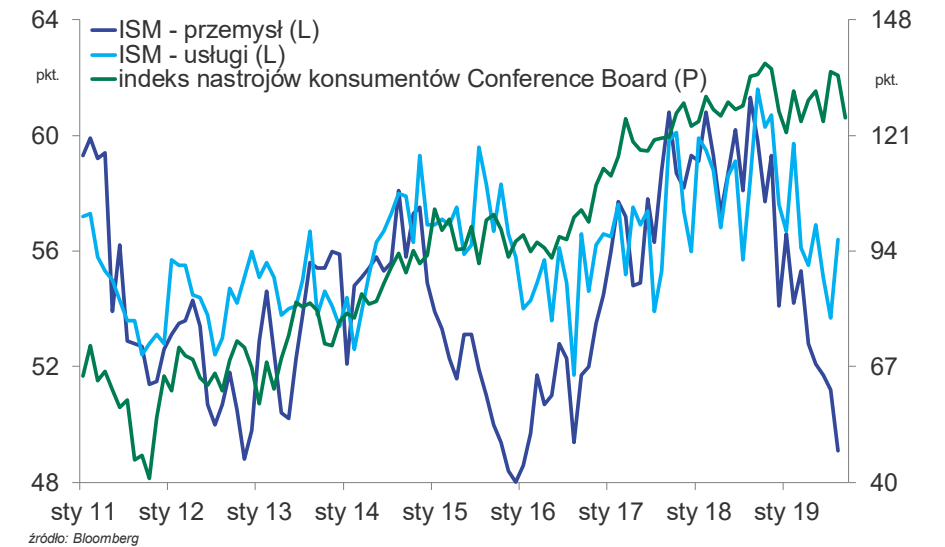




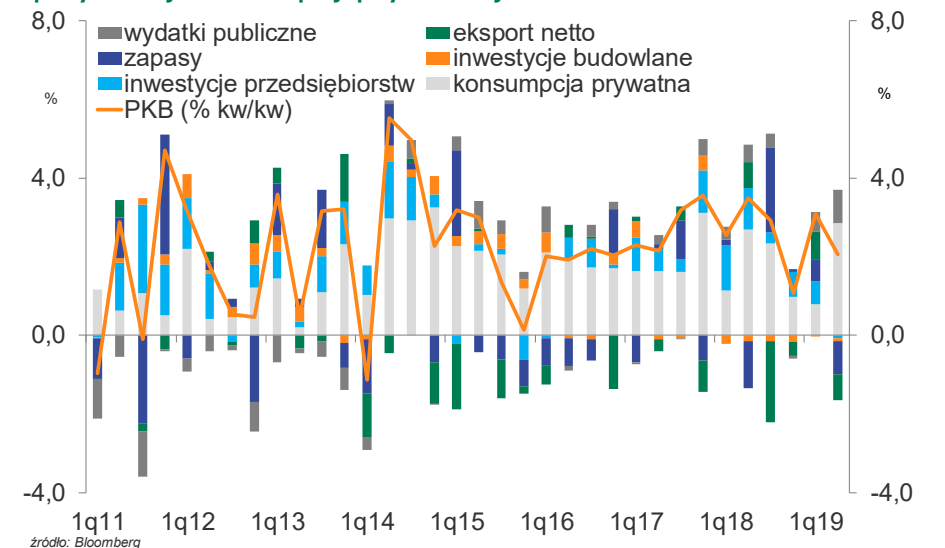
## ...w reakcji na wzrost niepewności perspektyw gospodarczych...

- Publikowane w ostatnich miesiącach dane ze sfery realnej gospodarki USA wskazują na dalsze, silniejsze spowolnienie aktywności w amerykańskim przemyśle.
- Zaostrzenie protekcjonizmu w globalnym handlu oraz notowane spowolnienie aktywności w wielu gospodarkach na świecie (Chiny / strefa euro) przekłada się na słabsze wyniki także gospodarki USA. Wydaje się jednak, że najważniejszym czynnikiem pogorszenia koniunktury jest rosnąca niepewność dot. dalszego rozwoju sytuacji, zarówno bezpośrednio związana z polityką handlową, jak i skalą dotychczasowego osłabienia koniunktury w gospodarce globalnej.
- Wskaźniki koniunktury w usługach ustabilizowały się na nieco niższym poziomie, utrzymując się wyraźnie powyżej indeksu koniunktury w przemyśle.
- Zgodnie z publikowanymi danymi, w III kw. na zdecydowanie korzystniejszych poziomach kształtowały się także dane z rynku nieruchomości.
- Zgodnie z oczekiwaniami w II kw. odnotowano wyraźne przyspieszenie kontrybucji konsumpcji prywatnej we wzrost PKB, po silniejszym jej spadku z początkiem roku. Cały czas także, zdecydowanie najbardziej odporne na negatywne tendencje w gospodarce pozostają wskaźniki nastrojów wśród konsumentów, przy niespotykanej dotychczas tak silnej różnicy nastrojów konsumentów wobec oczekiwań przedsiębiorców.
- O ile nie dojdzie do silniejszego spowolnienia w globalnym handlu, eskalacji wojny handlowej lub głębszego spowolnienia chińskiej gospodarki, te czynniki powinny – szczególnie w krótkim okresie – stabilizować aktywność gospodarczą w USA i stabilizować roczną dynamikę PKB w br. powyżej 2,0% r/r. W 2020 r. w dalszym ciągu wygasające efekty wcześniejszego luzowania polityki fiskalnej, pomimo zakładanego stabilizowania się sytuacji w globalnym handlu, mogą skutkować obniżeniem dynamiki PKB poniżej 2,0% r/r.

### W III kw. dalsze gwałtowne spadki koniunktury w przemyśle i ich stabilizacja w usługach...



### ...co skutkuje spowolnieniem w eksporcie i inwestycjach przy silnej konsumpcji prywatnej

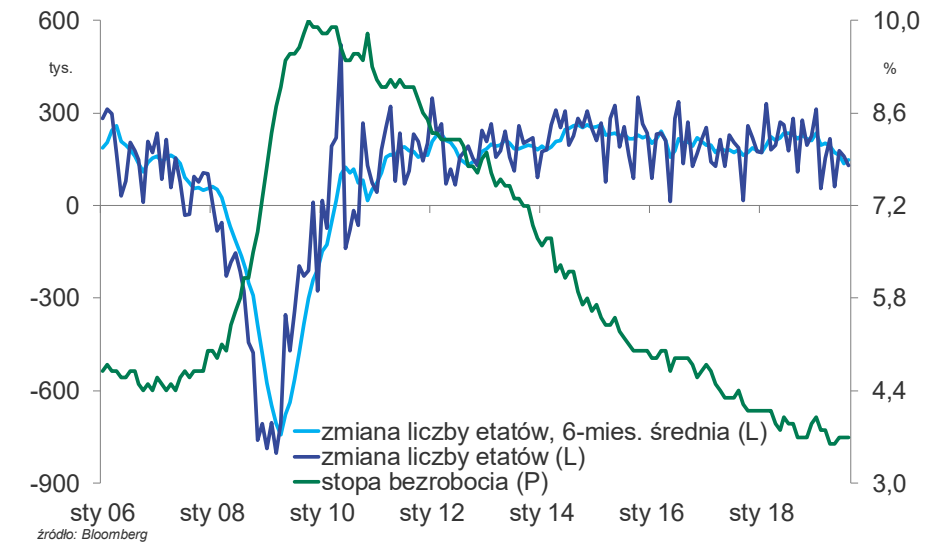




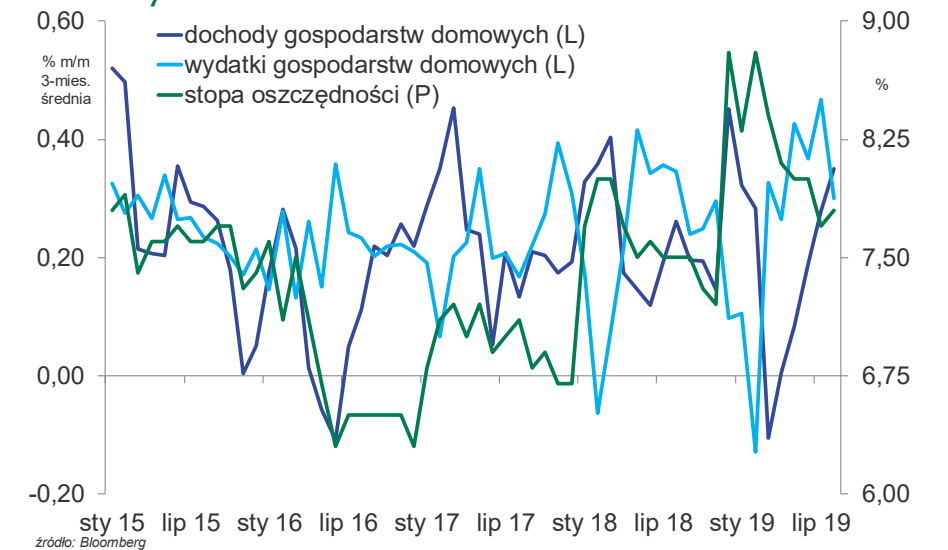
## ...wciąż sporo przesłanek za oczekiwaną ograniczoną skalą spowolnienia w USA

- Zakładamy, że konsumpcja prywatna pozostanie kluczowym czynnikiem stabilizującym aktywność amerykańskiej gospodarki w nadchodzących kwartałach. Stabilne wzrosty dochodów, utrzymujące się także w III kw. wysokie wzrosty wydatków gospodarstw domowych oraz wciąż solidny poziom stopy oszczędności pozwala oczekiwać utrzymania solidnych wzrostów konsumpcji prywatnej.
- Choć sytuacja na rynku pracy wskazuje na wyraźny trend spadkowy wzrostu zatrudnienia, to tempo tych zmian jak również stabilne, bardzo niskie poziomy bezrobocia ograniczają ryzyko gwałtownego pogorszenia sytuacji na rynku pracy notowanego w okresach recesyjnych.
- Wciąż solidny popyt na pracę przekłada się na utrzymanie stabilnej i solidnej dynamiki wynagrodzeń, co potwierdza założenia dot. stabilnych wydatków gospodarstw domowych. W minionych miesiącach nie odnotowano natomiast silnego przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń oraz wskaźnika inflacji, które w przeszłości często poprzedzały okresy recesji.
- Biorąc pod uwagę powyższe, zakładamy, że pomimo wyraźnie słabszej sytuacji zewnętrznej, popyt krajowy w USA będzie silnie ograniczał skalę spowolnienia. W kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego będzie słabło, niemniej o ile nie dojdzie do materializacji czynników ryzyka, gospodarka USA powinna w nadchodzących kwartałach stabilizować wyniki gospodarki globalnej.

### Wolniejsze tempo wzrostu zatrudnienia, ale stopa bezrobocia cały czas wokół lokalnego minimum



### Utrzymujące się solidne dane dot. wydatków gospodarstw domowych

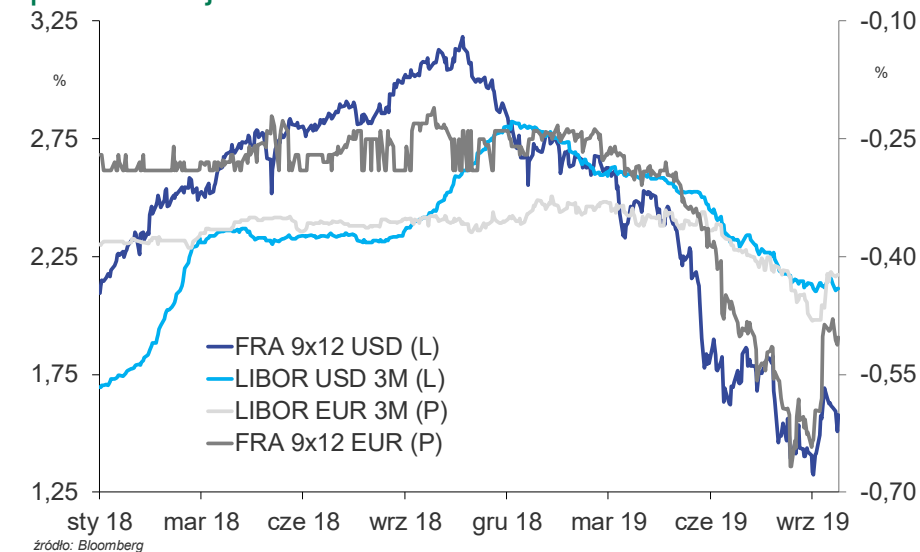




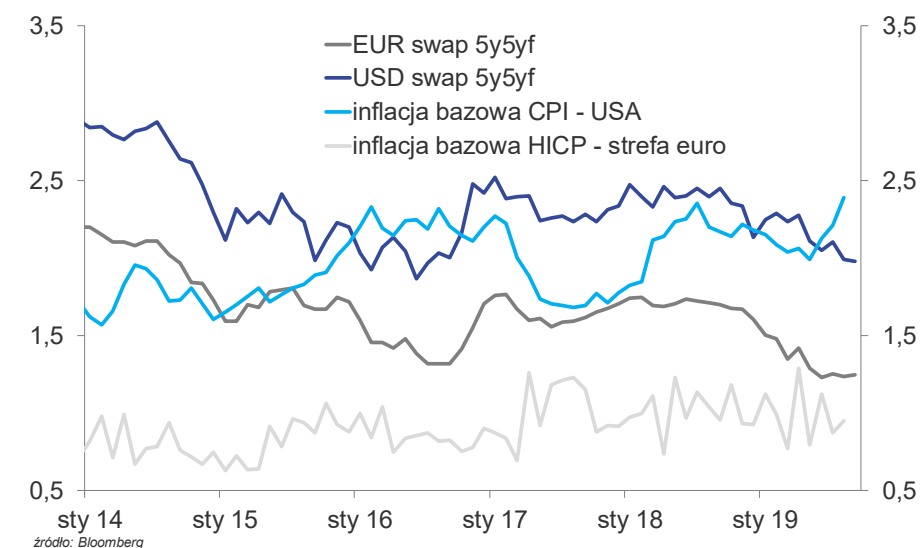
## Niewielki potencjał dla wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- W III kw. miało miejsce pogłębienie spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, w warunkach pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego oraz poluzowania polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Szczególnie silny spadek rentowności notowano w sierpniu, w okresie kumulacji czynników ryzyka, wrześniowe ich ograniczenie oraz mniej łagodna retoryka Fed przetożyły się na lekkie korekcyjne wzrosty rentowności.
- Biorąc pod uwagę obecne oczekiwania rynkowe co do dalszego luzowania polityki pieniężnej przez Fed, a także przez EBC (choć w mniejszym stopniu, biorąc pod uwagę skalę wrześniowych działań), a z drugiej strony naszą prognozę mniejszej skali luzowania polityki pieniężnej Fed oraz uniknięcia scenariuszy recesyjnych, widzimy przestrzeń do lekkiego wzrostu rentowności obligacji skarbowych w USA. Jednocześnie jednak biorąc pod uwagę założenia, że tempo wzrostu gospodarki globalnej pozostanie niskie, wzrost rentowności będzie miał ograniczoną skalę, utrzymując się na bardzo niskich poziomach.
- Niezmiennie presję na wzrost cen papierów skarbowych będą wzmocniały założenia utrzymania w długim okresie luźnej polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji (bieżący wzrost inflacji bazowej w USA bez wpływu na rynkowe oczekiwania inflacyjnej) oraz ograniczonego tempa wzrostu gospodarczego.
- W przypadku niemieckich obligacji skarbowych, wznowienie programu ilościowego luzowania polityki pieniężnej przez EBC będzie sprzyjało utrzymaniu bieżących ujemnych poziomów rentowności. Niewielki wzrost rentowności możliwy jest najwcześniej w II poł. 2020 r. przy założeniu materializacji scenariusza bazowego tj. stopniowego stabilizowania się perspektyw gospodarczych i uniknięcia recesji w strefie euro.
- Biorąc pod uwagę ryzyka dla scenariusza wzrostu gospodarczego, bilans ryzyka dla prognozy bazowej wskazuje na wyraźnie wyższe prawdopodobieństwo niższego poziomu rentowności wobec naszej prognozy niż ewentualnego silniejszego wzrostu rentowności.

### Oczekiwania rynkowe wskazują na głębsze obniżki stopy procentowej Fed



### Pomimo wzrostu inflacji w USA, rynkowe oczekiwania inflacyjne pozostają w trendzie spadkowym



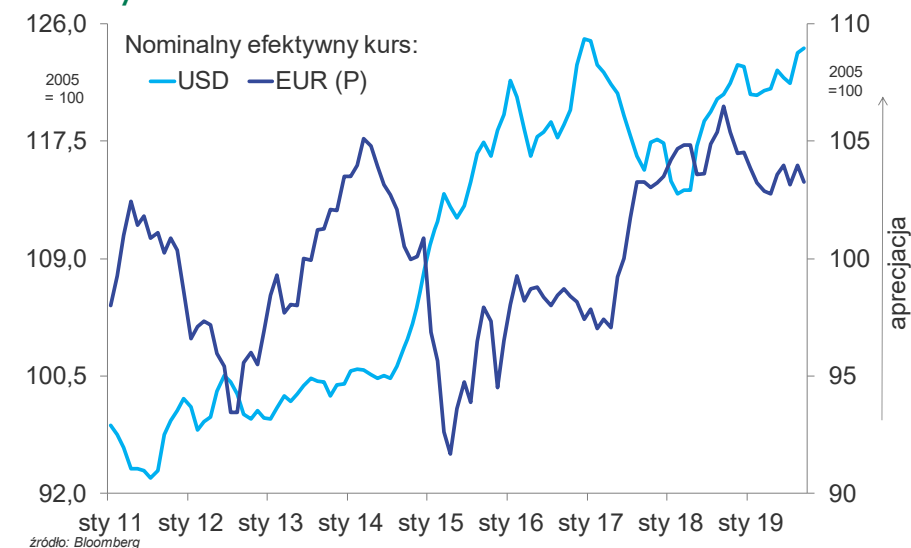




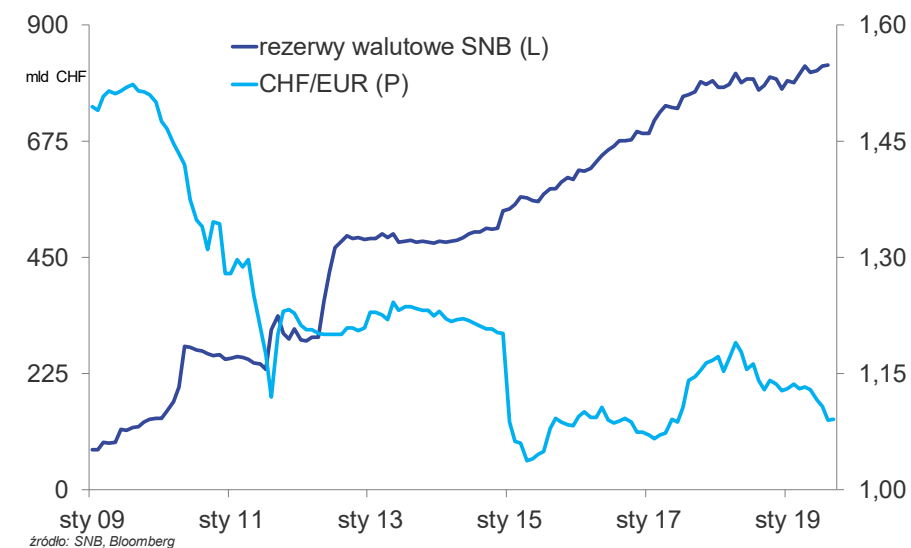
## Wzrost globalnej awersji do ryzyka pozytywny dla notowań dolara

- Niewielkie zmiany notowań euro (w ujęciu nominalnego efektywnego kursu) oraz lekkie wzmocnienie dolara poskutkowało w III kw. osłabieniem kursu euro do dolara w kierunku 1,10 USD/EUR.
- W III kw. czynnikiem najsilniej wpływającym na globalny rynek walutowy była zmienność globalnej premii za ryzyko, a jej generalne podwyższenie sprzyjało aprecjacji tzw. „bezpiecznych” walut jak frank szwajcarski i amerykański dolar. Przy praktycznie powszechnych decyzjach banków centralnych na świecie co do luzowania polityki pieniężnej, decyzje poszczególnych banków miały już ograniczony i jedynie okresowy wpływ na notowania walut (w tym bardziej łagodne stanowisko EBC we wrześniu w zakresie programu ilościowego luzowania, czy też mniej łagodna retoryka po wrześniowym posiedzeniu FOMC).
- Biorąc pod uwagę, że ograniczenie czynników ryzyka w zakresie polityki handlowej czy bezumownego brexitu nie jest perspektywą krótkoterminową, w nadchodzących miesiącach oczekujemy utrzymania silnych poziomów notowań dolara. Jeżeli natomiast w trakcie 2020 r. ryzyka z tego tytułu będą słabły, widzimy potencjał dla lekkiej aprecjacji euro wobec dolara oraz wobec franka szwajcarskiego.
- Jednocześnie oczekiwane wzmocnienie notowań wspólnej waluty pozostanie ograniczone także w dłuższej perspektywie, biorąc pod uwagę niskie prawdopodobieństwo silniejszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Europie oraz perspektyw zakończenia programu luzowania polityki pieniężnej. Ponadto, nawet przy założeniu uniknięcia nieuporządkowanego brexitu na przełomie roku, wciąż trudno (biorąc pod uwagę skomplikowaną sytuację w wielkiej Brytanii) o wskazanie scenariusza rozwiązania tego problemu w długim okresie, jak również o rozwiązanie problemów politycznych (i często finansowych) wielu państw strefy euro (np. Włoch), co będzie ciążyło na wspólnej walucie.

### Wyższa premia za ryzyko pozytywna dla dolara, niewielki zmiany notowań euro...



### Mocniejszy kurs franka szwajcarskiego w warunkach wzrostu globalnej premii za ryzyko

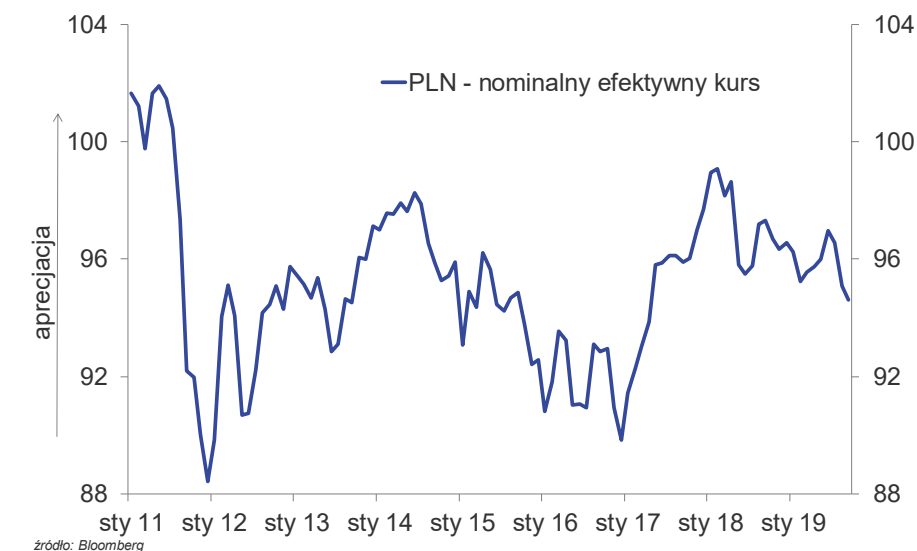




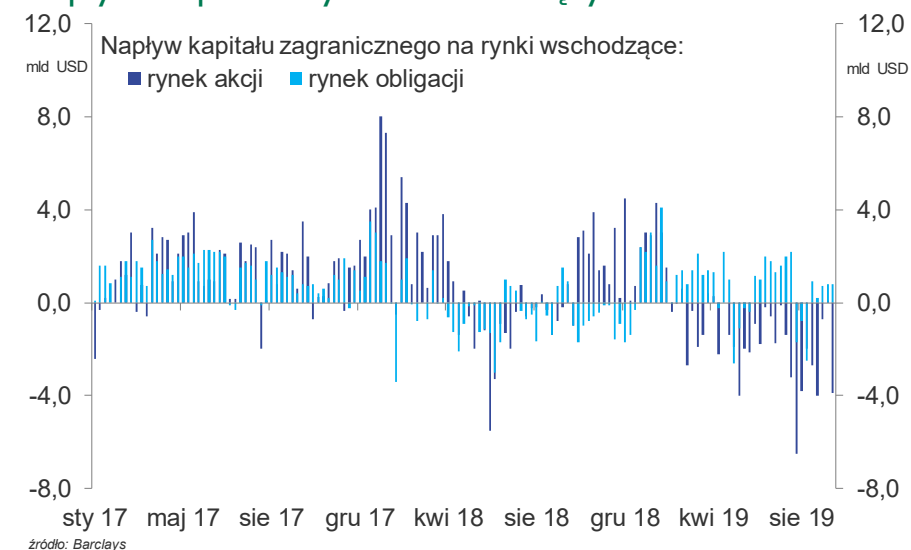
## Kurs złotego pod wpływem nastrojów globalnych oraz oczekiwań dot. wyroku TSUE

- Inaczej niż w I poł 2019 r., w III kw. odnotowano wzrost zmienności notowań złotego przy wyraźnym trendzie deprecjacyjnym. Tylko w części osłabienie krajowej waluty było efektem notowanego w tym okresie silniejszego wzrostu globalnej awersji do ryzyka.
- W części, szczególnie pod koniec kwartału, złotemu ciążyła niepewność dot. wyroku Trybunału Sprawiedliwości UE (TSUE) w sprawie interpretacji klauzul abuzywnych w treści umów kredytów indeksowanych do walut obcych. Orzeczenie TSUE oczekiwane jest 3.10.
- Jeżeli TSUE przychyli się do interpretacji skutkującej zmianą kredytów indeksowanych na kredyty złotowe, przy zatrzymaniu dotychczasowej stawki referencyjnej (np. LIBOR CHF), obawy rynkowe dot. sytuacji sektora bankowego (wzrost premii za ryzyko) przełożą się na osłabienie złotego powyżej 4,40 PLN/EUR w krótkim okresie. W dłuższej perspektywie efekty rynkowe są wysoce niepewne, będą one pochodną skutków dla sektora bankowego i gospodarki na podstawie ostatecznej treści wyroku Trybunału i założeń dot. przebiegu w czasie dostosowań w sektorze bankowym w reakcji na to orzeczenie.
- Gdyby natomiast decyzja TSUE nie wskazała na adekwatność powyższego rozwiązania, złoty w krótkim okresie umocni się poniżej poziomu 4,35 PLN/EUR i ponownie będzie wahał się poniżej tego poziomu w reakcji na zmieniające się nastroje na rynku globalnym.
- W dłuższym horyzoncie, zakładając nasz scenariusz bazowy dot. sytuacji zewnętrznej oraz brak scenariusza gwałtownego pogorszenia sytuacji sektora bankowego oczekujemy stopniowej aprecjacji złotego, choć w ograniczonej skali biorąc pod uwagę niskie prawdopodobieństwo – przynajmniej w I poł. 2020 r. – silnego napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące.
- Jednocześnie, choć widzimy potencjał dla wzmocnienia kursu złotego wobec franka poniżej 4,00 PLN/EUR, to przy jednoczesnych efektach: słabszej aprecjacji złotego oraz słabszej deprecjacji franka (średniorocznie) kurs będzie utrzymywał się powyżej poziomów notowanych w 2018 r. oraz w I poł. 2019 r.

### W III kw. wyraźna presja na osłabienie kursu złotego...



### ...tylko w części skutkiem wzrostu awersji do ryzyka i odpływu kapitału z rynków wschodzących

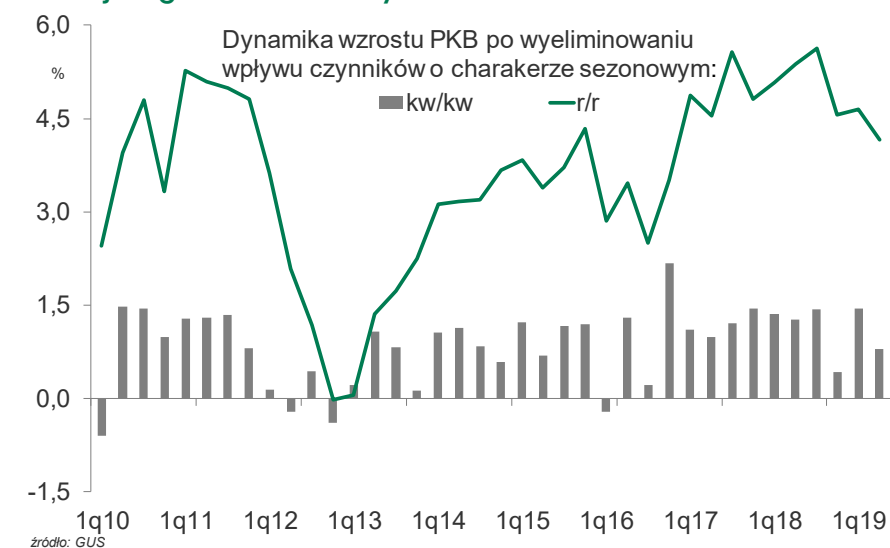




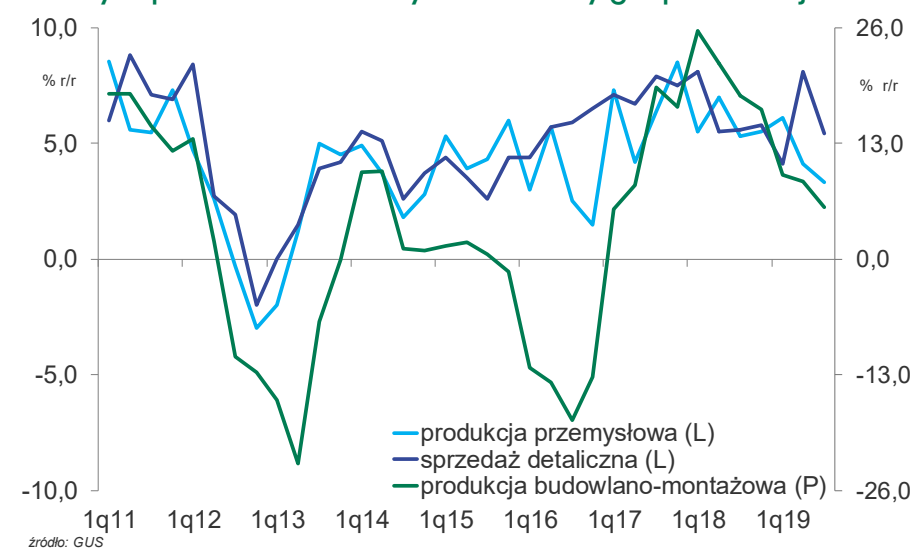
## Zarysowujący się wyraźny trend spadkowy dynamiki PKB w 2019 r.

- W II kw. br. miało miejsce dalsze obniżenie tempa wzrostu PKB do 4,5% r/r, przy już wyraźnie niższej (po okresowym wybiciu w I kw.) kwartalnej dynamice wzrostu. W ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z wahań sezonowych, dane wskazują na wyraźnie wolniejsze tempo wzrostu aktywności gospodarki w I poł. br., wobec wyników z I. 2017–2018.
- W II kw. w niższym tempie rósł eksport oraz nakłady brutto na środki trwałe (po nieoczekiwanym wybiciu w I kw.). Wzrosła z kolei kontrybucja spożycia gospodarstw domowych, przy sprzyjającym efekcie dynamicznego wzrostu dochodów.
- Miesięczne dane za lipiec i sierpień oraz prognozy danych wrześniowych wskazują na dalsze obniżenie dynamiki PKB w kierunku 4,0% r/r w III kw., przy kontynuacji spadku dynamiki produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i korekcyjnym obniżeniu dynamiki sprzedaży detalicznej.
- Kontynuacja obniżenia dynamiki PKB w warunkach pogłębiającego się spowolnienia w gospodarce globalnej jest nieuchronne i choć osłabienie aktywności nastąpiło ze sporym opóźnieniem, to wpływ sytuacji zewnętrznej w kolejnych kwartałach będzie silniej obniżać aktywność krajowej gospodarki.
- Na perspektywy wyraźnie niższego tempa wzrostu gospodarczego wskazują także indeksy koniunktury gospodarczej, który po okresowej poprawie w sierpniu, we wrześniu ponownie powrócił do trendu spadkowego. Z drugiej strony zwraca uwagę wolniejszy spadek subindeksów zamówień i produkcji, przy pogarszających się indeksach ogólnej oceny koniunktury, co może sygnalizować obawy firm przed silniejszym negatywnym impulsem kosztowym (np. np. związanym z wysokimi kosztami pracy) niż przychodowym.

Dane miesięczne ze sfery realnej wskazują na brak silniejszego osłabienia dynamiki PKB w II kw. br.



W wielu sektorach gospodarki stabilizujące się – na niższym poziomie – indeksy koniunktury gospodarczej

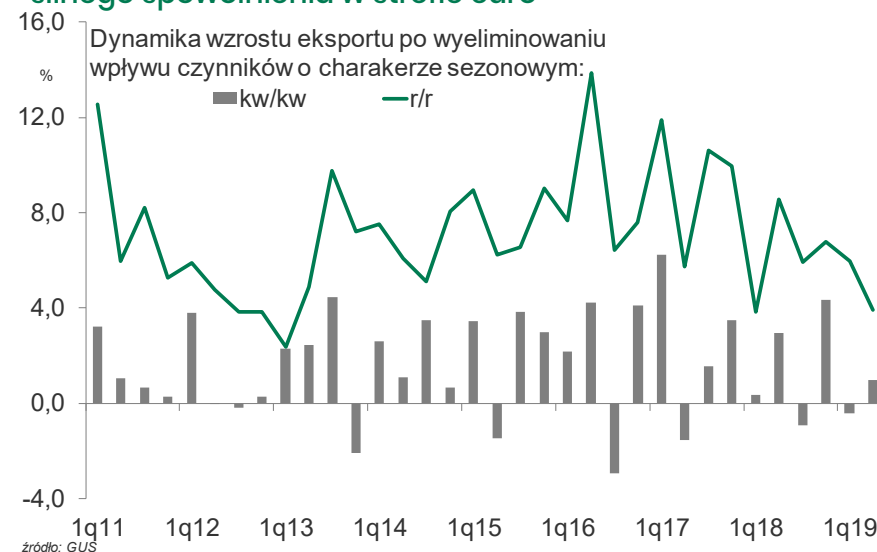




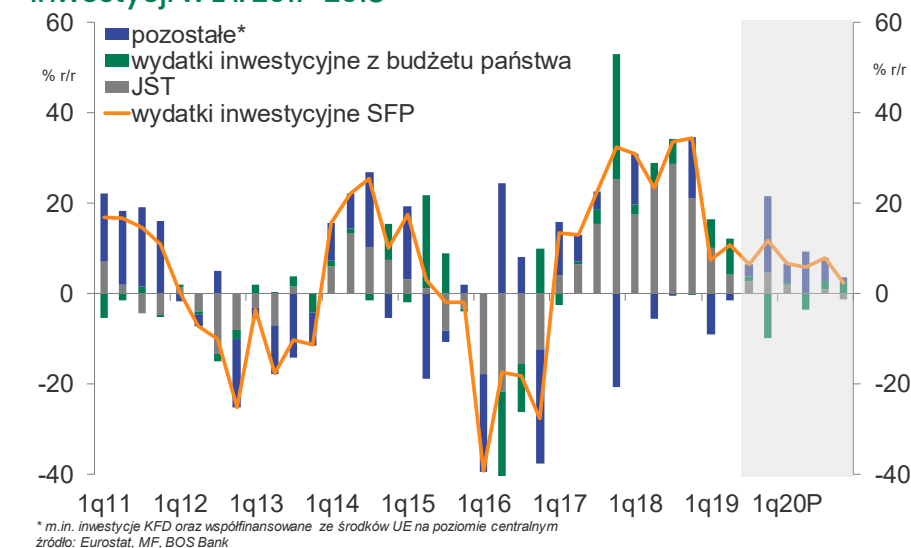
## Eksport i inwestycje publiczne cały czas będą ograniczać wzrost krajowej gospodarki...

- W I poł. br. odnotowano dalsze spowolnienie eksportu, przy dalszym pogłębieniu spadku dynamiki eksportu do Niemiec, która jeszcze w 2018 r. kształtowała się na silnym poziomie.
- Słabe dane dot. wzrostu gospodarczego ze strefy euro oraz silniejsze pogorszenie sierpniowych danych dot. produkcji w działach przemysłu o wysokim udziale produkcji eksportowej wskazują na utrzymanie w kolejnych kwartałach niższej dynamiki wzrostu eksportu. Z drugiej strony, przy zakładanym wyhamowaniu spadku dynamiki PKB w strefie euro w 2020 r., oczekujemy w bazowym scenariuszu stabilizacji dynamiki eksportu, a nie jego gwałtownego tąpnięcia.
- Wolniejszego wzrostu oczekujemy także w przypadku inwestycji publicznych, które w I poł. br. w wyraźnie niższej skali stymulowały wzrost krajowej gospodarki w porównaniu do wyników z I. 2017–2018.
- Pomimo wciąż solidnej skali wykorzystania środków unijnych, przy wyższych bazach odniesienia dynamiki tego wzrostu zaniża roczne dynamiki, a ponadto w okresie powyborczym kontynuowany będzie efekt (w 2019 r. widoczny już w zakresie słabszych wydatków samorządów) ograniczenia wcześniejszych (przedwyborczych) kumulacji wydatków.
- Z drugiej strony, przy: - dotychczasowym ograniczeniu wydatków drogowych Krajowego Funduszu Drogowego i możliwym ich wzroście od 2020, - wciąż dużym potencjale wydatków Funduszu Kolejowego, - utrzymaniu polityki wyższych wydatków na obronność, nie oczekujemy silniejszego tąpnięcia wydatków inwestycyjnych w sektorze publicznym w perspektywie nadchodzących kwartałów.

### W br. wyraźnie niższy wzrost eksportu w warunkach silnego spowolnienia w strefie euro



### Trudna do utrzymania dynamika wzrostu publicznych inwestycji w I. 2017–2018





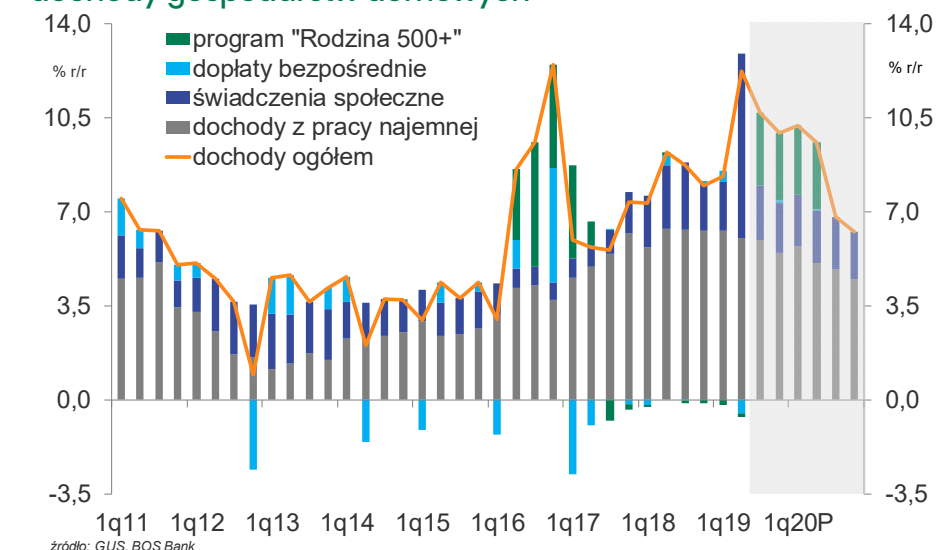
## ...a stabilizować ją powinny podwyższone wydatki gospodarstw domowych...

- W II poł. br. silnie pozytywnie na wyniki gospodarki wpływać będzie solidny wzrost spożycia gospodarstw domowych w warunkach dynamicznego wzrostu dochodów. W III kw. br. wartość subidneksu koniunktury wśród konsumentów dot. skłonności do dokonywania ważnych zakupów wzrosła do kolejnego maksimum, co zapowiada utrzymanie podwyższonej dynamiki konsumpcji, która wyraźnie przyspieszyła w II kw. br.
- Jak już wielokrotnie wskazywaliśmy, ten efekt stymulujący konsumpcję prywatną w większym stopniu będzie wynikał z wzrostu transferów społecznych (których kumulacja nastąpiła w połowie br.) niż dalszego wzrostu dochodów z pracy najemnej.
- Przy zakładanym wolniejszym tempie wzrostu zatrudnienia oczekujemy wolniejszego wzrostu dochodów z tytułu pracy najemnej, pomimo utrzymania wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń. Z drugiej strony obniżka podatku PIT oraz wyższe koszty uzyskania przychodu będą podwyższać dochody do dyspozycji gospodarstw domowych.
- Zakładając, że w 2020 r. utrzymana zostanie dotychczasowa wartość transferów społecznych, wyższe statystyczne bazy odniesienia pod koniec roku poskutkują w tym okresie silniejszym obniżeniem dynamiki konsumpcji. Ponadto, siłę nabywczą dochodów będzie silniej ograniczał wzrost inflacji CPI. Z tego względu w II poł. 2020 r. oczekujemy spowolnienia dynamiki spożycia gospodarstw domowych poniżej 4,0% r/r.
- Zakładamy także, że skala wzrostu dynamiki spożycia gospodarstw domowych z tytułu wypłat świadczeń rodzinnych będzie nieco łagodniejsza wobec sytuacji z 2017 r. (po uruchomieniu programu „Rodzina 500+”). Biorąc pod uwagę wciąż bardzo niskie poziomy stopy oszczędności gospodarstw domowych oraz uruchomienie programu PPK oczekujemy większej skali przyrostu oszczędności.

### W najbliższych kwartałach perspektywa utrzymania podwyższonej dynamiki spożycia konsumpcji prywatnej



### przy wysokiej skali transferów społecznych podbijających dochody gospodarstw domowych

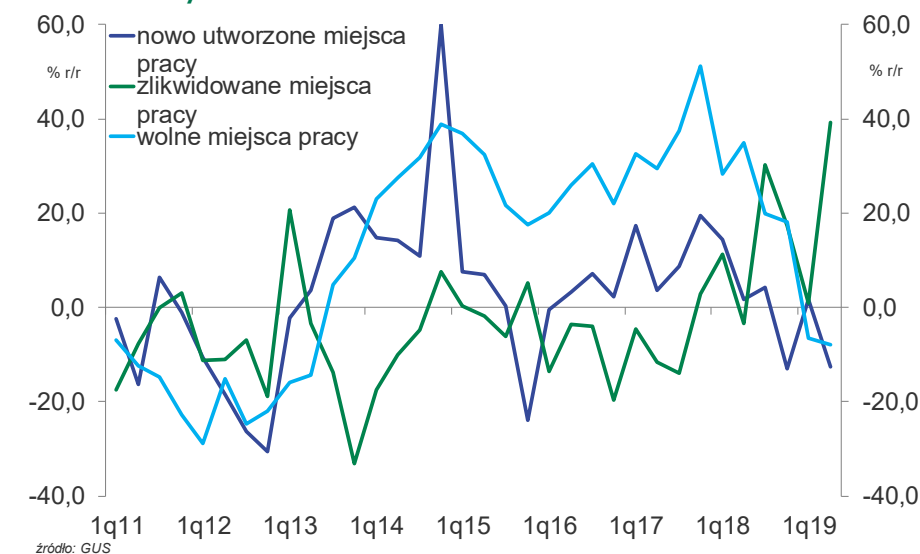




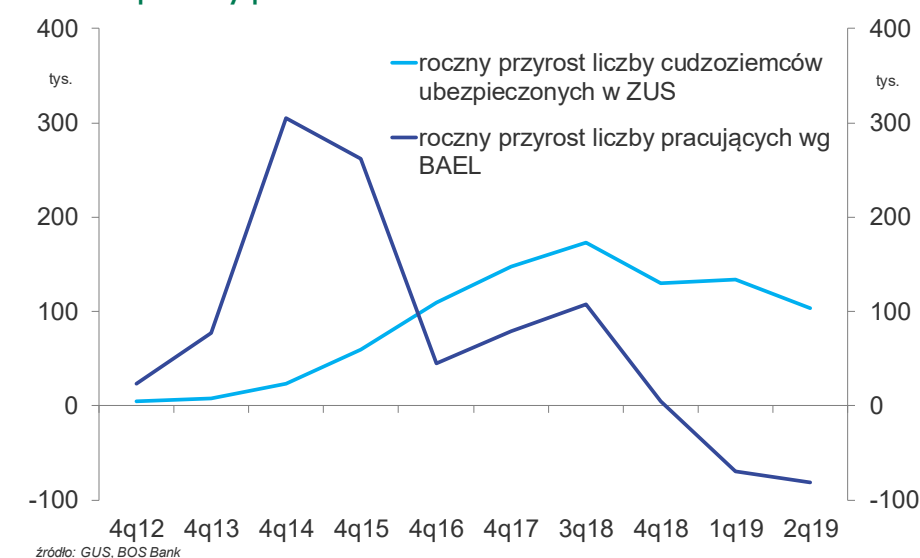
## ...pomimo lekkiego wychłodzenia koniunktury na rynku pracy

- Obniżające się tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i w gospodarce narodowej w połączeniu z wyraźnie słabszymi wskaźnikami popytu na pracę wskazują na pewne osłabienie dotychczas bardzo silnej sytuacji na rynku pracy. W warunkach wolniejszego wzrostu popytu (gł. zewnętrznego), ale także rosnących kosztów pracy i trudności z pozyskaniem pracowników, firmy decydowały o wolniejszym tworzeniu nowych miejsc pracy.
- Jednocześnie jednak, zakładając brak scenariusza recesji w gospodarce globalnej, nie oczekujemy w kolejnych kwartałach ujemnej dynamiki zatrudnienia, czy też silnego wzrostu stopy bezrobocia tj. silnego cyklicznego spowolnienia koniunktury na rynku pracy.
- Poza czynnikami cyklicznymi, utrzymujące się wyzwania po stronie podaży pracy skłaniają do założenia, że podwyższone tempo wzrostu wynagrodzeń w kolejnych kwartałach utrzyma się. Dodatkowo, zapowiedziana wysoka (15-procentowa) podwyżka płacy minimalnej w 2020 r. także wskazuje na utrzymanie w 2020 r. wyższego tempa wzrostu płac pomimo wolniejszej poprawy popytu na pracę. W większym stopniu te efekty przekładają się na średniokresowe ryzyka niższego tempa wzrostu zatrudnienia z tytułu wysokiego wzrostu kosztów pracy.
- Średniokresowe wyzwania po stronie podaży pracy i tym samym jej kosztów, pozostaną, poza sytuacją w gospodarce globalnej, głównym czynnikiem ryzyka dla perspektyw krajowej gospodarki. Wzrost wydajności pracy oraz wzrost współczynnika aktywności zawodowej w nadchodzących będą kluczowe dla jego ograniczenia.

### Wskaźniki popytu na pracę wskazują na wychłodzenie koniunktury...



### ...choć wciąż, istotnym wyzwaniem ograniczenia po stronie podaży prac

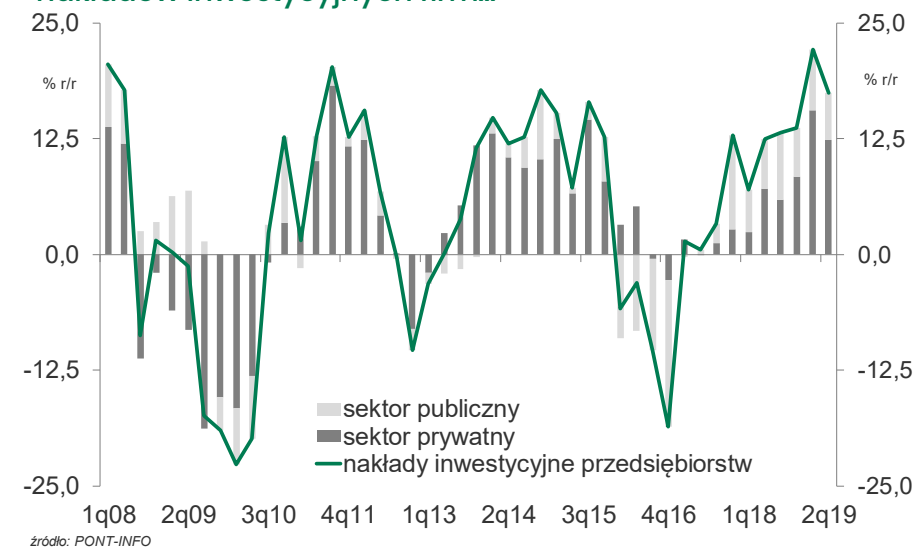




## Oczekiwane stopniowe ograniczenie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw

- Dane dot. nakładów brutto na środki trwałe wg rachunków narodowych, dane GUS dot. nakładów inwestycyjnych największych firm, jak również badania koniunktury NBP dot. planów inwestycyjnych firm wspierają prognozę stopniowego obniżenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw po jej dynamicznym wzroście z początkiem br.
- W warunkach słabnącego popytu i rosnącej niepewności co sytuacji zewnętrznej, firmy będą zapewne ostrożniej decydować o wzroście zaangażowania inwestycyjnego, stąd w perspektywie kolejnych kwartałów oczekujemy systematycznego obniżenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw.
- Z drugiej strony podtrzymujemy ocenę jedynie ograniczonej skali spowolnienia popytu, co powinno w 2019 r. utrzymywać dynamikę wzrostu inwestycji przedsiębiorstw powyżej poziomów notowanych przed 2018 r.
- Na taką ocenę wpływają: - wciąż wysoka skala wykorzystania mocy wytwórczych (z zastrzeżeniem, że taka sytuacja będzie utrzymywać się jedynie w scenariuszu ograniczonej skali spowolnienia popytu), - konieczne podjęcie działań w kierunku wzrostu wydajności pracy, co może zachęcać do podejmowania inwestycji w celu zwiększenia wydajności pracy, - cykl wykorzystania środków UE na dofinansowanie wydatków inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw, - wysokie potrzeby inwestycyjne w spółkach sektora publicznego (głównie w energetyce), - perspektywa utrzymania niskiego kosztu kredytu w gospodarce (efekt niskich stóp procentowych).

### Po silnym wybiciu z początkiem br. lekkie hamowanie nakładów inwestycyjnych firm...



### ...i deklaracje przedsiębiorstw dalszego ograniczenia ich wzrostu



\* dane oczyszczone z sezonowości - szacunki własne  
źródło: NBP, BOŚ Bank



## Prognozujemy w II poł. br. obniżenie dynamiki PKB w kierunku 4,0% r/r oraz poniżej tego poziomu w 2020 r.

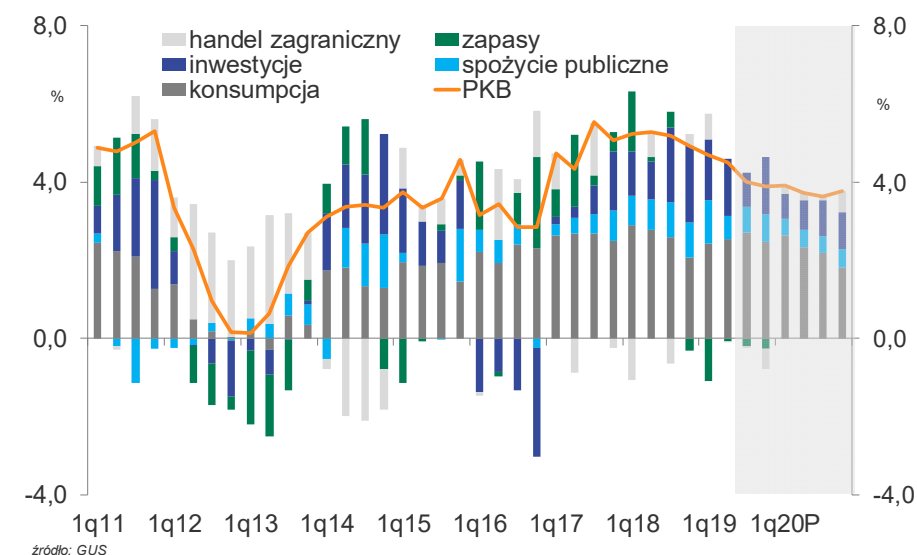
- Zakładając utrzymanie wolniejszego wzrostu eksportu, inwestycji publicznych, jak również stopniowe spowolnienie dynamiki inwestycji firm, oczekujemy systematycznego obniżenia dynamiki wzrostu PKB w horyzoncie 2020 r.
- W nadchodzących kwartałach wciąż silnie pozytywnie na aktywność gospodarczą wpływać będzie spożycie gospodarstw domowych, ten efekt będzie stopniowo wygasał pod koniec 2020 r. Jednocześnie, zakładając stabilizowanie się sytuacji w gospodarce globalnej sądzimy, że wygaśnięcie wpływu impulsu fiskalnego w tym okresie nie skutkuje silnym pogłębieniem spowolnienia, a raczej stabilizowania się dynamiki wzrostu gospodarczego na niższym poziomie.
- Korekta scenariusza zewnętrznego w ograniczonym stopniu wpłynęła póki co na nasze prognozy dot. koniunktury krajowej gospodarki z uwagi na korektę w górę prognozy popytu krajowego w średnim okresie (m.in. zapowiedź trwałego mechanizmu wypłaty tzw. 13-tej emerytury).
- Jednocześnie wygasanie impulsu fiskalnego, przy utrzymującym się podwyższonym ryzyku sytuacji zewnętrznej, przekłada się na zmianę bilansu ryzyka dla prognozy bazowej, tj. jako wyższe oceniamy obecnie ryzyko niższej dynamiki PKB wobec scenariusza bazowego w porównaniu z prawdopodobieństwem pozytywnej niespodzianki.

### Dynamika PKB i struktura wzrostu

dynamika wzrostu	2q19	3q19P	4q19P	1q20P	2019P	2020P	
<b>PKB</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	
popyt krajowy	4,8	4,0	4,3	3,7	4,3	3,6	
spożycie gospodarstw domowych	4,4	4,6	4,3	4,2	4,3	3,9	
spożycie publiczne	% r/r	3,4	3,5	3,0	2,0	4,0	2,4
inwestycje	9,0	5,1	6,2	4,7	7,5	4,4	
eksport	3,9	5,5	5,9	6,4	5,3	6,6	
import	4,3	5,6	6,6	6,4	5,4	6,5	
<b>kontrybucja składowych we wzrost PKB</b>							
spożycie gospodarstw domowych	2,6	2,7	2,5	2,6	2,7	2,2	
spożycie publiczne	0,6	0,7	0,7	0,3	0,8	0,4	
inwestycje	1,5	0,9	1,5	0,6	1,3	0,8	
przedsiębiorstw*	pkt.	1,0	0,4	0,6	0,4	0,7	0,5
mieszkańcowe*	proc.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
publiczne*		0,3	0,2	0,4	0,1	0,3	0,2
zapasy	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	0,0	
eksport netto	0,0	-0,1	-0,5	0,2	-0,2	0,3	

\* szacunki własne, źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

### W II poł. 2019 r. oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB







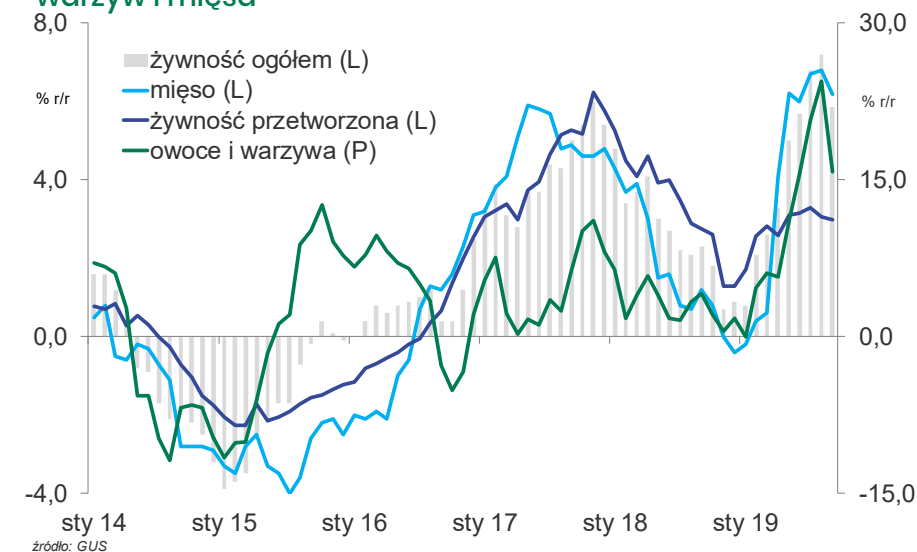
## W III kw. br. inflacja CPI powyżej 2,5% r/r

- Po skokowym wzroście inflacji w II kw. w kierunku 2,5% r/r, w III kw. inflacja CPI dalej rosta, przekraczając poziom celu inflacyjnego NBP.
- W dalszym ciągu w III kw. notowano systematyczny wzrost inflacji bazowej, w tym inflacji bazowej po wykluczeniu dóbr i usług o wysokim wpływie decyzji administrowanych na ceny, jak również samych cen administrowanych (np. opłaty za wywóz śmieci).
- W III kw. odnotowano także jeszcze wzrost rocznego indeksu cen żywności. W okresie lipiec – wrzesień utrzymywały się podwyższone ceny mięsa (w II kw. skokowy ich wzrost po informacjach o rozpoznaniu ASF w Chinach i silnym ograniczeniu podaży mięsa wieprzowego), co skutkowało utrzymaniem wysokiego rocznego indeksu cen.
- W tym okresie silniej rosły jeszcze indeksy cen owoców i warzyw. W przypadku owoców bardzo niskie bazy odniesienia skutkowały już od dawna oczekiwanym wzrostem rocznego indeksu cen, w przypadku cen warzyw, na ten wzrost w większym stopniu wpływały efekty bieżące.
- Niskie opady i wysokie temperatury w okresie letnim poskutkowały skokowym wzrostem cen warzyw w połowie roku. Tym samym, pomimo bardzo wysokich baz odniesienia, dynamika ceny warzyw w trakcie III kw. przekroczyła 30% r/r.

### W III kw. br. wzrost inflacji CPI powyżej celu inflacyjnego po raz pierwszy od ponad 6 lat



### Dalsze wzrosty rocznego indeksu cen żywności, głównie warzyw i mięsa

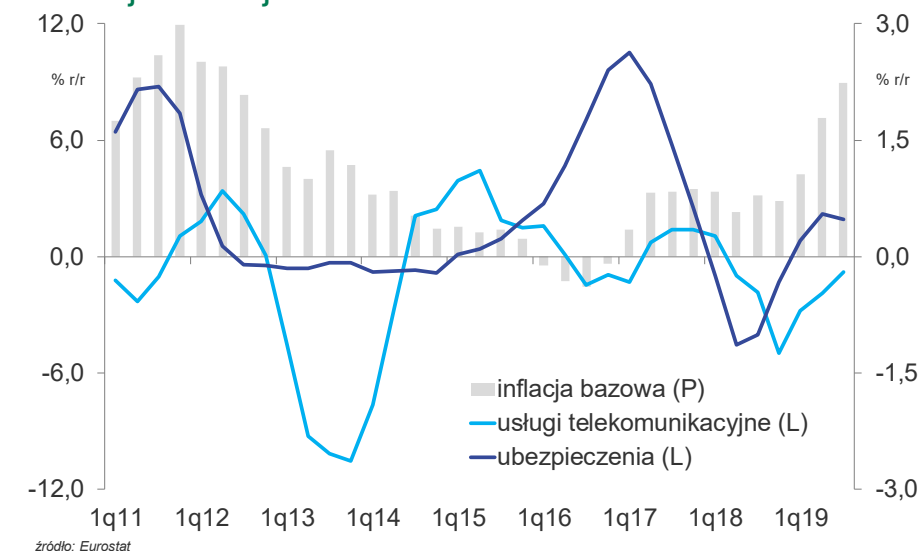




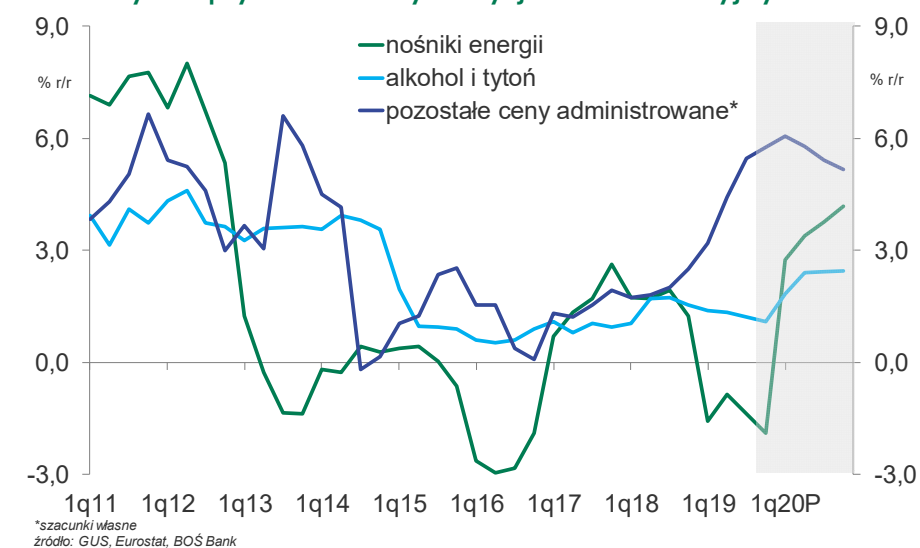
## Kontynuacja silnego wzrostu inflacji bazowej na przełomie 2019 i 2020 r.

- Solidny wzrost inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii oraz cen o istotnym wpływie decyzji administracyjnych to w części efekt kontynuacji (obserwowanego już od kilku kwartałów) wzrostu cen z tytułu efektów cyklicznych, ale także w coraz większym stopniu efekt silnego przyspieszenia dynamiki cen w kilku kategoriach, które w 2018 r. hamowały wzrost tego indeksu, pomimo sprzyjających warunków makroekonomicznych (usługi telekomunikacyjne, ubezpieczenia, podróże zagraniczne).
- Te efekty odreagowania wcześniejszych spadków, będą nadal silnie podwyższać inflację w IV kw. 2019 r., przy bardzo niskich bazach odniesienia w usługach telekomunikacyjnych (pod koniec 2018 r. znacząco obniżki cen w telefonii komórkowej).
- Na inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii w ostatnich miesiącach silniej wpływają także bardzo wysokie wzrosty cen w tych kategoriach dóbr i usług, które podlegają silnym wpływom decyzji administracyjnych. Najsilniejszy wzrost cen dotyczy opłat za wywóz śmieci, niemniej w wielu kategoriach, indeksy cen kształtują się na wyższym poziomie w porównaniu do lat minionych, na co zapewne także wpływają efekty rosnących kosztów oraz relatywnie łatwego ich „przerzucania” na konsumentów (w warunkach korzystnej ich sytuacji dochodowej).
- Przy kontynuacji podwyżek cen odbioru śmieci, zapowiedzi podwyżki akcyzy na alkohol i tytoń oraz utrzymującego się efektu podwyższonych kosztów działalności przedsiębiorstw zakładamy, że w 2020 r. dynamika cen towarów i usług administrowanych utrzyma się na podwyższonym poziomie.

### Odreagowanie wzrostów cen w wybranych grupach inflacji bazowej...



### W 2019 i 2020 r. wysoki wskaźnik cen towarów i usług o istotnym wpływie na ceny decyzji administracyjnych





## ...i jej ustabilizowanie się na podwyższonym poziomie w II poł. 2020 r.

- Przy wygasającym z początkiem roku efekcie niskiej bazy odniesienia dla inflacji bazowej, oczekujemy wyhamowania trendu wzrostowego tego indeksu w I poł. 2020 r. oraz lekkiego jego spadku w II poł. 2020 r.
- Stopniowy spadek dynamiki wzrostu popytu, utrzymanie niskiej dynamiki cen importu oraz dotychczasowe tempo wzrostu cen, będą osłabiały przestrzeń do utrzymania bieżącego tempa wzrostu cen. Z drugiej strony indeks CPI po wykluczeniu żywności, energii oraz cen o istotnym wpływie decyzji administracyjnych utrzyma się na wysokim poziomie (w ujęciu historycznym) z uwagi na niegasnące wyzwania po stronie kosztowej przedsiębiorstw (wciąż wysokie tempo wzrostu kosztów pracy, wzrost cen energii).
- Powyższe prognozy są obarczone bardzo wysokim ryzykiem z uwagi na z jednej strony kumulację efektów kosztowych (zapowiedzi systematycznego wzrostu stawki płacy minimalnej, rosnące ceny energii, wyższe obciążenia firm z tytułu PPK), z drugiej stopniowo odwracający się trend w sferze realnej gospodarki i dotychczasową, bardzo rzadko spotykaną skalę wzrostu tych cen.
- Biorąc pod uwagę, że część dodatkowych kosztów przedsiębiorstw będzie przekładać się – przynajmniej w krótkim okresie – na wzrost dochodów gospodarstw domowych, można oceniać jako wyższe ryzyko silniejszego wzrostu cen niż niższego indeksu wobec prognozy bazowej.

### Na przełomie roku okresowy wzrost inflacji bazowej w kierunku 3,0% r/r



### Efekty makroekonomiczne wskazują na utrzymanie podwyższonej dynamiki inflacji bazowej

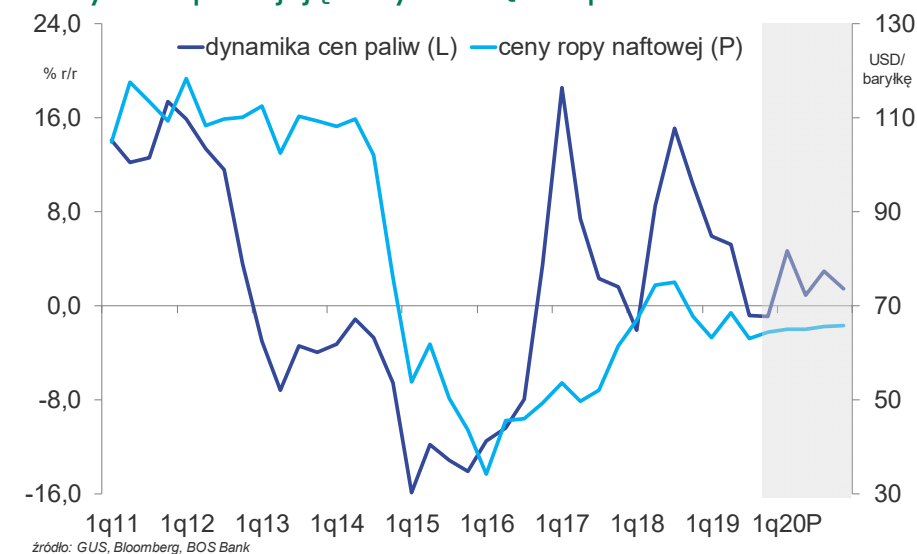




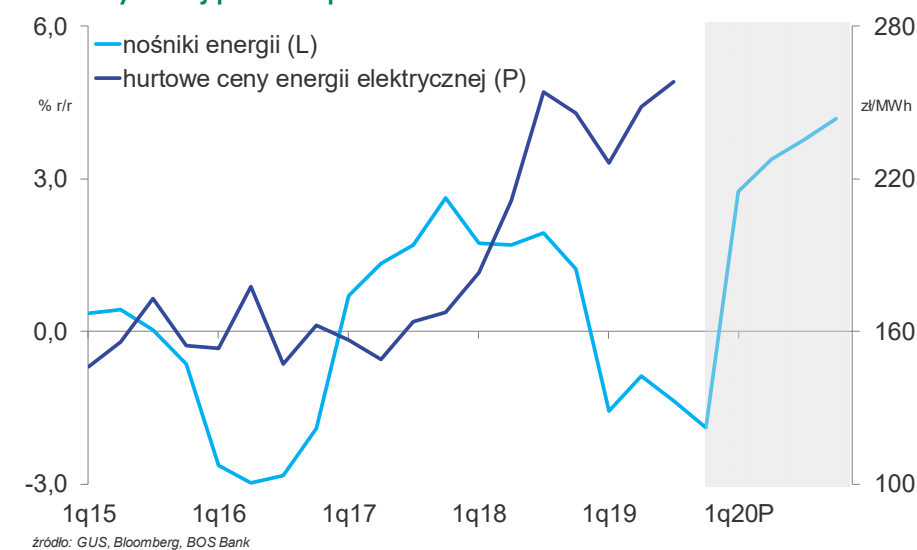
## Z początkiem 2020 r. zakładany wzrost cen energii

- W 2020 r. oczekujemy wzrostu kontrybucji cen energii we wzrost wskaźnika CPI.
- W mniejszym stopniu ten wzrost kontrybucji będzie efektem wyższej dynamiki cen paliw. Choć oczekujemy niewielkich zmian cen ropy naftowej w kolejnych kwartałach, to zmiana efektów bazy odniesienia wpłynie na wyższe roczne dynamiki cen paliw, po tym jak w II poł. br. ta kategoria ograniczała wzrost inflacji CPI
- Większe znaczenie będą miały natomiast ceny energii elektrycznej. Pomimo dynamicznego wzrostu cen hurtowych energii elektrycznej od 2018 r., w 2019 r. ceny energii elektrycznej nie wzrosły, a wręcz obniżyły się (ostateczne utrzymanie niezmiennych cen sprzedaży energii zgodnie z decyzją URE, jednocześnie obniżenie stawki akcyzy na prąd oraz obniżenie do zera opłaty przejściowej).
- Trudno zakładać, aby w warunkach utrzymujących się wysokich cen na rynku hurtowym, w 2020 r. ceny energii dla odbiorców indywidualnych nie wzrosły. Wg założeń ustawy budżetowej na 2020 r. niższa stawka akcyzy na prąd zostanie utrzymana. Zakładamy natomiast wzrost opłat w obszarze dystrybucji energii elektrycznej w 2020 r. W naszej prognozie inflacji przyjęliśmy założenie o wzroście cen energii elektrycznej o 4,0% w skali całego 2020 r. Jeśli taka skala podwyżki cen wejdzie w życie wzrost kontrybucji cen energii we wzrost inflacji CPI.
- Więcej informacji dot. potencjalnych zmian cen energii elektrycznej będą zapewne napływać do końca roku (informacje dot. skali wnioskowanych przez firmy podwyżek, komentarze i decyzje prezesa Urzędu Regulacji Energetyki.)

Nawet przy stabilizowaniu się cen ropy naftowej, efekty bazy lekko podbijające dynamikę cen paliw w 2020 r....



W 2020 r. zakładany umiarkowany wzrost cen energii elektrycznej po ich spadku w 2019 r.

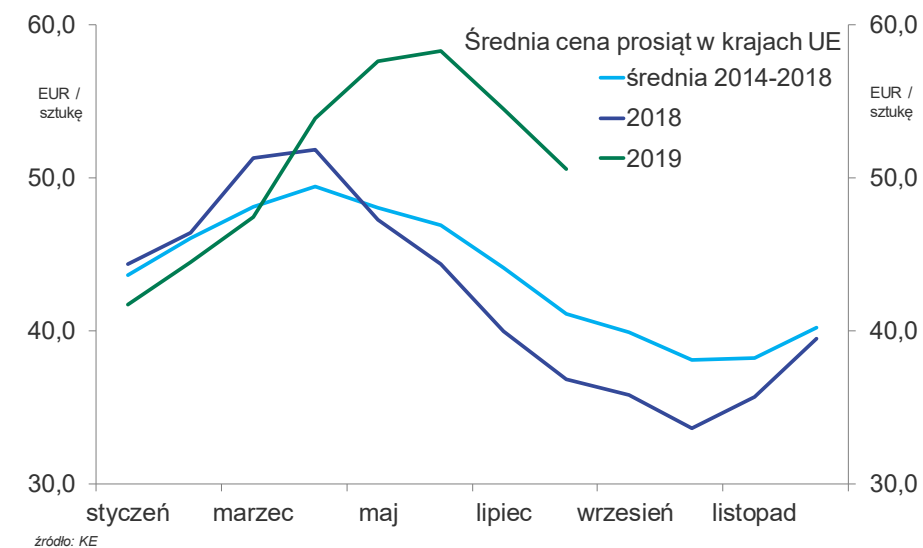




## Ceny żywności, po wybiciu w 2019 r., powinny w 2020 r. obniżać inflację

- Kategorią, która w trakcie 2020 r. powinna obniżać wskaźnik inflacji CPI są ceny żywności, które z kolei mocno stymulowały wzrost indeksu w br. Solidnego spadku dynamiki cen żywności oczekujemy od II kw. 2020 r.
- Bieżące dane dot. cen surowcowych na rynku wieprzowiny wskazują na utrzymanie bardzo wysokich poziomów, niemniej przy już przy wyhamowaniu wzrostu cen. Jeżeli taka sytuacja utrzyma się, a w średnim okresie lekka poprawa wskaźników podaży powinna sprzyjać takim oczekiwaniom, same efekty bazy poskutkują skokowym spadkiem dynamiki cen mięsa. Oczywiście założeniem powyższej prognozy jest brak nowych informacji dot. ewentualnego dalszego rozprzestrzeniania się choroby, lub większej skali strat podażowych wobec dotychczasowych informacji.
- Bardzo silnego spadku dynamiki można także oczekiwać w przypadku cen warzyw, oczywiście przy założeniu braku wystąpienia szoków pogodowych w kolejnym roku z rzędu.
- W przypadku cen żywności przetworzonej oczekujemy minimalnego obniżenia dynamiki cen, przy generalnie lekkim spadku indeksu cen żywności na rynku globalnym. Choć poszczególne indeksy cen wskazują na różne kierunki zmian (spadki cen zbóż, lekkie wzrosty cen nabiału), niemniej bez wyraźnego trendu wzrostowego lub spadkowego netto. Nadal jednak dużym wyzwaniem jest wyższa zmienność cen surowców np. w reakcji na niestabilną sytuację w globalnym handlu.
- Sądzymy natomiast, że skalę spadku rocznej dynamiki cen żywności, przy stabilizującej się sytuacji surowcowej, będą ograniczać utrzymujące się podwyższone koszty działalności, w tym koszty pracy oraz energii zarówno w przetwórstwie jak i w handlu.

### Utrzymujące się bardzo wysokie ceny wieprzowiny w br.



### Potencjał do solidnego spadku dynamiki cen warzyw po ich dynamicznych wzrostach w I. 2018-2019





## Do I kw. 2020 r. solidne wzrosty inflacji CPI, w trakcie roku stopniowy spadek indeksu

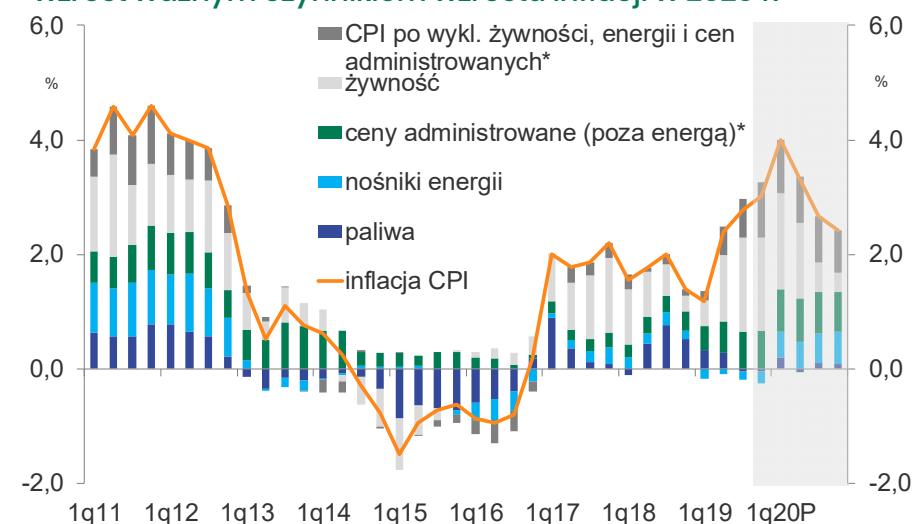
- W IV kw. br. oczekujemy wzrostu inflacji CPI powyżej 3,0% r/r oraz dalszego jej przyspieszenia w I kw. 2020 r. w kierunku 4,0% r/r. Ten wzrost będzie efektem kontynuacji wzrostu inflacji bazowej, utrzymania podwyższonej dynamiki cen żywności oraz wzrostu cen nośników energii, którego oczekujemy w I kw. 2020 r.
- Od II kw. 2020 r. oczekujemy obniżania wskaźnika inflacji CPI w kierunku 2,5% r/r na koniec roku, na co z kolei wpływać powinno ograniczenie tzw. cyklicznego wzrostu inflacji bazowej oraz solidne korekty wskaźników cen żywności.
- Bilans ryzyka dla inflacji w średnim okresie uważamy za przesunięty w kierunku silniejszego wzrostu cen, biorąc pod uwagę utrzymujący się silny trend wzrostu kosztów działalności przedsiębiorstw, przy wciąż niezłej sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.
- Jednocześnie istotny wpływ na ścieżkę inflacji będzie miała ostateczna skala zmian cen energii elektrycznej w 2020 r. Gdyby ostatecznie zdecydowano o utrzymaniu niezmiennych cen energii kolejny rok z rzędu, ścieżka inflacji CPI ukształtowałaby się na poziomie niższym o 0,15 pkt proc. wobec naszego scenariusza bazowego. O tyle samo wzrosłaby ścieżka inflacji, gdyby w 2020 r. wzrost cen energii elektrycznej był taki sam jak spadek cen w 2019 r.

### Inflacja CPI i składowe

dynamika wzrostu	3q19	4q19P	1q20P	2q20P	2019P	2020P
<b>CPI</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>
żywność i napoje bezalkoholowe	6,7	6,5	6,7	5,4	4,9	3,9
alkohol i wyroby tytoniowe	1,2	1,1	1,9	2,5	1,3	2,3
paliwa	-0,7	-0,5	3,9	-0,9	2,5	1,6
nośniki energii	-1,4	-1,8	2,8	3,4	-1,4	3,5
pozostałe ceny administrowane*	5,5	5,8	6,2	6,0	4,7	5,9
CPI po wykluczeniu żywności, energii, alkoholu i wyr. i innych cen administrowanych*	1,6	2,3	2,2	2,0	1,4	2,0
<b>inflacja bazowa po wykl. żywności i energii</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>

\*szacunki własne, źródło: GUS, BOS Bank

### Po obniżce cen energii z początku 2019 r. zakładany ich wzrost ważnym czynnikiem wzrostu inflacji w 2020 r.



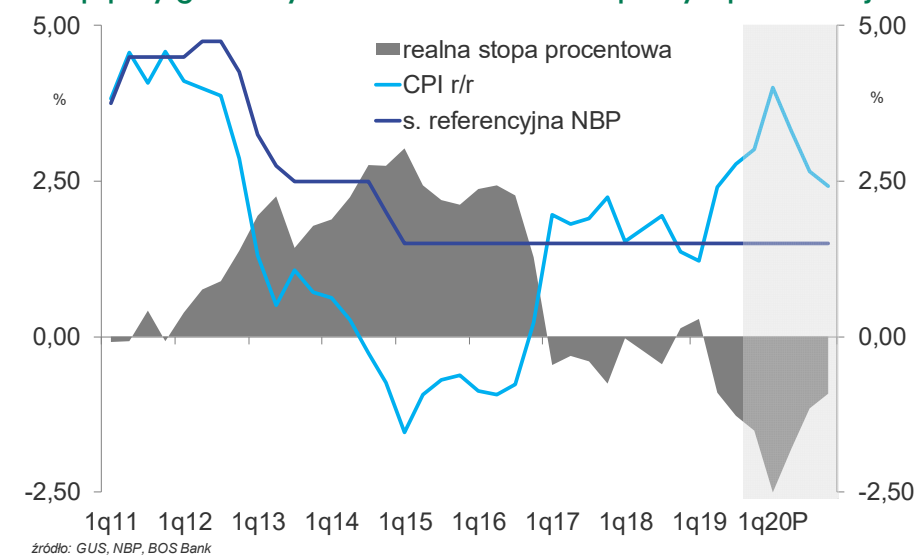
\*szacunki własne  
źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank



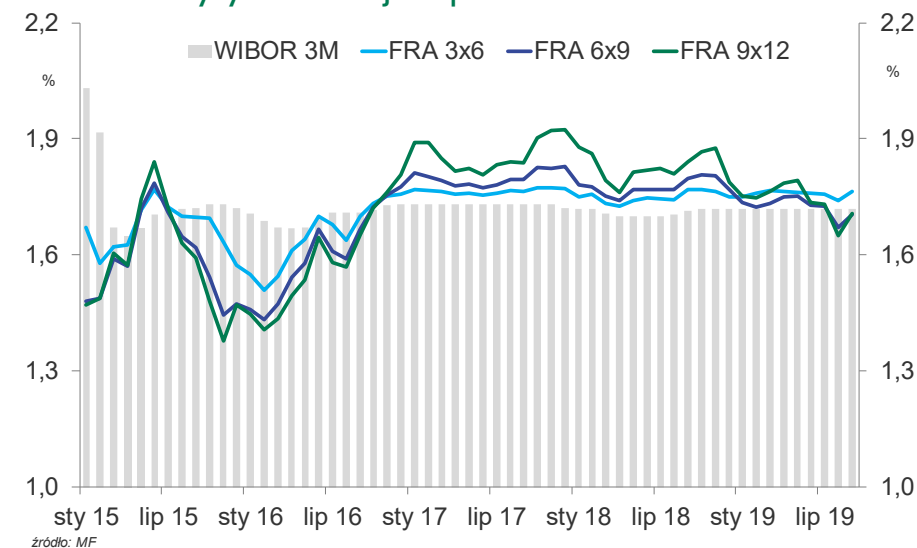
## Prognoza stabilnych stóp procentowych przy założeniu okresowego wzrostu inflacji oraz niższego tempa wzrostu gospodarczego

- Rada Polityki Pieniężnej w III kw. pozostawiła na niezmiennym poziomie stopy procentowe, w tym główną stopę repo na poziomie 1,5% r/r.
- W komunikacie oraz w wypowiedziach prezesa NBP podczas konferencji prasowych podtrzymana została retoryka wskazująca na oczekiwaną przez większość członków stabilizację stóp procentowych.
- Pomimo już powszechnych oczekiwań wzrostu inflacji w I kw. 2020 r. w kierunku 4,0% r/r, oczekujemy utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych w miesiącach kolejnych, z uwagi na prognozę jej obniżenia w trakcie 2020 r. a przede wszystkim obserwowane i oczekiwane dalsze osłabienie wzrostu gospodarczego jak również dominujące na świecie decyzje banków centralnych o luzowaniu polityki pieniężnej.
- Wydaje się, że obecnie perspektywa zaostrzenia polityki pieniężnej odsuwa się silnie w czasie przynajmniej do momentu rozpoczęcia tego zaostrzenia przez EBC, o ile wcześniej RPP nie będzie więcej uwagi poświęcać głębiej ujemnych realnych stóp procentowych.
- W warunkach ograniczonej skali spowolnienia gospodarki nie sądzimy natomiast, aby Rada zdecydowała się na redukcję stóp procentowych. Biorąc pod uwagę wyższy poziom wskaźnika inflacji, nieco słabsze notowania złotego i bieżący bardzo niski poziom stóp procentowych, jedynie gwałtowne osłabienie koniunktury skłoniłoby RPP do łagodzenia polityki pieniężnej.

### Pomimo wzrostu inflacji, niskie prawdopodobne podwyżki stop przy globalnym trendzie luzowania polityki pieniężnej



### Przy założeniu ograniczonej skali spowolnienia także niewielkie ryzyko redukcji stóp

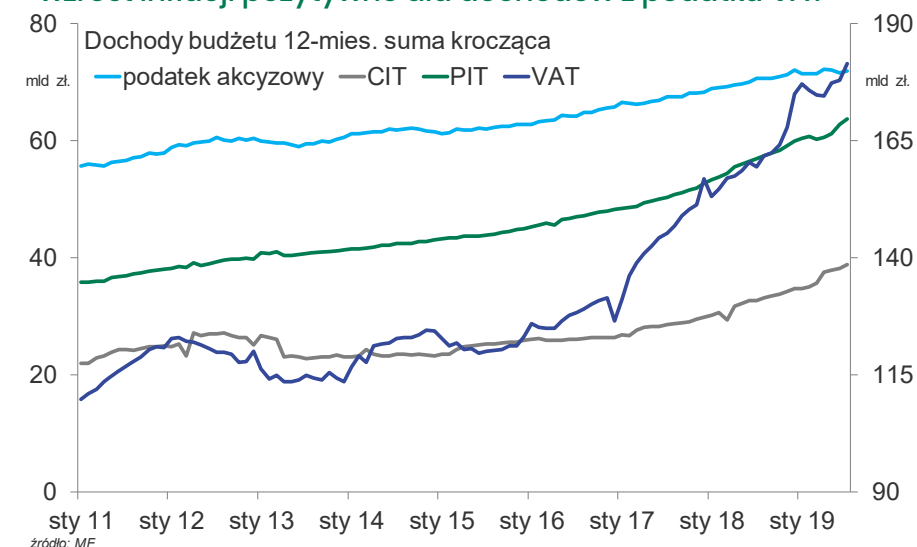




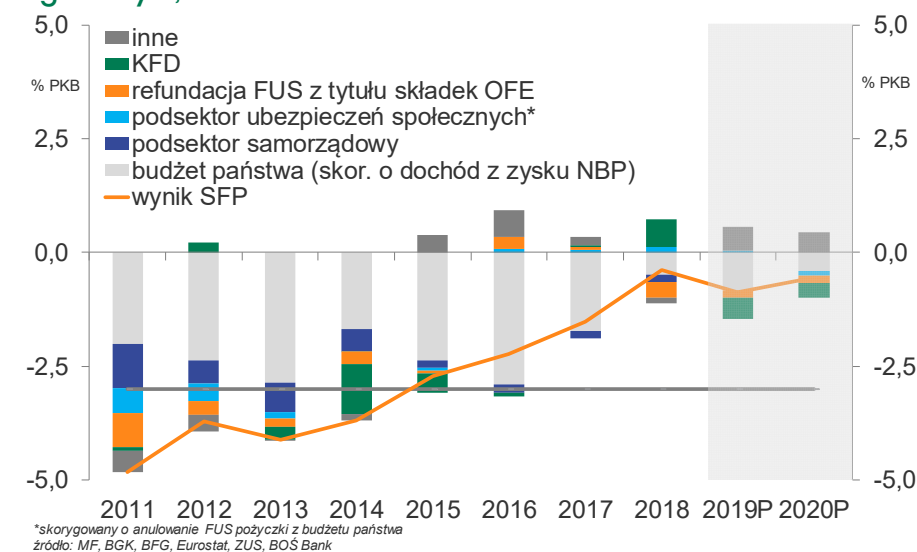
## Deficyt SFP daleko od granicy 3,0% PKB w I. 2019–2020

- Wyższa dynamika wzrostu spożycia gospodarstw domowych – w szczególności w ujęciu nominalnym (skokowy wzrost inflacji CPI) sprzyjała w połowie br. ponownemu przyspieszeniu wzrostu dochodów z podatku VAT.
- Ten efekt, obok solidnych wzrostów dochodów z podatku PIT i CIT daje przestrzeń do wykonania deficytu w br. na dużo niższym (ponad 5 mld zł.) poziomie wobec poziomu zakładanego w ustawie budżetowej. Nie można także wykluczyć, że pod koniec roku dojdzie do przesunięcia dochodów z podatku VAT (przyspieszenie zwrotów) skutkującego podwyższeniem wartości deficytu w 2019 r., co ułatwiłoby osiągnięcie zrównoważonego budżetu w 2020 r.
- W projekcie budżetu państwa na 2020 r. założono zrównoważenie budżetu centralnego, przy zakładanych dochodach i wydatkach budżetu na poziomie 429,5 mld zł. Przedstawione w założeniach ustawy budżetowej na 2020 r. szacunki dochodów oceniamy jako dość optymistyczne (choć nie nierealne). Biorąc pod uwagę nasze założenia makroekonomiczne, jak również założenia po stronie dochodowej oczekiwaliśmy niewielkiego deficytu budżetu (ok. 5 mld zł.) zakładając zrealizowanie dodatkowych, ujętych w projekcie dochodów.
- Tym samym, biorąc pod uwagę powyższe założenia dot. ścieżki dochodów z tytułu VAT, potencjalne silniejsze ograniczenie dotacji dla FUS osiągnięcie zrównoważonego budżetu jest scenariuszem realnym. Taki scenariusz jest realistyczny, aczkolwiek nie jest to plan ostrożnościowy (niska odporność np. na silniejsze spowolnienie wzrostu gospodarczego).
- Niezależnie od ostatecznego wyniku budżetu, wciąż solidne tempo wzrostu gospodarczego, utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń podbijające nie tylko przychody budżetu ale także FUS, ograniczenie kumulacji przedwyborczych wydatków zarówno na szczeblu centralnym jak i lokalnym oraz dochody jednorazowe, powinny stabilizować wynik SFP w 2020 r. poniżej 1% PKB, tj. wyraźnie poniżej granicy 3,0% PKB.

### Przyspieszenie wydatków gospodarstw domowych i wzrost inflacji pozytywne dla dochodów z podatku VAT



### Deficyt SFP w perspektywie 2020 r. wyraźnie poniżej granicy 3,0% PKB



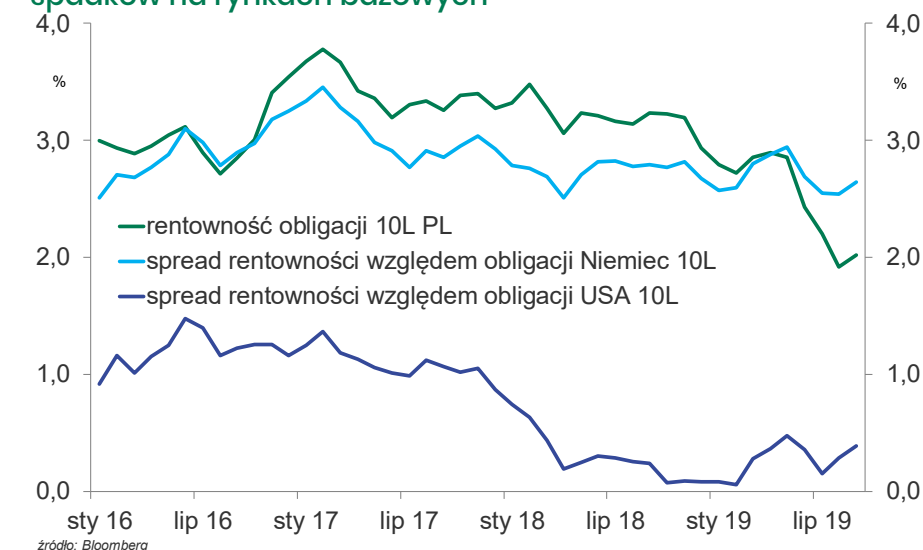




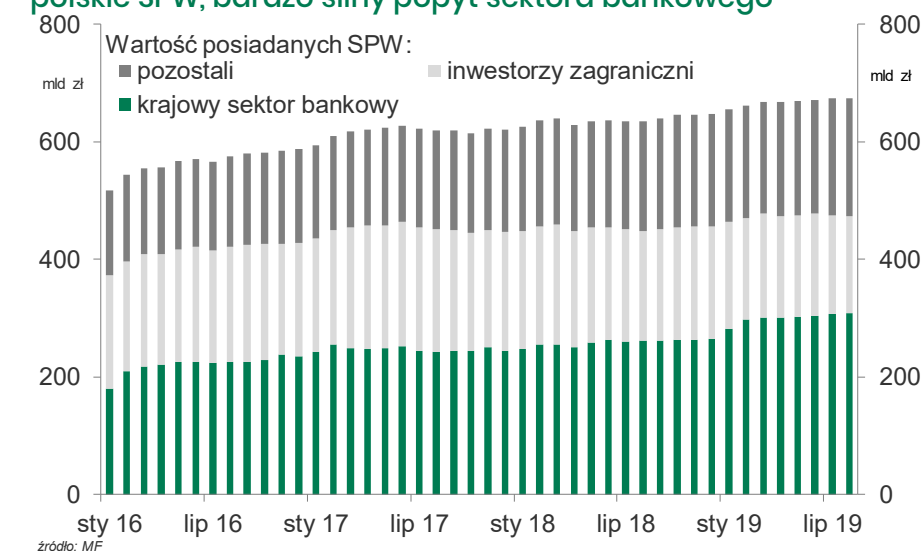
## Dalszy spadek i kolejna korekta w dół prognozy rentowności obligacji skarbowych

- W III kw. br. na krajowym rynku SPW dominowały spadki rentowności, w szczególności na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Rentowności polskich obligacji obniżały się w ślad za papierami na rynkach bazowych.
- W okresach wzrostu napięć na rynkach globalnych notowano wyraźny wzrost spreadów rentowności obligacji krajowych wobec ich odpowiedników na rynkach bazowych, niemniej przy wciąż dość korzystnych relacjach podaży i popytu na krajowym rynku SPW spready utrzymywały się na generalnie niskim poziomie. W III kw. ponownie ograniczenie zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji, miało minimalny wpływ na ceny papierów, z uwagi na utrzymujący się podwyższony popyt sektora bankowego.
- Zakładając, że rentowności polskich obligacji cały czas będą podążać za papierami na rynkach bazowych, oczekujemy w średnim okresie lekkiego ich wzrostu. Jednocześnie jednak obniżamy skalę prognozowanego wzrostu w warunkach głębszych, strukturalnych dostosowań w zakresie ceny długoterminowego finansowania na rynku globalnym.
- W dalszym ciągu uważamy natomiast, że w scenariuszu alternatywnym – silnego spowolnienia gospodarczego, pomimo spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych mogłoby dojść do silniejszego wzrostu rentowności krajowych w warunkach nasilenia odpływu kapitału zagranicznego.
- Przy bardziej sprzyjającym finansom publicznym scenariuszu makroekonomicznym (konsumpcja prywatna, inflacja) w br. oraz prawdopodobnym przesuwaniu dochodów pomiędzy 2019 i 2020 r. i zmianach po stronie dochodowej, nie oczekujemy wyraźnego efektu wzrostu podaży krajowych SPW w nadchodzących kwartałach, przy założeniu materializacji scenariusza ograniczonej skali spowolnienia krajowej gospodarki.

Silny spadek rentowności krajowych SPW pod wpływem spadków na rynkach bazowych



W 2019 r. niższy popyt inwestorów zagranicznych na polskie SPW, bardzo silny popyt sektora bankowego



## Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>1.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>	<b>4.9</b>	<b>5.1</b>	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>
Popyt krajowy	% r/r	-0.6	4.8	3.3	2.3	4.9	5.5	4.3	3.6
Spożycie indywidualne	% r/r	0.3	2.6	3.0	3.9	4.5	4.5	4.3	3.9
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1.1	10.0	6.1	-8.2	4.0	8.7	7.5	4.4
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	2.0	-1.3	0.6	0.8	0.3	-0.2	-0.2	0.3
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1656.9	1720.4	1800.2	1861.1	1989.3	2115.7	2270.5	2429.0
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-1.3	-2.1	-0.6	-0.5	0.1	-1.0	0.1	0.4
	mld EUR	-5.0	-8.5	-2.4	-2.2	0.3	-5.0	0.7	2.1
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15.7	16.5	13.0	10.0	11.1	15.7	16.5	16.3
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>13.5</b>	<b>12.3</b>	<b>10.5</b>	<b>8.9</b>	<b>7.3</b>	<b>6.1</b>	<b>5.4</b>	<b>5.1</b>
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1.1	0.2	0.9	2.3	3.3	2.6	2.3	1.3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3.4	3.6	3.3	3.8	5.3	7.2	7.0	6.7
	% r/r, real.	2.5	3.6	4.3	4.4	3.2	5.4	4.5	3.6
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.	<b>0.9</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>	<b>2.4</b>	<b>3.0</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	1.2	0.6	0.3	-0.2	0.7	0.7	1.9	2.6
Depozyty ogółem	% r/r	5.7	9.3	7.4	9.4	4.2	9.1	7.7	5.2
Kredyty ogółem	% r/r	3.7	6.8	6.9	4.9	3.8	7.2	5.8	5.2
<b>Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)</b>	% PKB	<b>-4.1</b>	<b>-3.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.5</b>
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	55.7	50.4	51.3	54.2	50.6	48.9	46.1	43.1
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>2.50</b>	<b>2.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	4.00	3.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	1.00	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
WIBOR 3M	%, k.o.	2.71	2.06	1.72	1.73	1.72	1.72	1.72	1.72
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	2.99	1.78	1.56	2.01	1.69	1.33	1.55	1.65
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	3.77	2.13	2.21	2.87	2.66	2.13	1.85	2.10
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>4.32</b>	<b>2.51</b>	<b>2.94</b>	<b>3.62</b>	<b>3.29</b>	<b>2.81</b>	<b>2.25</b>	<b>2.60</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4.15</b>	<b>4.26</b>	<b>4.26</b>	<b>4.42</b>	<b>4.17</b>	<b>4.30</b>	<b>4.32</b>	<b>4.25</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3.01	3.51	3.90	4.18	3.48	3.76	3.93	3.78
PLN/CHF	PLN, k.o.	3.38	3.54	3.94	4.12	3.57	3.82	3.93	3.81
<b>założenia zewnętrzne</b>		<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
PKB - USA	% r/r	1.8	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.3	1.8
PKB - strefa euro	% r/r	-0.2	1.4	2.0	1.9	2.7	1.9	1.1	0.7
PKB - Chiny	% r/r	-0.2	1.4	2.0	1.9	2.7	1.9	1.1	0.7
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	1.5	1.5	0.2	1.3	2.1	2.4	1.7	1.9
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	1.3	0.3	0.2	0.4	1.4	1.4	1.2	1.2
<b>Stopa funduszy federalnych Fed**</b>	%, k.o.	<b>0.25</b>	<b>0.25</b>	<b>0.50</b>	<b>0.75</b>	<b>1.50</b>	<b>2.50</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	2.10	2.10
Obligacje USA 10L	%, k.o.	3.05	2.18	2.28	2.46	2.42	2.70	1.80	2.00
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>0.25</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0.45	-0.40
Obligacje GER 10L	%, k.o.	1.94	0.54	0.63	0.20	0.42	0.24	-0.50	-0.25
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0.75	-0.75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1.37</b>	<b>1.22</b>	<b>1.09</b>	<b>1.05</b>	<b>1.20</b>	<b>1.15</b>	<b>1.10</b>	<b>1.13</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	108.7	98.9	52.4	43.8	54.3	71.0	64.6	65.4

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

\* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (gt. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

\*\* górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

## Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q19	2q19	3q19P	4q19P	1q20P	2q20P	3q20P	4q20P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>4.7</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>	<b>3.8</b>
Popyt krajowy	% r/r	4.2	4.8	4.0	4.3	3.7	3.7	3.7	3.3
Spżycie indywidualne	% r/r	3.9	4.4	4.6	4.3	4.2	4.0	3.7	3.6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12.6	9.0	5.1	6.2	4.7	4.5	5.1	3.8
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0.5	-0.3	-0.2	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.4
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0.6	-0.4	-0.1	0.1	0.4	0.5	0.4	0.4
	mld EUR	2.1	0.4	-1.2	-0.7	3.7	1.2	-1.8	-0.9
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>5.9</b>	<b>5.3</b>	<b>5.1</b>	<b>5.2</b>	<b>5.3</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	<b>5.0</b>
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7	1.3	1.1	1.0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.1	7.0	7.0	6.8	7.1	7.0	6.6	6.2
	% r/r, real.	5.8	4.5	4.1	3.7	3.1	3.6	3.9	3.8
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, k.o.	<b>1.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	1.4	1.9	2.4	3.0	3.0	2.7	2.6	2.4
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
WIBOR 3M	%, k.o.	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1.68	1.59	1.45	1.55	1.60	1.60	1.60	1.65
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2.21	1.98	1.74	1.85	1.90	2.00	2.10	2.10
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>2.84</b>	<b>2.40</b>	<b>2.01</b>	<b>2.25</b>	<b>2.35</b>	<b>2.45</b>	<b>2.50</b>	<b>2.60</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4.30</b>	<b>4.25</b>	<b>4.37</b>	<b>4.32</b>	<b>4.30</b>	<b>4.29</b>	<b>4.27</b>	<b>4.25</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3.84	3.73	4.00	3.93	3.89	3.86	3.82	3.78
PLN/CHF	PLN, k.o.	3.85	3.83	4.03	3.93	3.90	3.87	3.85	3.81

założenia zewnętrzne		1q19	2q19	3q19P	4q19P	1q20P	2q20P	3q20P	4q20P
PKB - USA	% r/r	2.7	2.3	2.1	2.2	1.8	1.8	1.7	1.8
PKB - strefa euro	% r/r	1.3	1.2	1.0	0.8	0.5	0.5	0.7	0.9
PKB - Chiny	% r/r	6.4	6.2	6.0	5.8	5.7	5.6	5.5	5.5
<b>Stopa funduszy federalnych Fed*</b>	%, k.o.	<b>2.50</b>	<b>2.50</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2.41	2.01	1.67	1.80	1.85	1.95	2.00	2.00
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.40
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0.07	-0.33	-0.58	-0.50	-0.50	-0.50	-0.35	-0.25
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1.12</b>	<b>1.14</b>	<b>1.09</b>	<b>1.10</b>	<b>1.11</b>	<b>1.11</b>	<b>1.12</b>	<b>1.13</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za barykę	USD, śr.	63.3	68.5	61.9	64.5	65.0	65.0	65.7	65.8

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

\* górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

źródła danych historycznych: NBP, GUS, Bloomberg

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.