

### Byłe do wiosny

- **Globalna gospodarka minęła ostry zakręt** (żywiolowe odbicie latem po głębokiej recesji w 2q20), **ale przed nią kolejny wiraż** (druga fala pandemii w sezonie jesienno-zimowym). Lepsze przygotowanie systemów ochrony zdrowia oznacza jednak, że prawdopodobieństwo najczarniejszego gospodarczo scenariusza - kolejnych ogólnokrajowych lockdownów - jest ograniczone.
- **Pierwsze zadanie dla rządów i banków centralnych - zahibernować zdrową strukturę gospodarczą na czas lockdownu- zostało z różnym powodzeniem wykonane.** Teraz zadanie trudniejsze - zbudowanie wiary w trwałą powrót do zdrowej gospodarki ze stabilnym wzrostem i bliską celów banków centralnych inflacją. By je osiągnąć łamane są kolejne ekonomiczne konwenanse i dogmaty - co do poziomów i sposobów zadłużania, czy definiowania celu polityki pieniężnej.
- **Polska jest wśród najodporniejszych gospodarek UE, zgodnie z naszymi przewidywaniami.** Umiarkowany spadek PKB w 2q20 i zbliżone do V-kształtne odbicie w 3q20 znacząco poprawiają obraz całego 2020. W średnioterminowej perspektywie nowym, pozytywnym czynnikiem jest nowy budżet UE połączony z mechanizmem Next Generation EU. Przewidujemy, że począwszy od 2021 polską gospodarkę czeka kilkuletni okres silnego wzrostu (powyżej potencjału).
- **Rynek pracy w Polsce został skutecznie osłonięty tarczami przed kryzysem.** Rządowe instrumenty umożliwiły „chomikowanie” pracy, które przeciwdziała wzrostowi bezrobocia. Wsparciem dla dynamiki wynagrodzeń (i konsumpcji) będzie podwyżka płacy minimalnej.
- **Zapowiadaliśmy, że recesja oznacza spadek inflacji i ostatnie inflacyjne dane to potwierdzają.** Inflacja bazowa weszła w trend spadkowy i w ciągu 12 miesięcy spadnie nawet o 3pp. Trendy dezinflacyjne w najbliższych miesiącach będą też pogłębiane przez ceny żywności. W konsekwencji zakładamy, że w 2021 inflacja CPI znajdzie się poniżej 2,5% r/r. W przeciwieństwie do strefy euro Polsce nie grozi jednak trwałe oderwanie inflacji od celu banku centralnego.
- **Wzrost deficytu fiskalnego i długu publicznego to niezbędny koszt ochrony miejsc pracy i całej gospodarki.** Zmiana podejścia do polityki antykryzysowej na świecie i koordynacja działań z bankami centralnymi oznaczają, że wysoki deficyt nie rodzi obaw o możliwości jego sfinansowania i nie jest traktowany jako zagrożenie dla stabilności gospodarczej, ale jako mechanizm, który ma ją zagwarantować. Perspektywa kilku lat silnego wzrostu gospodarczego ułatwi konsolidację finansów publicznych po zakończeniu pandemii. To kluczowy czynnik z punktu widzenia agencji ratingowych.
- **Polska przechodzi do statusu eksportera netto kapitału, a pandemia nie przerwała fundamentalnego trendu poprawy równowagi zewnętrznej.** Krajowy eksport towarów radzi sobie dużo lepiej niż w innych państwach w regionie. Eksport usług nie odrobił jeszcze pandemicznych strat, ale wysoka nadwyżka w handlu łącznie towarami i usługami wyniosła nadwyżkę rachunku obrotów bieżących do rekordowego poziomu blisko 3% PKB.

### Główny Ekonomista

**Piotr Bujak**  
piotr.bujak@pkobp.pl  
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

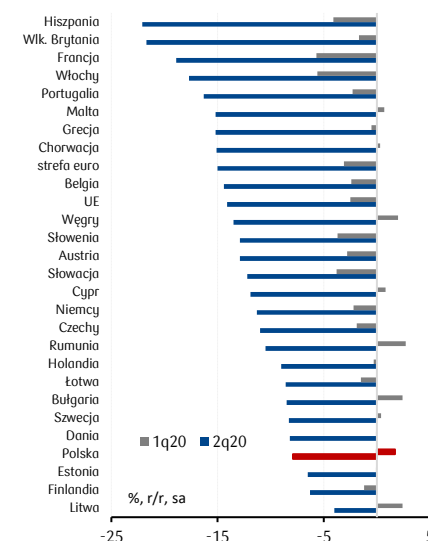
**Marta Petka-Zagajewska**  
Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

**Marcin Czaplicki**  
Ekonomista  
tel. 22 521 54 50

**Urszula Kryńska**  
Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

**Michał Rot**  
Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

### Polska w czołówce najodporniejszych gospodarek UE (PKB w 1 i 2q20)



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

### Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Realny PKB (% r/r)	2,0	-8,2	-1,9	-3,3	0,1	8,9	4,0	4,5	4,1	-2,9	4,3
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	3,1	4,0	4,6	4,5	3,8	3,5	3,6	2,9	4,6	3,6
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	4,6	3,2	2,9	2,4	1,5	1,8	1,9	2,4	2,3	3,3	1,9
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,4	3,8	4,1	3,8	2,6	1,5	1,2	1,3	1,9	3,8	1,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	1,0	2,3	2,9	3,0	3,0	2,2	2,3	2,6	0,4	3,0	2,6
Saldo fiskalne (% PKB) <sup>†*</sup>	-2,0	-7,0	-10,5	-11,1	-11,4	-6,7	-4,0	-4,4	-0,7	-11,1	-4,4
Dług publiczny (% PKB) <sup>†*</sup>	47,9	55,6	60,4	62,3	63,0	62,1	61,9	63,0	46,0	62,3	63,0
Stopa referencyjna NBP (%)	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,50	0,10	0,10

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), †ESA2010, \*dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

## (1). Otoczenie zewnętrzne

### • Trendy bieżące

Globalna gospodarka w trakcie 3q20 szybko odrabiała straty po głębokim spadku aktywności w 2q20 wywołanym przez *lockdown*, ale tempo ożywienia zaczyna wyhamowywać i jest nierówne (w zależności od sytuacji epidemicznej, zakresu i skuteczności działań antykryzysowych i struktury gospodarki). Najbardziej radzą sobie zależne od zewnętrznego finansowania gospodarki rozwijające się (Brazylia, Indie), które mają trudną sytuację epidemiczną i mniej pola manewru dla reakcji fiskalno-monetarnej. W gospodarkach rozwiniętych sytuacja jest lepsza dzięki bezprecedensowo dużemu i skoordynowanemu impulsowi fiskalno-monetarnej (w tym jakościowa zmiana w polityce fiskalnej na poziomie UE) oraz większej efektywności w utrzymaniu sytuacji epidemicznej pod kontrolą (m.in. wydolność systemów ochrony zdrowia). Kolejny wszechogarniający *lockdown* wydaje się mało prawdopodobny, co oznacza, że **wrażliwość głównych gospodarek na pogorszenie sytuacji epidemicznej zmniejszyła się**.

### • Prognoza średnioterminowa

4q20 będzie trudny, ale 2021 powinien przynieść trwałe ożywienie globalnej gospodarki. W strefie euro nadzieją na trwałe ożywienie w kolejnych latach jest polityka fiskalna. Nowy budżet na lata 2021-27 odchodzący od zasady redystrybucji na rzecz ekspansji fiskalnej (por. Sekcja specjalna #1: „Nowe rozdanie środków z UE”). W USA spory polityczne związały ręce polityce fiskalnej, ale po wyborach prezydenckich sytuacja może się poprawić. Niedobory aktywności po stronie fiskalnej są w amerykańskim policy-mix kompensowane przez bardzo ekspansywną politykę Fed, która szybko i skutecznie złagodziła warunki finansowe (wykres obok). FOMC zadeklarował utrzymanie ekspansywnej polityki pieniężnej w USA na lata (co najmniej do końca 2023). Mniej skuteczny jest EBC. Aprecjacja EUR sprawiła, że warunki finansowe w strefie euro są ostrzejsze niż przed wybuchem pandemii. To częściowo neutralizuje skuteczność antykryzysowych działań i sugeruje, że EBC jeszcze w tym roku ponownie zwiększy program PEPP. Nakładając zachowawczy EBC na przesunięcia czasowe związane z wydatkowaniem środków z nowego budżetu UE, perspektywy USA na najbliższe kwartały malują się w korzystniejszych barwach niż dla strefy euro, gdzie ożywienie będzie postępowało bardziej mozolnie niż w USA, a inflacja przez długi okres nie powróci do celu EBC.

### • Źródła niepewności dla prognozy

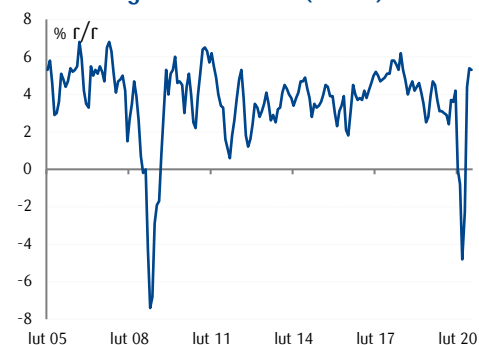
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) przebieg pandemii i skala przeciwpandemicznych restrykcji, (2) brexit, (3) napięcia geopolityczne, szczególnie możliwa kolejna odłona wojny handlowej i liczne konflikty, m.in. Turcja-Grecja, Indie-Chiny i (4) perturbacje związane z wyborami prezydenckimi w USA.

## Otoczenie zewnętrzne

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	-3,2	-14,7	-7,6	-5,2	-0,2	12,2	5,9	4,2	1,3	-7,7	5,5
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,7	1,4	1,5	1,2	0,4	1,0
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
USA: Realny PKB* (% r/r)	-5,0	-31,7	20,0	6,8	5,0	4,1	3,6	3,0	2,2	-5,4	3,9
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,1	0,4	0,8	0,8	1,2	2,1	2,0	2,1	1,8	1,0	1,9
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75	0,25	0,25
Chiny: Realny PKB (% r/r)	-6,8	3,2	5,3	6,3	15,6	8,1	5,6	5,3	6,1	2,0	8,6
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	5,0	2,7	2,2	1,4	1,5	2,2	2,2	2,5	2,9	2,8	2,1
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,35	4,30	4,30

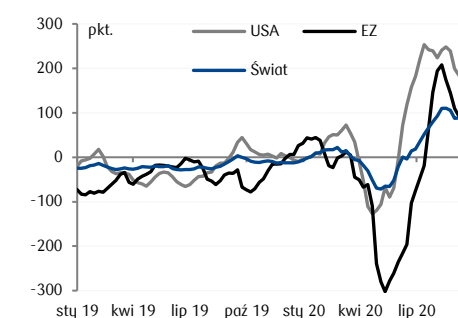
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; \* k/k SAAR.

## Bloomberg GDP Tracker (świat)



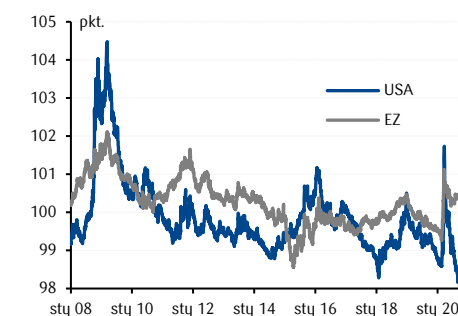
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

## Indeks „zaskoczeń”\*



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski; \*publikacjami danych makro

## Indeks warunków finansowych (GS Financial Conditions Index)



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski

## (2). Sfera realna

### Trendy bieżące

PKB w 2q20 spadł o -8,2% r/r, niemal dokładnie zgodnie z naszą prognozą z poprzedniego [Kwartalnika Ekonomicznego](#) (-8,1% r/r). Dwucyfrowe spadki odnotowały konsumpcja prywatna i inwestycje (po 10,9% r/r). Żywiotowe ożywienie gospodarki w 3q20 potwierdziła naszą ocenę z czerwca, że „najgorsze jest już za nami”, a gospodarka relatywnie szybko wyjdzie z pandemicznego dołka (niektórym ta ocena wydawała się zbyt optymistyczna. Miesięczne dane za lipiec i sierpień pokazały, że przemysł i handel powróciły do wzrostów, a dzienne i tygodniowe dane wskazują, że aktywność gospodarcza we wrześniu ustabilizowała się lekko poniżej poziomów z sierpnia (wykres obok). Szacujemy, że w 3q20 nastąpił wzrost PKB o ok. 8% q/q sa, co poprawiło roczną dynamikę PKB do -1,9% r/r.

### Prognoza średnioterminowa

Podtrzymujemy przewidywania z czerwca, że recesja w 2020 będzie relatywnie płytka, a w 2021 nastąpi silne odbicie. Widzimy, że od kwietniowego dna kryzysu wiele branż znacząco odbudowało aktywność. „Cykl życia kryzysu” (por. Sekcja specjalna #7 w poprz. Kwartalniku) sugeruje, że najłatwiejsze „zyski” są już jednak za nami (m.in. efekty odłożonego popytu), a o dalszy szybki wzrost może być trudniej (szczególnie w 4q20, gdy odczuwamy możliwe pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz negatywne skutki drugiej fali zachorowań w Europie). Szacujemy jednak, że „drugie dno” kryzysu będzie płytke (-3,3% r/r w 4q20), a w całym 2020 spadek PKB wyniesie -2,9%. Bezprecedensowe poluzowanie polityki fiskalnej i monetarnej w kraju i za granicą (m.in. w Niemczech) oznacza, że w 2021 gospodarka powróci na ścieżkę szybkiego wzrostu. Choć rynek pracy dopiero zacznie się wtedy odbudowywać, to redukcja stopy oszczędności gosp. domowych ze szczytów odnotowanych w 2q20 (efekt oszczędności ostrożnościowych i lockdownu ograniczającego możliwość wydawania pieniędzy) i spadek inflacji, będą wsparciem dla konsumpcji prywatnej. Wzrost wartości kosztorysowej rozpoczętych inwestycji dużych firm w 1h20, ponad dwukrotny wzrost wartości rozstrzygniętych przetargów publicznych w 1h20 oraz kolejna fala środków z UE poprawiają perspektywy dla inwestycji. Odbicie eksportu będzie neutralizować rosnący - wskutek odbicia popytu krajowego - apetyt na import, przez co wkład eksportu netto do wzrostu powinien być bliski neutralnemu.

### Źródła niepewności dla prognozy

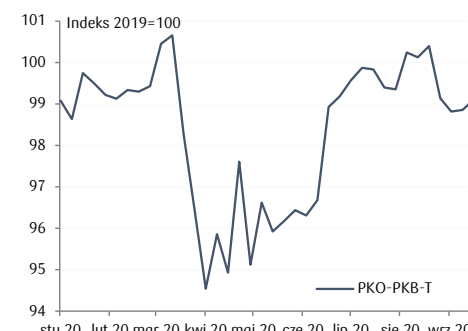
Głównymi źródłami niepewności są: (1) dalszy rozwój pandemii; (2) zmiany skłonności do oszczędzania; (3) spadek udziału płac w PKB; (4) ryzyko „twardego brexitu”.

### Sfera realna

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Realny PKB (% r/r)	2,0	-8,2	-1,9	-3,3	0,1	8,9	4,0	4,5	4,1	-2,9	4,3
Popyt krajowy (pkt. proc.)	1,6	-9,0	-2,1	-3,6	-0,8	8,9	3,8	5,2	2,9	-3,4	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	1,2	-10,9	2,2	-2,0	1,4	15,5	-1,3	3,2	3,9	-2,3	4,3
Sprzedaż krajowa (% r/r)	1,6	-7,3	0,6	-1,4	1,8	9,9	0,2	3,4	4,3	-1,6	3,7
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	0,9	-10,9	-7,4	-4,3	2,8	4,3	2,4	4,6	7,2	-5,6	3,7
Publiczne <sup>†</sup> (% r/r)	9,9	-0,5	-2,7	-1,4	5,9	11,2	12,7	14,7	-5,1	-0,2	12,3
Prywatne <sup>†</sup> (% r/r)	-1,0	-13,9	-8,9	-5,2	2,1	2,0	4,1	6,6	11,5	-7,3	4,2
Zapasy (pkt. proc.)	0,0	-1,7	-2,8	-2,2	-2,6	-1,0	3,6	1,8	-1,4	-1,7	0,5
Eksport netto (pkt. proc.)	0,4	0,8	0,2	0,3	0,9	0,0	0,2	-0,7	1,2	0,4	0,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,1	-13,9	2,0	-2,3	1,0	15,8	4,9	8,6	4,2	-3,3	7,3
Potencjalny PKB <sup>‡</sup> (% r/r)	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,9	2,7	2,6
Luka popytowa (% pot. PKB)	3,5	0,8	-0,4	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8	-1,6	3,4	0,5	-1,8

Źródło: GUS, PKO Bank Polski, <sup>†</sup>szacunki własne.

### Tygodniowy wskaźnik aktywności gospodarczej [PKO-PKB-T]



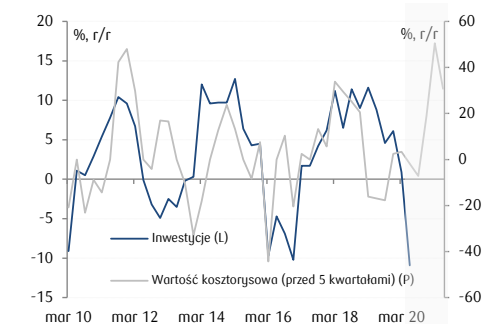
Źródło: PKO Bank Polski.

### Stopa oszczędności gosp. domowych



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. 2q20 - szac. PKO.

### Plany inwestycyjne firm a inwestycje



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### (3). Rynek pracy

- Trendy bieżące

Biorąc pod uwagę bezprecedensową głębokość odnotowanej w 2q20 recesji, obserwowane dotychczas pogorszenie warunków na krajowym rynku pracy jest jedynie umiarkowane. W 2q20 spadek zatrudnienia r/r był w Polsce niemal najmniejszy w UE (por. wykres). Był też wyraźnie mniejszy niż odnotowany w tym czasie spadek PKB, co wskazuje na rozpowszechnienie zjawiska „chomikowania” pracy, któremu sprzyjały utrzymujące się na długo przed pandemią niedobory wykwalifikowanych pracowników. Większa skala spadku zatrudnienia w ujęciu godzinowym niż osobowym wskazuje na popularność ograniczania wymiaru czasu pracy, które umożliwia i dofinansowywała Tarcza Antykryzysowa. Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 6,1% w sierpniu z 5,4% w marcu. Według BAEL zatrudnienie w 2q spadło o 151 tys. (wzrosło biernych zawodowo o 137 tys. i stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,1%). Skutki pandemii dla rynku pracy częściowo zamaskował wzrost liczby osób, które miały pracę i jej nie wykonywały oraz osób, które pracowały w ograniczonym wymiarze.

- Prognoza średnioterminowa

Sytuacja na rynku pracy może się nieznacznie pogarszać do początku 2021, a później nastąpi powolna, ale systematyczna poprawa. Znacząca dezaktywacja w 2q była prawdopodobnie tymczasowa i wynikała z utrudnionego poszukiwania pracy. Od 3q prawdopodobny wzrost stopy aktywności z najniższego poziomu od 2013 (55,5%) będzie się przyczyniał do wzrostu bezrobocia wg BAEL. Od września dołączy do tego efekt zakończenia wypłaty dodatku solidarnościowego i wygaśnięcia części instrumentów chroniących miejsca pracy, a pod koniec roku niekorzystna sezonowość. Popyt na pracę prawdopodobnie pozostanie stłumiony. Wskazuje na to m.in. pierwsza od 2012 przewaga liczby zlikwidowanych miejsc pracy nad tworzonymi oraz niemrawe ożywienie liczby ofert pracy w Internecie (wg Barometru Rynku Pracy). Badania nastrojów oraz trendy wyszukiwania w Google wskazują też na nasilenie się obaw przed utratą pracy wśród pracowników. Więcej stabilności widać w badaniach nastrojów firm, gdzie zdecydowana większość przedsiębiorstw oczekuje stabilizacji zatrudnienia, jedynie nieliczne planują rozbudowę kadry, jeszcze mniej zapowiada zwolnienia. To zapowiada umiarkowany wzrost bezrobocia ze szczytem na początku 2021, ale także jedynie powolną odbudowę etatów w 2021 i utrzymanie osłabionej presji płacowej.

- Źródła niepewności dla prognozy

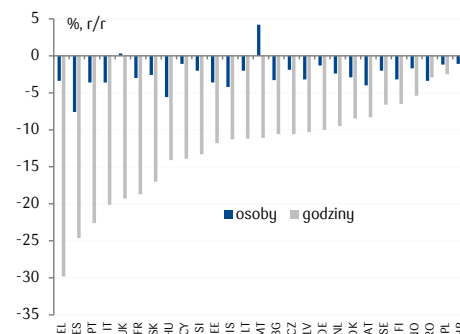
Główne źródła niepewności dla prognozy to: (1) reakcja rynku pracy na koniec mechanizmów Tarczy; (2) skala przepływów migracyjnych, (3) zmiany regulacyjne (w tym wysokość zasiłków); (4) sytuacja epidemiczna i jej wpływ na aktywność.

#### Rynek pracy

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	0,8	-2,9	-2,8	-2,4	-1,9	2,0	2,0	1,8	2,7	-1,8	1,0
Pracujący BAEL (% r/r)	0,9	-1,3	-2,0	-2,5	-1,9	-1,2	0,0	0,5	-0,1	-1,2	-0,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,4	6,1	6,5	7,4	7,6	6,7	6,5	6,5	5,2	7,4	6,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	3,1	4,0	4,6	4,5	3,8	3,5	3,6	2,9	4,6	3,6
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,0	55,5	56,3	55,9	56,0	55,8	56,3	55,9	56,2	55,9	56,0
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	7,0	2,2	3,9	3,9	2,9	6,1	4,5	5,2	6,6	4,3	4,7
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	7,7	3,8	3,4	2,9	1,6	4,8	4,5	4,0	7,2	4,5	3,8
Wydajność pracy (% r/r)	1,1	-7,0	0,1	-0,8	2,1	10,2	4,0	3,9	4,3	-1,7	5,1
ULC (% r/r)	6,6	11,6	3,3	3,8	-0,4	-4,9	0,5	0,1	2,8	6,3	-1,2

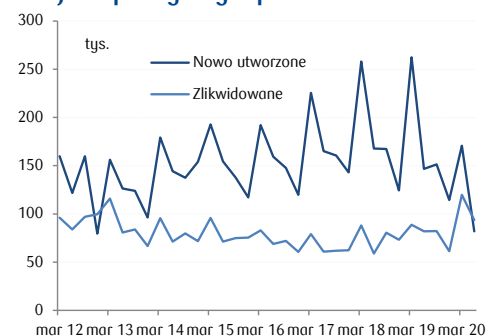
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. \*koniec okresu.

#### Zmiana zatrudnienia w krajach UE w 2q



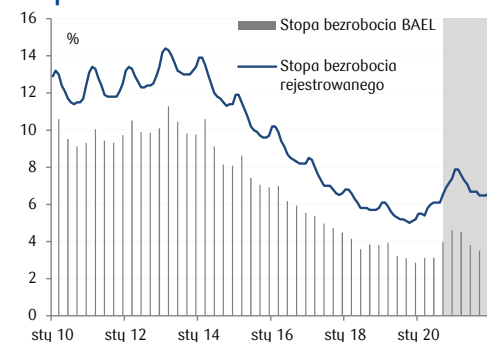
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

#### Miejsca pracy w gospodarce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Stopa bezrobocia



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## (4). Procesy inflacyjne

- Trendy bieżące

Inflacja znalazła się w trendzie spadkowym. Czynniki podażowe związane z pandemią (wzrost cen usług na skutek wyższych kosztów sanitarnych) wybiły inflację w czerwcu do 3,3% r/r, ale kolejne miesiące przyniosły wyhamowanie tempa wzrostu cen żywności (powrót do sezonowego wzorca) oraz odwrócenie trendu wzrostowego cen usług, co zepchnęło inflację CPI w sierpniu do 2,9% r/r, a inflację bazową do 4,0% r/r ze szczytu 4,3% w lipcu. Globalne ożywienie przyniosło wzrost cen surowców energetycznych, ale zatrzymały się one na poziomach wyraźnie niższych od notowanych na początku roku.

- Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że w horyzoncie roku przeważać będą tendencje dezinflacyjne, ale ze względu na specyficzne czynniki inflacja w Polsce nie spadnie tak mocno jak w wielu innych gospodarkach. Wygasanie podażowych czynników związanych z pandemią sprawi, że inflacja bazowa znajdzie się pod wpływem słabszego popytu. W konsekwencji w perspektywie roku jej główna miara może spaść nawet w okolice 1,0% r/r. Wciąż istotną rolę będą odgrywać czynniki administracyjne (przesunięte wejście w życie opłaty mocowej oraz podatku cukrowego, wzrost abonamentu RTV). Nie wykluczamy, że wciąż będzie się utrzymywał wzrost opłat związanych z utrzymaniem mieszkania (dalsze wzrosty kosztów wywozu śmieci i wzrost cen usług związanych z podniesieniem o 7,7% płacy minimalnej w 2021).

O ile w warunkach wciąż niepewnego ożywienia na świecie nie zakładamy dużego wzrostu cen surowców (w szczególności energetycznych), o tyle dobre zbiory oraz wykrycie ASF w Niemczech pociągnie w dół ceny żywności. W takich warunkach inflacja CPI w 1h21 może zejść nawet poniżej dolnej granicy przedziału odchyień od celu NBP, ale będzie to miało charakter przejściowy.

W dłuższym terminie procesy inflacyjne mogą przybrać na sile wraz z domykaniem ujemnej luki popytowej (silny impuls fiskalno-monetarny) oraz potencjalnymi zmianami strukturalnymi w światowej gospodarce (m.in. nearshoring, koszty neutralności klimatycznej, wzrost udziału płac w PKB).

- Źródła niepewności dla prognozy

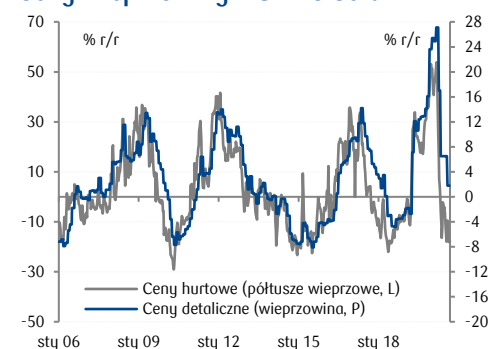
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy inflacji pozostają: (1) wpływ epidemii koronawirusa (na ceny surowców i towarów konsumpcyjnych). (2) długookresowy wpływ nałożenia się ultraluznej polityki pieniężnej na bezprecedensową stymulację fiskalną, (3) ceny żywności, (4) zmiany regulacyjne i administracyjne.

### Inflacja „superbazowa”\*



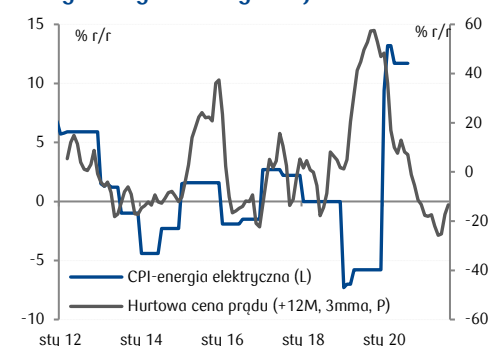
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. \* Inflacja bazowa HICP z wyłączeniem cen administrowanych, usług transportowych, opieki szpitalnej i społecznej oraz leków.

### Ceny wieprzowiny: hurt vs detal



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Ceny energii elektrycznej: hurt vs detal



Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

### Procesy inflacyjne

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Inflacja CPI† (% r/r)	4,6	3,3	2,7	2,0	1,3	1,7	2,1	2,5	3,3	2,0	2,5
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	4,6	3,2	2,9	2,4	1,5	1,8	1,9	2,4	2,3	3,3	1,9
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,9	1,6	0,8	0,2	0,1	0,1	0,5	1,0	1,2	1,1	0,4
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,6	-0,7	-0,3	-0,1	-0,2	0,8	0,7	0,6	-0,1	-0,1	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	2,0	2,3	2,4	2,2	1,6	0,9	0,7	0,8	1,2	2,2	1,0
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,4	3,8	4,1	3,8	2,6	1,5	1,2	1,3	1,9	3,8	1,7
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	0,3	-1,3	-0,9	0,7	1,4	2,7	2,4	1,3	1,2	-0,3	1,9
Deflator PKB (% r/r)	3,1	2,4	2,2	1,9	1,9	1,7	1,8	1,8	3,0	2,4	1,8
ULC (% r/r)	6,6	11,6	3,3	3,8	-0,4	-4,9	0,5	0,1	2,8	6,3	-1,2
Luka popytowa (% pot. PKB)	3,5	0,8	-0,4	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8	-1,6	3,4	0,5	-1,8

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

## (5). Równowaga zewnętrzna

### • Trendy bieżące

Dzięki korzystnej strukturze (relatywnie duży udział dóbr konsumpcyjnych) i efektom inwestycji bezpośrednich z poprzednich lat (w szczególności w branży motoryzacyjnej), polski eksport towarów mniej stracił na pandemii, a obecnie odnotowuje silne (na tle innych państw regionu) odbicie. Choć handel usługami nie odbudował się jeszcze po pandemii, to bezprecedensowa nadwyżka w obrotach towarowych (1,7% PKB po lipcu w ujęciu 12-mies.) przełożyła się na najwyższą od 1995 nadwyżkę w obrotach bieżących (2,8% PKB). Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych pozostaje stabilny, pomimo negatywnego efektu wyraźnego obniżenia reinwestowanych zysków. Mimo nominalnego spadku zadłużenia zagranicznego, jeszcze głębszy spadek PKB przejściowo ciągnie w górę relację obu kategorii.

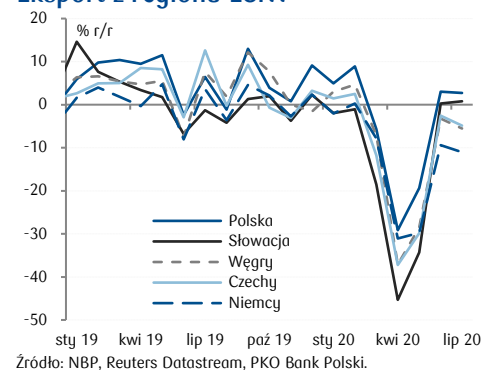
### • Prognoza średnioterminowa

Saldo rachunku obrotów bieżących (CA) bilansu płatniczego może się jeszcze poprawić w tym roku, za sprawą zarówno niższych cen ropy, jak i dalszego odbicia eksportu (także usług, w szczególności transportowych - ruch samochodów ciężarowych na niemieckich autostradach już wrócił do przedkryzysowej normy). Przyszły rok przyniesie normalizację obrotów towarowych ze względu na wzmocnienie importu, wynikające z realizacji pierwszych inwestycji związanych z planem odbudowy UE. Plan ten ma potencjał do istotnego wzmocnienia rachunku kapitałowego, ale naszym zdaniem dopiero w 2023 i 2024. Szybkie wyjście z kryzysu wraz ze zmianami w globalnych łańcuchach dostaw (*nearshoring*, skutki napięć handlowych) mogą z kolei stymulować napływ inwestycji zagranicznych. Niemniej, już sama stabilna nadwyżka w obrotach bieżących oznacza, że **Polska osiągnęła status eksportera netto kapitału**. Przekłada się to na redukcję zadłużenia zagranicznego, co wspiera ocenę stabilności krajowej gospodarki i poprawia jej profil ryzyka kredytowego. Uważamy, że jest to istotny czynnik wspierający perspektywę polskiego ratingu.

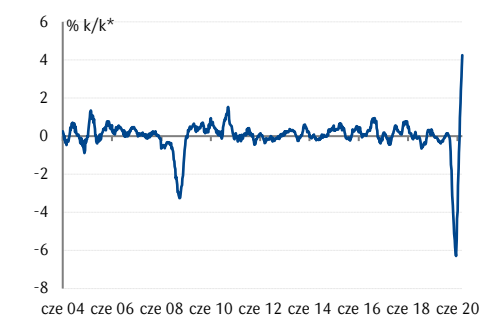
### • Źródła niepewności dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zaburzenia w łańcuchach dostaw; (2) ceny surowców (głównie ropy); (3) importochłonność i rozmiary impulsu fiskalnego (pakiet KE) oraz (4) brexit.

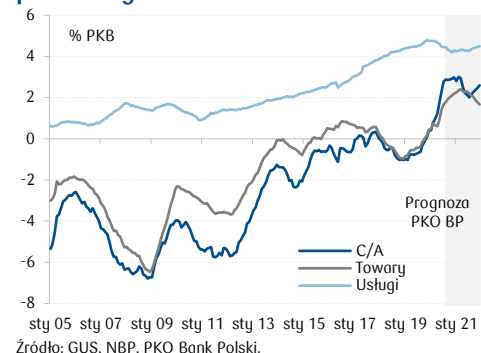
### Eksport z regionu EŚiW



### Bundesbank weekly activity tracker - Niemcy



### Strukturalna poprawa bilansu płatniczego



## Równowaga zewnętrzna

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	1,0	2,3	2,9	3,0	3,0	2,2	2,3	2,6	0,4	3,0	2,6
Bilans handlowy (% PKB)	0,7	1,4	1,9	2,2	2,4	2,3	2,0	1,7	0,5	2,2	1,7
Eksport (% r/r)	2,5	-15,6	1,2	1,5	4,1	24,9	9,3	5,9	4,2	1,5	5,9
Import (% r/r)	0,5	-22,4	-2,4	-0,5	2,3	27,8	12,0	9,3	-1,3	-0,5	9,3
Saldo usług (% PKB)	4,7	4,5	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,5	4,8	4,3	4,5
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,1	-3,3	-3,1	-3,0	-3,4	-4,1	-4,2	-4,1	-4,5	-3,0	-4,1
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	0,1	0,6	-0,3	-0,5	0,6
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,2	2,4	2,4	2,2	2,1	1,9	2,2	2,9	2,0	2,2	2,9
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	-1,0	-2,4	-1,9	-1,2	-0,9	0,8	0,9	0,8	0,5	-1,2	0,8
Bezpośrednie inwestycje zagr. netto (% PKB)	1,8	1,8	1,3	1,4	1,3	1,5	1,8	1,8	2,2	1,4	1,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	-1,5	-2,0	-2,6	-3,8	-4,0	-4,4	-5,0	-6,0	-1,7	-3,8	-6,0
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,7	-0,4	-0,8	-0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,3	-1,1	-0,1	-0,3
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	59,1	58,9	59,4	60,4	57,3	56,3	55,8	55,5	58,8	60,4	55,5
Sektor publiczny (% PKB)	20,1	22,1	22,1	22,4	21,1	20,7	20,5	20,3	21,6	22,4	20,3
Sektor prywatny (% PKB)	39,0	36,8	37,2	38,0	36,2	35,6	35,3	35,2	37,3	38,0	35,2

Źródło: NBP, PKO Bank Polski; \*prezentacja jak w Bilansie Płatniczym - znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

## (6). Polityka pieniężna

### Trendy bieżące

Po bezprecedensowym luzowaniu polityki pieniężnej dokonanym w okresie marzec-maj, RPP stabilizuje jej parametry i dostrzega pozytywny wpływ swoich działań na aktywność gospodarczą. Obniżka stopy referencyjnej o 140pb do rekordowo niskiego poziomu 0,10% oraz prowadzony przez NBP program skupu aktywów są dużym wsparciem dla gospodarki, lecz ich wprowadzenie nie uzyskało jednogłośniego poparcia wśród członków Rady. W szczególności ostatnia, najbardziej kontrowersyjna, bo niejasno zakomunikowana obniżka w maju została dokonana przy sprzeciwie E.Gatnara, Ł.Hardta, J.Kropiwnickiego i K.Zubelewicza. Od pół roku nie odbywają się konferencje po posiedzeniach, a jedyną szansą na poznanie (szerokiego) spektrum opinii członków RPP są ich wypowiedzi medialne.

### Prognoza średnioterminowa

Nasz bazowy scenariusz zakłada stabilizację stóp procentowych na obecnym, ultra niskim poziomie oraz kontynuację działań niestandardowych, prawdopodobnie aż do zmiany prawie całego składu RPP w trakcie 2022. Z jednej strony E.Łon nie wyklucza obniżek stóp w przypadku znaczącego pogorszenia nastrojów konsumentów, z drugiej E.Gatnar widzi potrzebę normalizacji polityki pieniężnej w 2021. Rozbieżność w poglądach Rady utrzymuje się przez prawie całą kadencję, jednak prezes A.Głapiński zawsze był w stanie zbudować większość popierającą jego stanowisko. W swojej niedawnej wypowiedzi szef NBP ocenił, że stopy procentowe są na właściwym poziomie, a w miarę nasilania się wzrostu gospodarczego, gdy gospodarka będzie na stabilnej ścieżce, to - zgodnie z zasadami - stopy „kiedyś” wzrosną. W naszej ocenie wypowiedź o możliwości podwyżki stóp wskazuje pośrednio, że prawdopodobieństwo dalszych obniżek (do zera lub poniżej) jest nikłe. Redukcja stóp wydaje się też nieuzasadniona ze względu na fakt, że stan gospodarki w 2020 jest wyraźnie lepszy niż wskazywała projekcja PKB z lipca. Obecnie w warstwie komunikacyjnej Rada będzie musiała się zmierzyć z powszechną rewizją w górę prognoz PKB na 2020 oraz oczekiwanym spadkiem inflacji poniżej celu w 2021 („z grubsza” zgodnym z projekcją). Szybsze wychodzenie z kryzysu uzasadniałoby raczej podwyżkę stóp (m.in. ze względu na skutki uboczne zerowych stóp dla stabilności systemu finansowego). W sytuacji kiedy polityka pieniężna za granicą prawdopodobnie długo pozostanie silnie akomodacyjna, taki ruch mógłby jednak skutkować niepożądaną aprecjacją złotego. Naszym zdaniem parametry polityki pieniężnej nie zmienią się co najmniej do końca 2021.

### Źródła niepewności dla prognozy

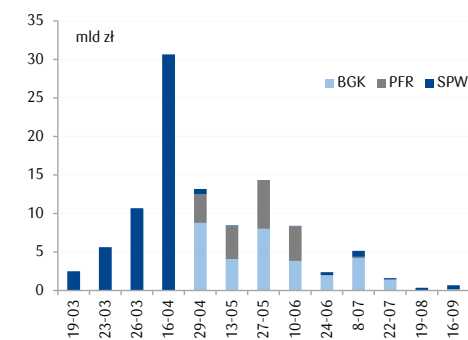
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) kształtowanie się kursu walutowego; (2) ewentualne skutki uboczne polityki NBP; (3) wpływ pandemii na ścieżkę dynamiki PKB i inflacji CPI.

### Polityka pieniężna

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Stopa referencyjna (%)	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,50	0,10	0,10
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-3,61	-3,19	-2,65	-1,89	-1,21	-1,60	-2,00	-2,39	-1,78	-1,89	-2,39
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	-2,60	-4,00	-3,94	-3,28	-2,18	-1,27	-1,10	-1,34	-1,60	-3,28	-1,34
Stopa lombardowa (%)	1,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	2,50	0,50	0,50
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00
Stopa redysk. weksli(%)	1,05	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	1,75	0,11	0,11
REER defl. CPI (% r/r)	1,0	-0,7	2,0	0,0	1,4	1,0	0,5	0,8	-0,5	0,6	0,9
Nominalny PKB (% r/r)	5,2	-6,0	0,3	-1,5	2,0	10,8	5,9	6,4	7,2	-0,5	6,2

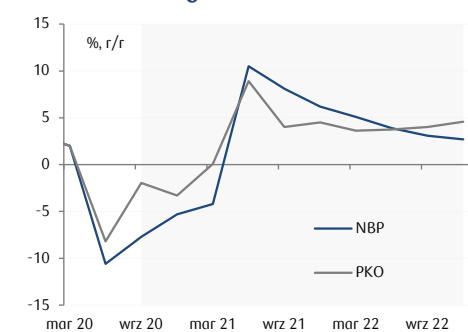
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

### Strukturalne operacje otwartego rynku



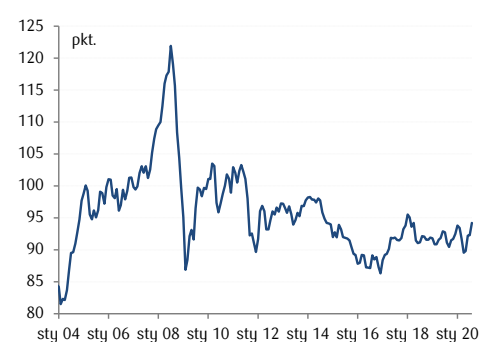
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Ścieżka PKB wg NBP i PKO



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Realny efektywny kurs walutowy



Źródło: BIS, Macrobond, PKO Bank Polski.

## (7). Polityka fiskalna

- Trendy bieżące

**Wyniki budżetu państwa (po 7 miesiącach roku) i samorządów (na półmetku 2020) zaskakują pozytywnie:** deficyt budżetowy po lipcu wyniósł 16,3 mld zł (23,7 mld zł po korekcie o zysk NBP), a nadwyżka samorządów po 1h20 była zaledwie o 0,3 mld zł mniejsza niż przed rokiem. Realizacja dochodów budżetowych (z wył. zysku NBP) była zbliżona do ubiegłorocznej. Dług publiczny (ESA) po 2q20 wyniósł 55,6% PKB (wobec 47,9% PKB po 1q20), co oznacza nominalny wzrost o ponad 150 mld zł. Za ok. 2/3 wzrostu długu między 1q20 a 2q20 odpowiadają tarcze BGK i PFR (prawie 105 mld zł). Finanse tych wehikułów pomocowych zostały zaklasyfikowane do sektora *general government*.

- Prognoza średnioterminowa

Szacujemy, że działania antykryzysowe (w tym programy BGK i PFR) oraz cykliczny ubytek dochodów wywindują deficyt fiskalny (ESA) w 2020 do 11,1% PKB. Znowelizowaną ustawę budżetową na 2020 oraz ustawę na 2021 oceniamy jako konserwatywne i dające szansę na pozytywną niespodziankę (deficyty w wysokości odpowiednio ok. 100 mld zł w 2020 oraz ok. 70 mld zł w 2021 wobec zaplanowanych 109,3 mld oraz 82,3 mld zł). Podwyższony poziom potrzeb pożyczkowych netto (103 mld zł w 2020) nie stanowi ryzyka dla finansów publicznych, gdyż został już prawie w pełni sfinansowany, a poziom płynności budżetu jest rekordowy. Nie powinno to mieć także istotnego wpływu na rynek długu, szczególnie że aktywność na nim utrzymuje NBP. Zmiana podejścia do polityki antykryzysowej na świecie (wydatki fiskalne, którym przestrzeń do działania zwiększa polityka monetarna obniżająca koszty) tworzy warunki, w których stopniowa redukcja długu publicznego nie powinna stanowić większych problemów. Z punktu widzenia Komisji Europejskiej oraz agencji ratingowych kluczowe są średnioterminowe perspektywy zadłużenia. Te w przypadku Polski nie budzą większych obaw, bo wraz z końcem pandemii rząd planuje powrócić do trybu konsolidacji fiskalnej. **Szacujemy, że po wzroście w 2020 deficyt publiczny (ESA) obniży się do 4,4% PKB (vs 6,0% PKB w ustawie budżetowej na 2021). Dług publiczny (ESA) wzrośnie do 62,1% PKB w 2020 i 63,0% PKB w 2021. Będzie to najpewniej maksimum relacji dług/PKB, a w perspektywie kolejnych 2 lat oczekujemy spadku relacji długu do PKB w okolice 60% (por. symulacja obok).**

- Źródła niepewności dla prognozy

Główne źródła niepewności to: (1) elastyczności dochodów podatkowych względem stanu koniunktury, (2) skala i tempo wychodzenia gospodarki z recesji.

### Polityka fiskalna†

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	20 19	2020	2021
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,0	-7,0	-10,5	-11,1	-11,4	-6,7	-4,0	-4,4	-0,7	-11,1	-4,4
Dochody (% PKB, ESA2010)	40,5	41,1	40,7	40,9	40,9	40,6	40,5	40,1	41,3	40,9	40,1
Wydatki (% PKB, ESA2010)	42,5	48,1	51,2	52,0	52,3	47,3	44,5	44,5	42,0	52,0	44,5
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,7	-5,7	-9,1	-9,7	-10,1	-5,4	-2,7	-3,1	0,6	-9,7	-3,1
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-2,1	-6,0	-9,0	-9,0	-9,3	-4,7	-2,0	-2,4	-0,9	-9,0	-2,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	47,9	55,6	60,4	62,3	63,0	62,1	61,9	63,0	46,0	62,3	63,0
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-4,8	x	x	x	-3,4	-0,6	-4,8	-3,4
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-6,8	x	x	x	-4,1	-0,4	-6,8	-4,1
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	50,9	x	x	x	51,7	43,6	50,9	51,7

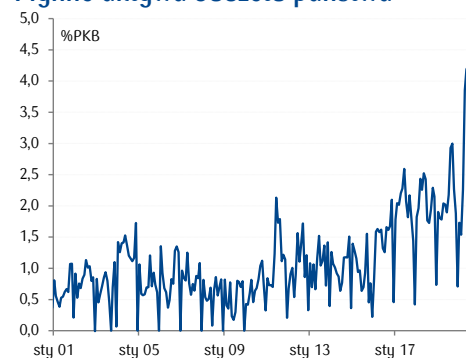
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczyjących.

### Plany budżetu państwa na 2020 i 2021

mld zł	2019	2020	2021
Dochody	401	399	404
VAT	181	170	181
CIT	40	39	37
PIT	65	64	68
Dochody niepodatkowe	31	47	33
Wydatki	414	508	486
Wynik	-13,7	-109,3	-82,3

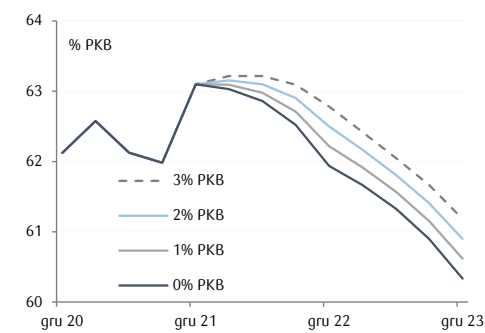
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

### Płynne aktywa budżetu państwa



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

### Symulacja ścieżki redukcji długu publicznego po 2021\*



Źródło: PKO Bank Polski. \*deficyt i dług publiczny w 2020 i 2021 wg naszych prognoz; deficyt fiskalny w 2022 i 2023 założony w 4 różnych scenariuszach (por. legenda na wykresie).



## Sekcja specjalna #1: Nowe rozdanie funduszy UE

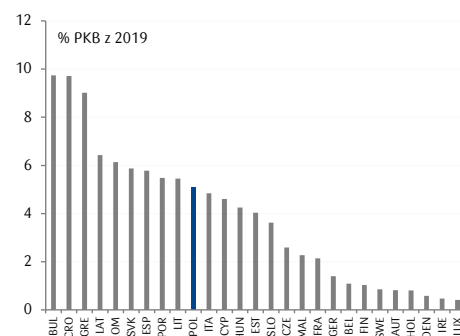
Przywódcy krajów UE zakończyli 21 lipca negocjacje nad funduszem odbudowy i nową perspektywą finansową UE na lata 2021-27. Uzgodniony na szczycie instrument The Next Generation EU (NGEU) stanowi nową jakość polityki fiskalnej na poziomie unijnym. **Wykorzystanie funduszy z NGEU stanowić będzie ekspansję fiskalną** (nowe wydatki będą sfinansowane przez zaciągnięcie długu w imieniu całej UE przez Komisję Europejską i będą spłacane dopiero po 2028), **a nie redystrybucję** (transfery od płatników netto do beneficjentów netto), jak to ma miejsce w standardowych ramach finansowych UE.

Alokacja funduszy wg krajów nie została jeszcze oficjalnie ujawniona (znamy tylko [alokację części RFF](#)). Nasze szacunki pokazują, że łącznie w ramach NGEU Polska może otrzymać ok. 27 mld EUR dotacji oraz 30 mld EUR pożyczek. To, łącznie z budżetem UE na lata 2021-2027, oznacza, że **Polsce przypadnie ok. 157 mld EUR w ujęciu brutto** (w cenach stałych). **Dotychczasową narrację o „znacznym spadku napływu funduszy UE po 2020” można na ok. dekadę odłożyć na półkę.** Łączny napływ funduszy UE w latach 2021-2027 może wynieść ok 3,1% PKB/rok (szacunki PKB wg PKO) wobec 3,5% w latach 2014-2020. Po korekcie o import, napływ środków z UE w 2021-2027 wyniesie 2,5% PKB rocznie (vs. 2,7% PKB w 2014-2020).

Rozkład napływu środków UE w czasie może być nieco inny od tego z 2014-2020 lub 2007-2013, gdyż część środków z Instrumentu Odbudowy ma zostać zaabsorbowana wcześniej, już w latach 2021-2024. Biorąc to pod uwagę **szacujemy, że szczyt pozytywnego wpływu napływu środków z UE na wzrost PKB nastąpi w 2023**, z istotnym wkładem także w 2022. W kolejnych latach, wraz ze wzrostem gospodarki, wpływ funduszy UE na dynamikę PKB powinien być mniejszy. Nowa fala środków z UE powinna mieć przy tym dodatkowe pozytywne efekty zewnętrzne. Powinna zwiększyć tempo wzrostu potencjalnego oraz wspierać dobrą sytuację bilansu płatniczego i spadek zadłużenia zewnętrznego, wzmacniając fundamenty złotego. Pozytywny wpływ na ryzyko kredytowe kraju oznaczać może m.in. zawężenie *spreadów asset swap*. Lekko proinflacyjny wpływ środków (szybszy wzrost gospodarczy w krótkim terminie vs. wzrost potencjału w dłuższym terminie) może oznaczać impuls w górę dla stóp procentowych w krótkim terminie.

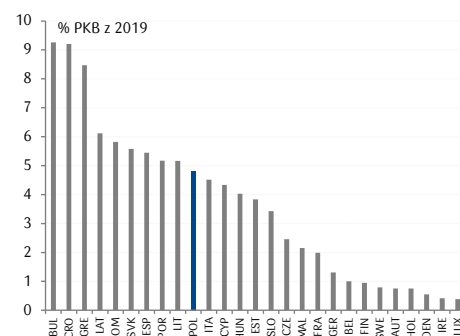
**Absorpcja nowych funduszy unijnych pozostawia wciąż pewne znaki zapytania.** Po pierwsze, podejście do kredytów (mają zostać spłacone po 2028) - nie jest jasne, czy zostaną one dodane do statystyki długu publicznego czy skonsolidowane w ramach unijnych krajowych rachunków rządowych (tylko z wpływem na dług UE). Po drugie, nie da się ruszyć z nowym, masowym programem inwestycji publicznych w krótkim czasie - duże projekty inwestycyjne wymagają zazwyczaj ok. 2 lat przygotowań. Stąd zapewne na początku więcej będzie transferów „miękkich”. Co więcej, sektor budowlany osiągnął maksymalną wydajność w 2019 i obecnie jest ona ok. 10% niższa od poziomu maksymalnego. Zwiększenie zdolności produkcyjnych sektora budowlanego nie jest łatwe, ponieważ wymaga większej siły roboczej (ta jest ograniczona) i innych zasobów. Po trzecie, udział krajowej wartości dodanej w projektach unijnych może różnić się od historycznego, ponieważ nacisk zostanie położony na transformację cyfrową i klimat (a nie na infrastrukturę i kapitał ludzki, jak to miało miejsce w Polsce w latach 2007-2013 i 2014-2020). I wreszcie, nie można całkowicie wykluczyć powiązania faktycznej alokacji z oceną praworządności - porozumienie przywódców państw UE nie jest w tej kwestii precyzyjne.

### Szacunkowa alokacja dotacji wg krajów



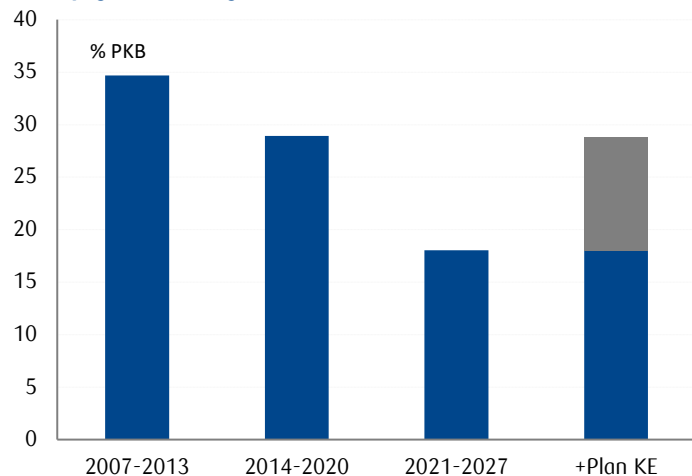
Źródło: KE, Eurostat, PKO Bank Polski.

### Szacunkowa alokacja pożyczek wg krajów

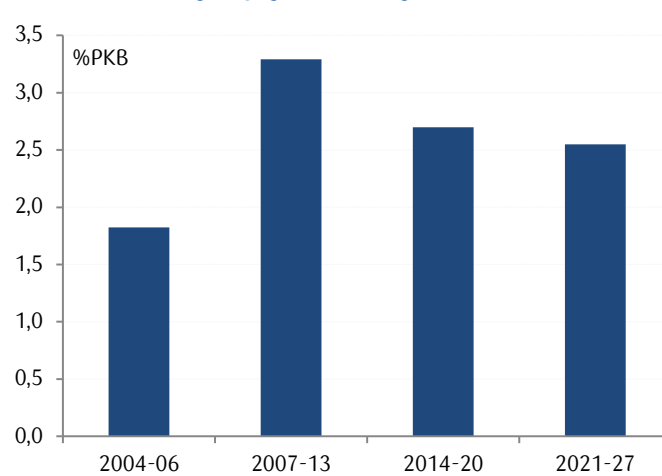


Źródło: KE, Eurostat, PKO Bank Polski. ^szacunkowa alokacja proporcjonalnie do dotacji.

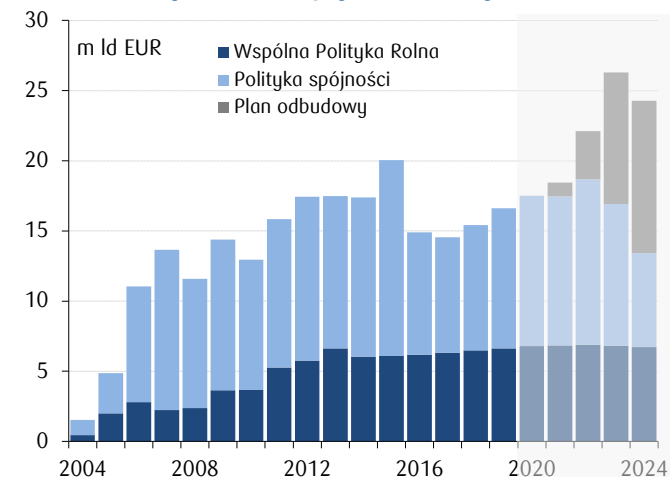
### 1. Napływ funduszy UE do Polski (brutto)



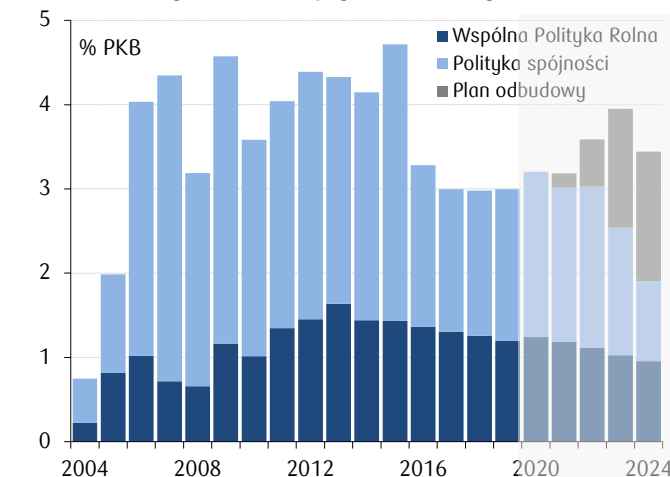
### 2. Średnioroczny napływ funduszy UE do Polski (brutto)^



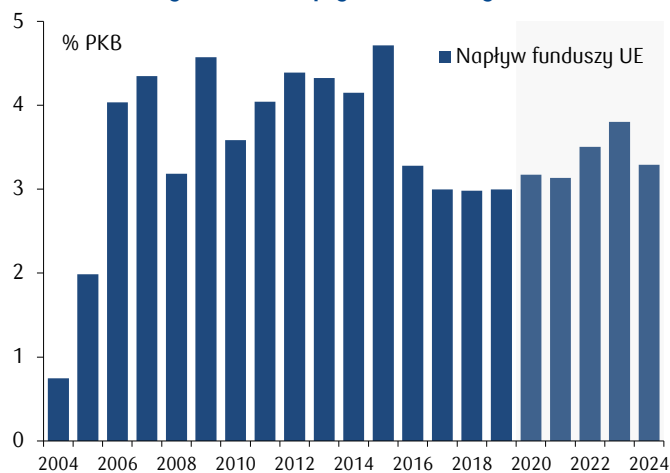
### 3. Szacunkowy rozkład napływu funduszy UE do Polski



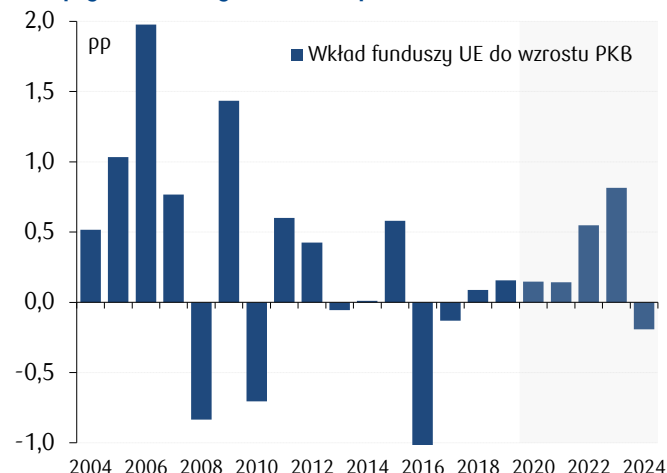
### 4. Szacunkowy rozkład napływu funduszy UE do Polski



### 5. Szacunkowy rozkład napływu funduszy UE do Polski



### 6. Wpływ funduszy UE na tempo wzrostu PKB



Źródło: KE, Eurostat, PKO Bank Polski. ^skor. o import.

## Sekcja specjalna #2: COVID-19 przyspiesza zazielenianie systemu finansowego

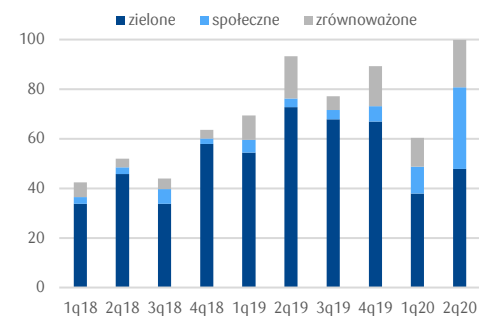
Zrównoważony rozwój jest jednym z głównych megatrendów wpływających w ostatnich latach na sektor finansowy, a pandemia COVID-19 przyspieszyła tempo zachodzących zmian. Jest wielu aktorów napędzających tę zmianę – od inwestorów szukających „dobrych” możliwości ulokowania środków, poprzez klientów wybierających produkty firm odpowiedzialnych społecznie, do rządów krajów i organizacji międzynarodowych, które rozumieją, że bez zaangażowania sfery finansowej nie da się zmienić świata na lepsze.

Firmy zarządzające funduszami wysokości setek miliardów dolarów, podczas konstruowania portfeli inwestycyjnych poza czynnikami finansowymi biorą pod uwagę również czynniki ESG, czyli środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego. W ten sposób oprócz oczekiwanego zysku, pragną osiągnąć cele korzystne dla społeczeństwa i przyciągnąć klientów. Dodatkową motywacją jest ograniczenie ryzyka płynącego z inwestycji w przedsiębiorstwa mające negatywny wpływ na środowisko, społeczeństwo lub nieetycznie zarządzanych. Fundusze biorące pod uwagę kwestie ESG zarządzają obecnie środkami wysokości ponad 40 bln USD, wobec 12 bln USD w 2012. Według licznych badań inwestycje w akcje spółek z wysokim ratingiem ESG osiągały podczas pandemii lepsze wyniki niż szerszy rynek.

Na rynkach finansowych furorę w ostatnich latach robią zielone obligacje, a w 2020 dodatkowo obligacje społeczne i zrównoważone. Ich istotnym elementem jest osiągnięcie określonych celów środowiskowych i społecznych. W okresie pandemii szczególnie na znaczeniu zyskały cele społeczne, ale również rynek obligacji zielonych szybko odrabia straty spowodowane chwilowym zastojem w 2q20. Według Bloomberga, w sierpniu miesięczna wartość emisji obligacji korporacyjnych o charakterze ESG osiągnęła na świecie rekordowy poziom. W przypadku zdecydowanej większości emisji popyt wielokrotnie przewyższa podaż. Warto w tym miejscu wspomnieć, że Polska jako pierwszy kraj UE przeprowadziła emisję rządowych zielonych obligacji w 2017. We wrześniu 2020 poziom subskrypcji na pierwszą w historii emisję zielonych obligacji rządowych w Niemczech przekraczał podaż (6 mld EUR) aż 5,5-krotnie. Do końca roku rząd federalny chce przeprowadzić kolejne emisje i łącznie chce pozyskać z rynków finansowych 12 mld EUR. Komisja Europejska zapowiada, że 30% środków unijnego Funduszu Odbudowy (Next Generation EU) będzie sfinansowane emisją zielonych obligacji.

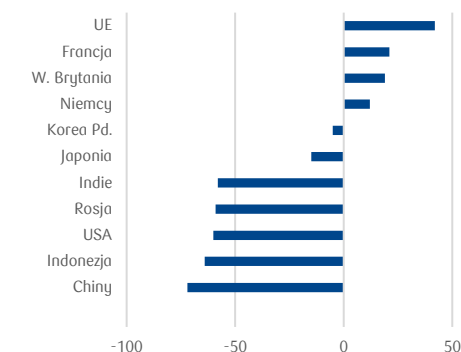
Również wydatki publiczne coraz częściej powiązane są z celami zrównoważonego rozwoju. Pakiety stymulacyjne wprowadzane na początku kryzysu związanego z COVID-19, miały na celu ratowanie gospodarek, w tym głównie miejsc pracy. Jednak część z nich powiązana była z celami zrównoważonego rozwoju. Dla przykładu, wg deklaracji Komisji Europejskiej 37% środków z unijnego Funduszu Odbudowy ma być wydatkowane na cele bezpośrednio powiązane z Europejskim Zielonym Ładem. Według VividEconomics wśród 17 przeanalizowanych pakietów stymulacyjnych najbardziej zielony jest projektowany pakiet UE. Wysokie oceny otrzymały również Francja i Niemcy. Z kolei najbardziej negatywny wpływ na środowisko mają pakiety w Chinach, Indonezji i Stanach Zjednoczonych. Większe powiązanie inwestycji publicznych z celami zrównoważonego rozwoju, w tym głównie transformacją do gospodarki niskoemisyjnej, będzie miało niewątpliwie miejsce również w Polsce. Potrzeby inwestycyjne związane z samą tylko transformacją energetyczną są ogromne – szacowane są w latach 2021-2025 na ponad 100 mld PLN, w tym 45 mld PLN w sektorze paliwowo-energetycznym.

## Globalne emisje zielonych, społecznych i zrównoważonych obligacji



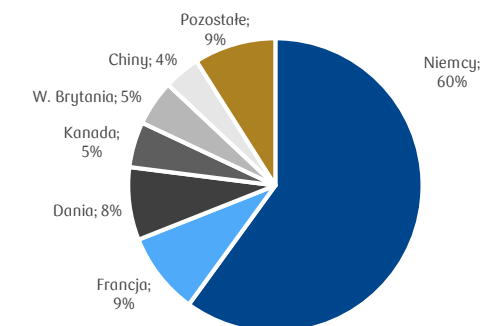
Źródło: Climate Bonds Initiative, Dealogic and Moody's Investors Service

## Indeks zazielenienia pakietów stymulacyjnych



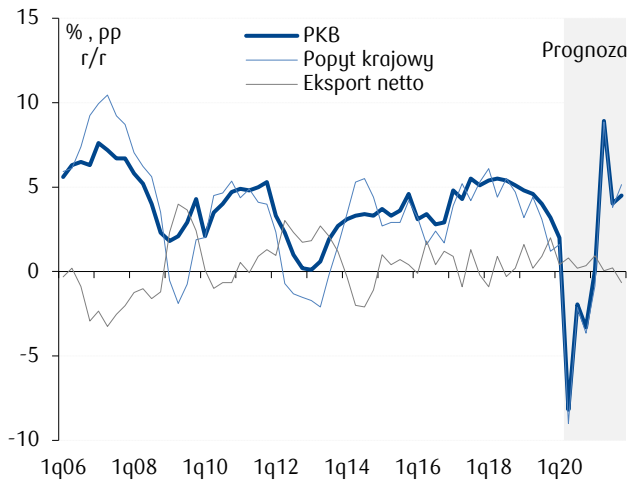
Źródło: Vivid Economics, skala od -100 do 100, pakiet UE - ocena hipotetyczna przy założeniu realizacji wszystkich zamierzeń

## Udział w światowym wolumenie zielonych pakietów stymulacyjnych

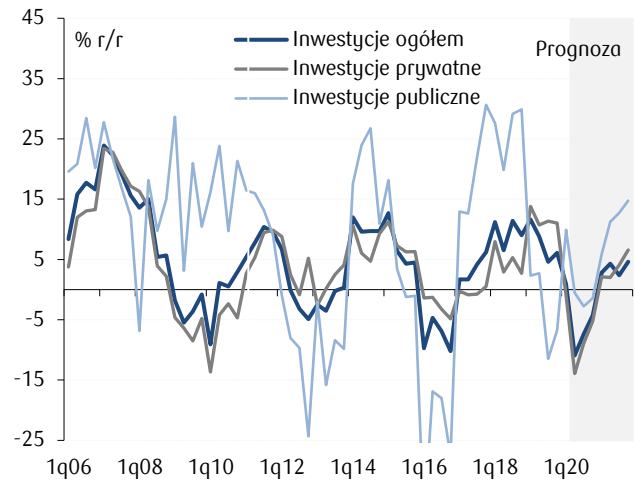


Źródło: Bloomberg, dane wg stanu na lipiec 2020

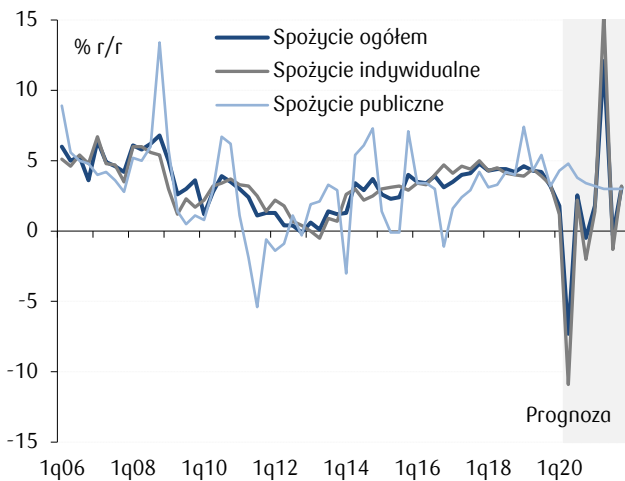
**Realny PKB**



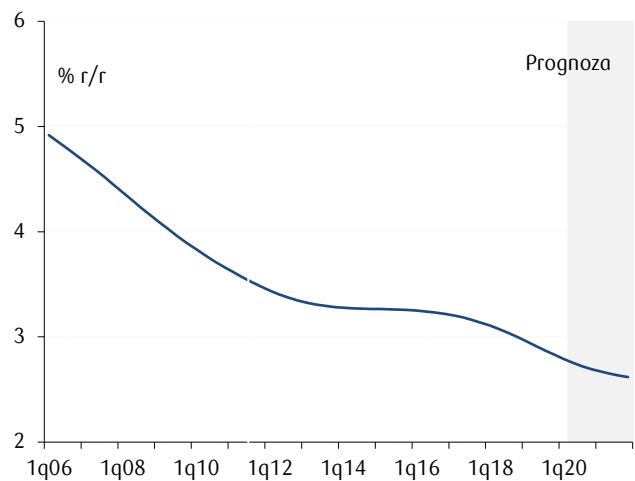
**Popyt inwestycyjny**



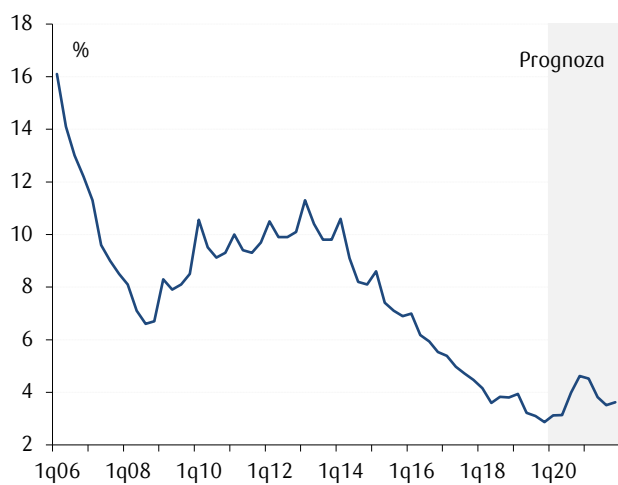
**Popyt konsumpcyjny**



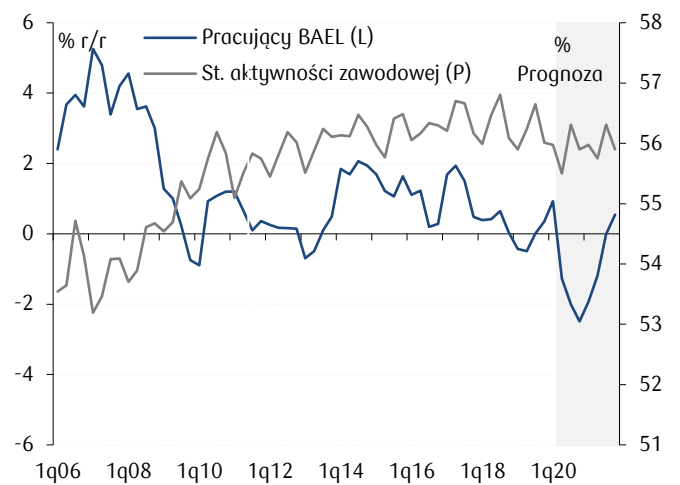
**Produkt potencjalny\***



**Stopa bezrobocia BAEL\*\***

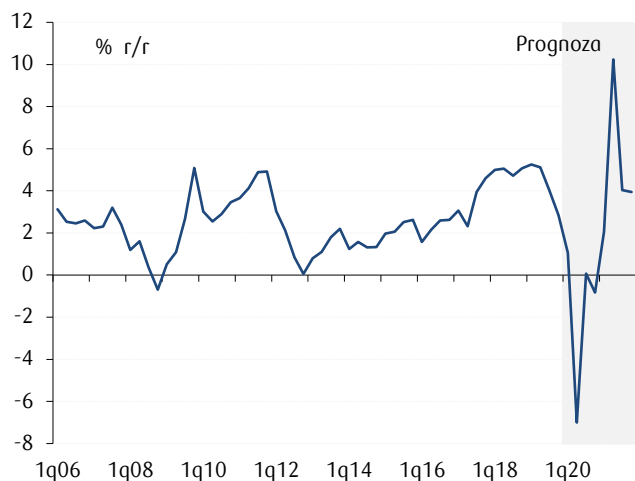


**Pracujący BAEL i aktywność zawodowa\*\***

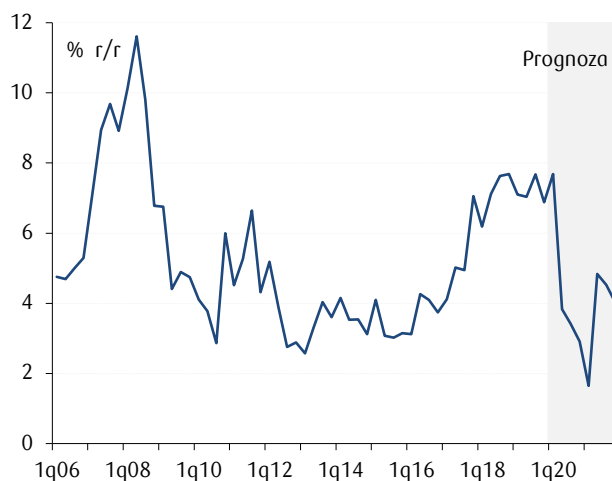


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych, \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

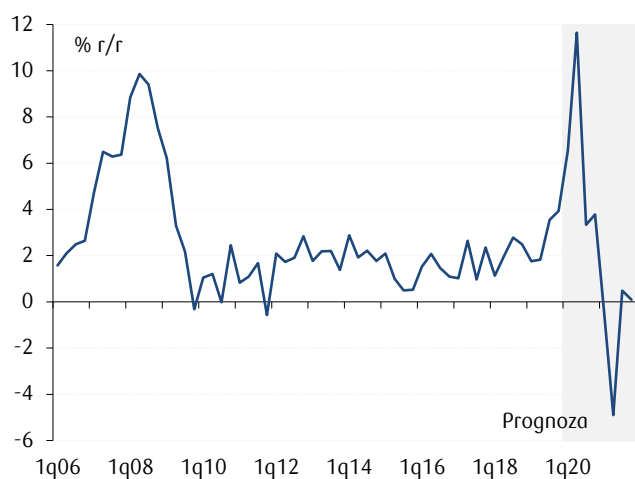
### Wydajność pracy\*



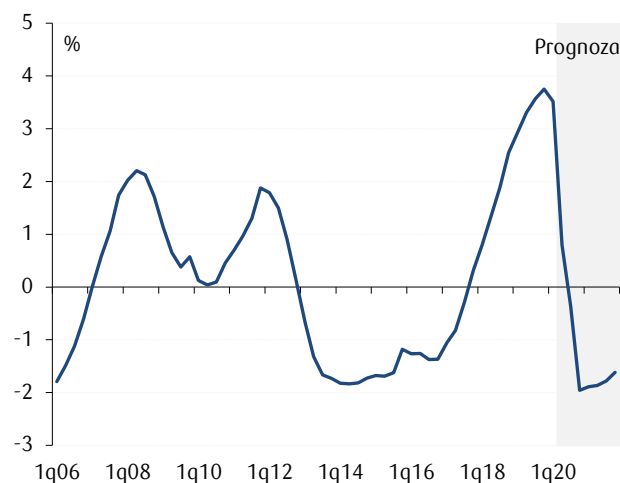
### Płace w gospodarce narodowej



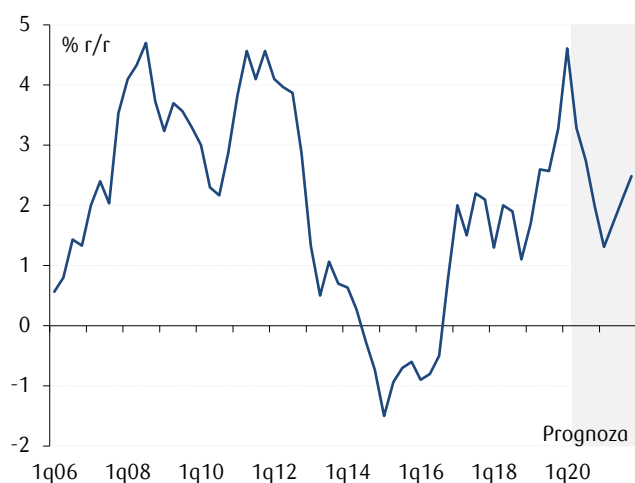
### Jednostkowe koszty pracy\*



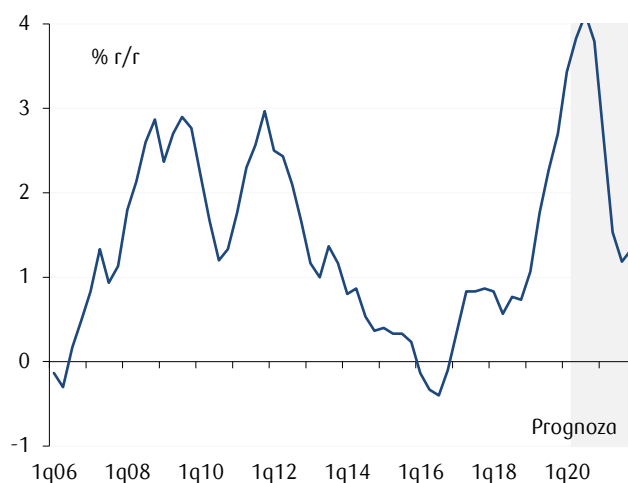
### Luka popytowa



### Inflacja CPI

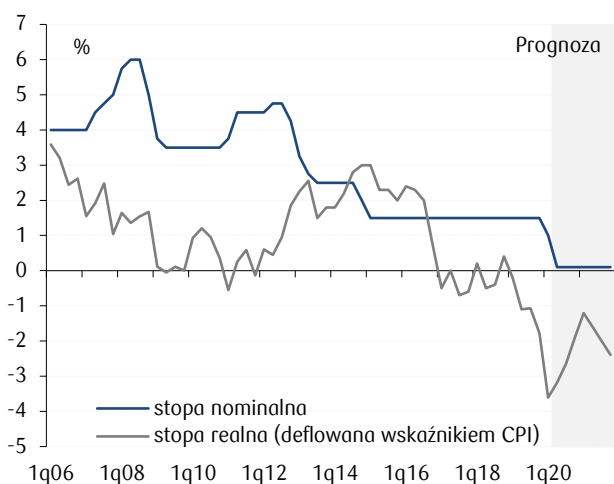


### Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

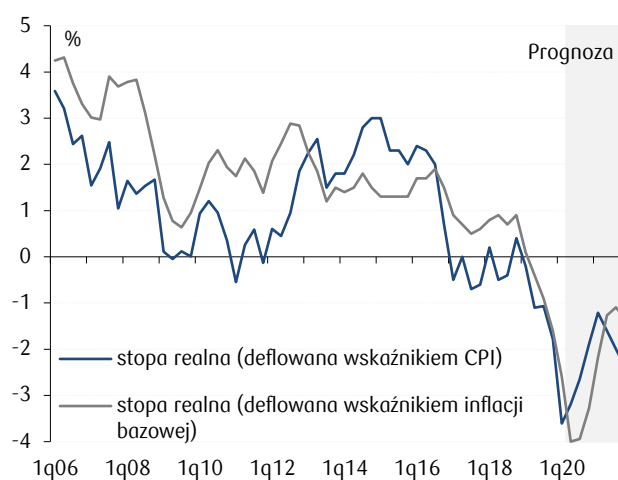


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011

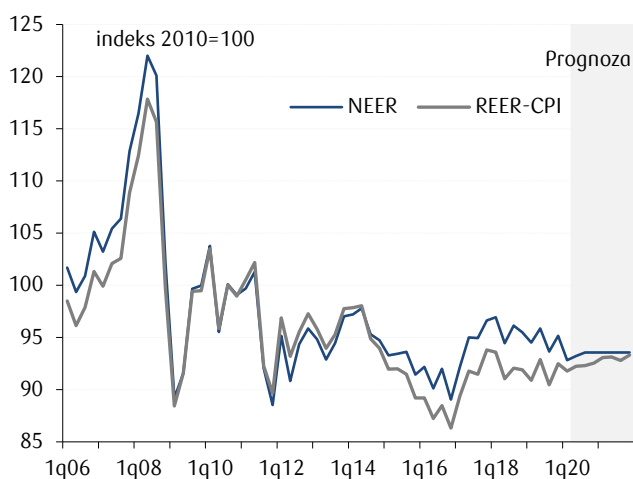
### Stopy nominalne vs realne



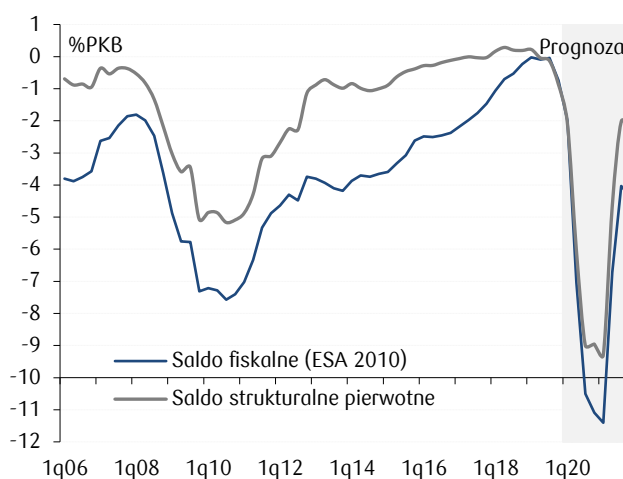
### Stopy realne



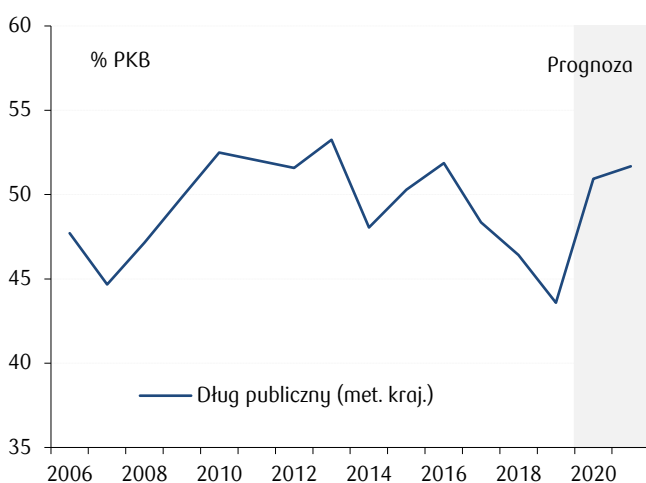
### Założenia dotyczące NEER i REER\*



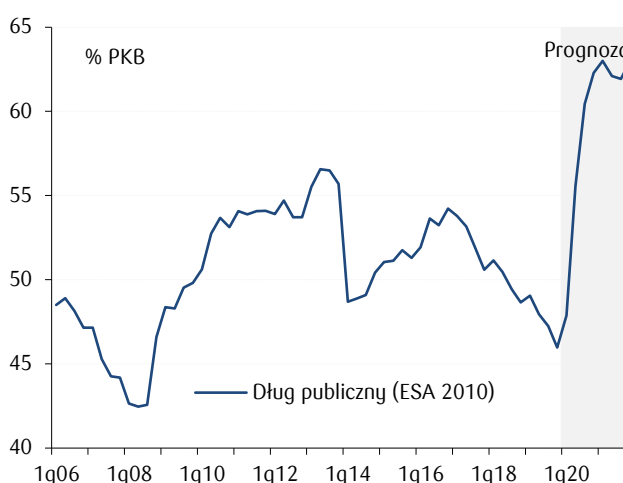
### Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



### Dług publiczny (met. kraj.)

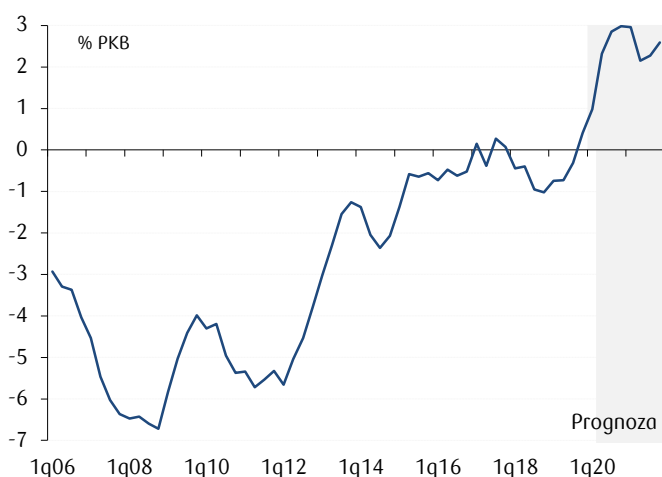


### Dług publiczny (ESA 2010)

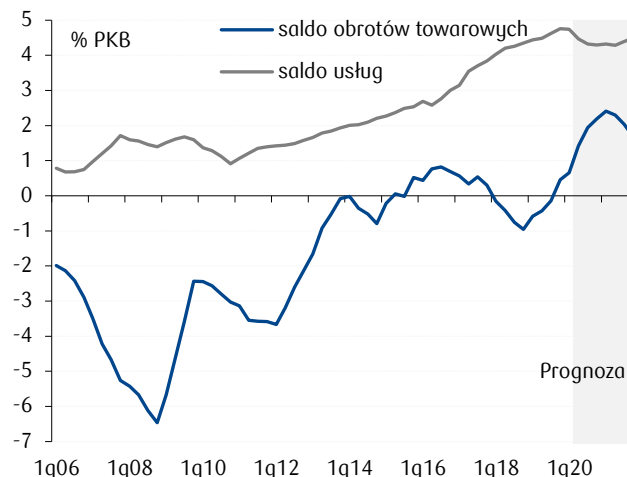


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.\*wzrost oznacza aprecjacje.

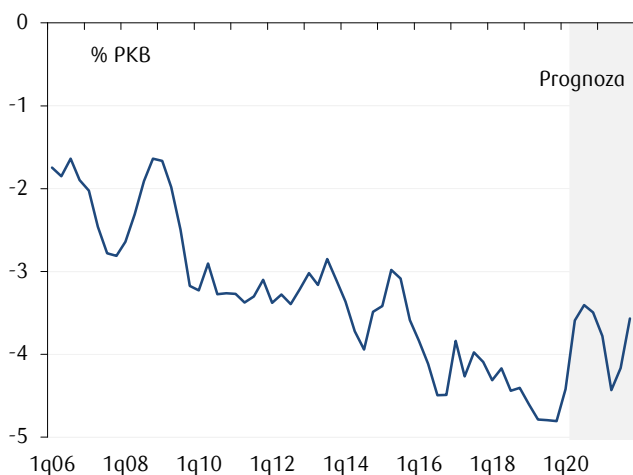
### Saldo rachunku obrotów bieżących



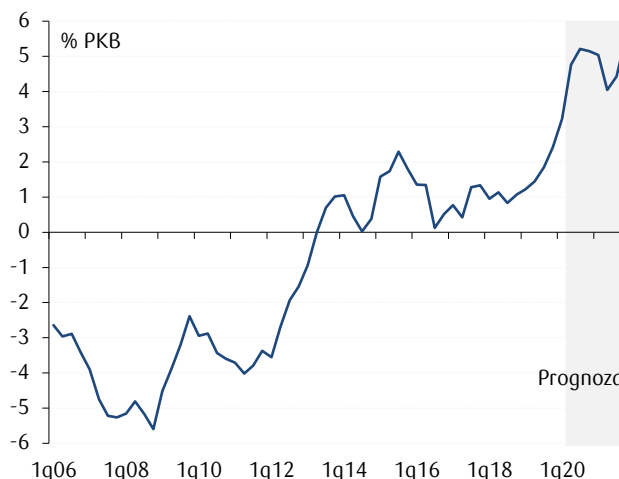
### Saldo handlu zagranicznego



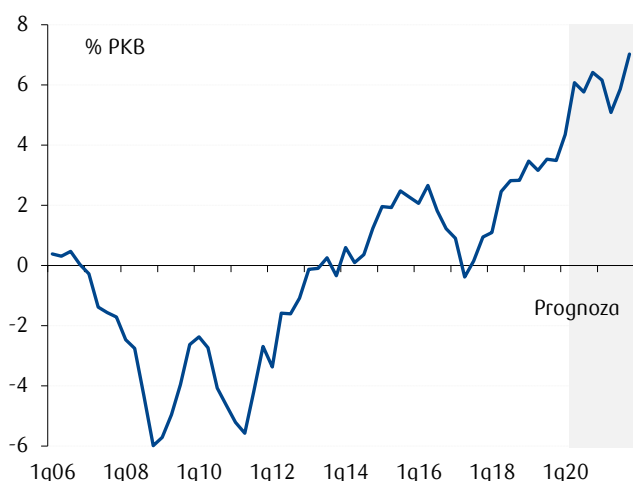
### Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



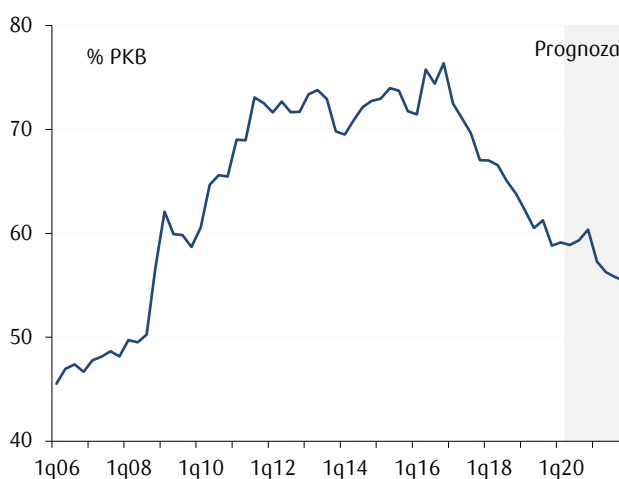
### Saldo CAB i CAP\*



### Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR\*



### Zadłużenie zagraniczne



Źródło: NBP, PKO Bank Polski, \*CAB - rachunek obrotów bieżących, FDI - bezpośrednie inwestycje zagraniczne, CAP - rachunek kapitałowy, ERR - błędy i opuszczenia.

## Roczne wskaźniki makroekonomiczne

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Sfera realna</b>										
Realny PKB (% r/r)	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-2,9	4,3
Popyt krajowy (% r/r)	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,6	3,0	-3,5	4,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-2,3	4,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-5,6	3,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	0,0	0,3	4,2	3,5	1,0	4,1	5,1	4,4	-1,8	3,9
Zapasy (pkt. proc.)	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,3	0,8	0,5	-1,4	-1,7	0,5
Eksport netto (pkt. proc.)	2,2	1,3	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,2	0,4	0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	3,4	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	2,9	2,7	2,6
Nominalny PKB (mld PLN)	1629	1657	1720	1745	1861	1989	2120	2274	2263	2404
<b>Rynek pracy</b>										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,9	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Pracujący BAEL (% r/r)	0,2	-0,1	1,9	1,4	0,7	1,4	0,4	-0,1	-1,2	-0,6
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,4	56,3	56,2	55,9	56,0
Stopa bezrobocia BAEL (%)	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	3,8	2,9	4,6	3,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	7,4	6,6
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	4,5	3,8
Wydajność pracy (% r/r)	1,5	1,5	1,4	2,3	2,2	3,5	5,0	4,3	-1,7	5,1
ULC (% r/r)	2,1	1,9	2,2	1,0	1,5	1,7	2,1	2,8	6,3	-1,2
<b>Procesy inflacyjne</b>										
Inflacja CPI (% r/r)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,3	1,9
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,1	0,4
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,1	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	1,0
Inflacja bazowa (% r/r)	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,8	1,7
Deflator PKB (% r/r)	2,4	0,3	0,6	0,8	0,3	1,9	1,2	3,0	2,4	1,8
<b>Agregaty monetarne</b>										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1561,8	1778,9	1912,3
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	4,6	9,2	8,0	13,9	7,5
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	2,1	5,6	9,2	9,6	8,7	2,5	8,1	4,7	11,9	5,0
Kredyty ogółem (mld PLN)	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,7	1364,3	1418,1
Kredyty ogółem (% r/r)	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	3,1	3,9
Depozyty ogółem (mld PLN)	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1542,7	1664,3
Depozyty ogółem (% r/r)	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	9,7	7,9
<b>Bilans płatniczy</b>										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,1	-1,0	0,4	3,0	2,6
Bilans handlowy (% PKB)	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,3	-1,0	0,5	2,2	1,7
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,4	2,5	2,2	1,4	1,8
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	71,7	69,8	72,7	71,8	76,4	67,0	63,8	58,8	60,4	55,5
<b>Polityka fiskalna</b>										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-3,7	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-11,1	-4,4
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,1	-1,7	-1,7	-0,9	-0,7	0,1	1,2	0,6	-9,7	-3,1
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1,1	-1,0	-1,0	-0,4	-0,1	0,0	0,2	-0,9	-9,0	-2,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,7	46,0	62,3	63,0
<b>Polityka pieniężna</b>										
Stopa referencyjna NBP (%)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
Realna st. ref. defl. CPI (%)	1,85	1,80	3,00	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-1,89	-2,39
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	2,85	1,50	1,50	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,28	-1,34
Stopa lombardowa (%)	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	0,50
REER defl. CPI (% r/r)	-0,5	0,0	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,6	0,9

Źródła: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, \*popyt krajowy z wyłączeniem zapasów.



## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA  
 ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
 t: (22) 521 80 84  
 f: (22) 521 88 87  
 email: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska [marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl) 22 521 67 97  
 dr Marcin Czaplicki, CFA [marcin.czaplicki@pkobp.pl](mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl) 22 521 54 50  
 Urszula Kryńska [urszula.krynska@pkobp.pl](mailto:urszula.krynska@pkobp.pl) 22 521 51 32  
 dr Michał Rot [michal.rot@pkobp.pl](mailto:michal.rot@pkobp.pl) 22 580 34 22

### Zespół Analiz Sektorowych

[analizy.sektorowe@pkobp.pl](mailto:analizy.sektorowe@pkobp.pl) 22 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek [agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl](mailto:agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl) 22 521 81 22  
 dr Mariusz Dziwulski [mariusz.dziwulski@pkobp.pl](mailto:mariusz.dziwulski@pkobp.pl) 22 521 81 88  
 Michał Koleśnikow [michal.kolesnikow@pkobp.pl](mailto:michal.kolesnikow@pkobp.pl) 22 521 81 23  
 Piotr Krzysztofik [piotr.krzysztofik@pkobp.pl](mailto:piotr.krzysztofik@pkobp.pl) 22 521 81 25  
 Wojciech Matysiak [wojciech.matysiak@pkobp.pl](mailto:wojciech.matysiak@pkobp.pl) 22 521 51 80  
 Katarzyna Piętka-Kosińska [katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl](mailto:katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl) 22 521 65 15  
 Filip Romanowski [filip.romanowski@pkobp.pl](mailto:filip.romanowski@pkobp.pl) 22 521 87 39  
 Anna Senderowicz [anna.senderowicz@pkobp.pl](mailto:anna.senderowicz@pkobp.pl) 22 521 81 24

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki [marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl) 22 521 72 24  
 Aleksandra Majek [aleksandra.majek@pkobp.pl](mailto:aleksandra.majek@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

#### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.