

Koniec karnawału

- **Przełom 2019/2020 przyniósł symptomy stabilizacji światowej koniunktury, rozjaśniając perspektywy na 2020, ale na horyzoncie pojawiły się ciemne chmury związane z COVID-19.** Potencjalnie duże negatywne implikacje tego wirusa dla światowej gospodarki przynajmniej w krótkim terminie znacznie przeważają nad pozytywnym wpływem zawarcia wstępnej umowy handlowej pomiędzy USA i Chinami oraz zmasowanego łagodzenia polityki pieniężnej na świecie w trakcie 2019. Skutki epidemii są trudne do oszacowania *ex ante*, szczególnie, że wirus oddziałuje nie tylko na popyt, ale przede wszystkim na stronę podażową, zaburzając globalne łańcuchy produkcyjne. Bilans czynników ryzyka dla światowego wzrostu staje się wyraźnie negatywny. Przedwczesny koniec karnawału w Wenecji na skutek COVID-19 może się okazać symbolem załamania globalnego ożywienia gospodarczego oczekiwanego na 2020.
- **W trakcie 2h19 krajowa gospodarka w końcu wyraźnie wyhamowała w ślad za negatywnymi trendami w otoczeniu zewnętrznym.** Rozczarowujące zachowanie konsumpcji prywatnej oraz pogorszenie bilansu czynników ryzyka dla otoczenia zewnętrznego powodują, że następuje **rewizja w dół naszej prognozy wzrostu PKB w 2020 do 3,5%**. Nadal uważamy, że głębokość spowolnienia ograniczą redystrybucja fiskalna wspierająca gospodarstwa domowe, efekt większej liczby dni roboczych (+4) oraz luzowanie monetarne w postaci znacznego spadku realnych stóp procentowych. Zabezpieczeniem przed czarnymi scenariuszami są historycznie dobra kondycja finansów publicznych i postępująca w 2019 rozbudowa oszczędności w sektorze gosp. domowych.
- **Kreślony przez nas od dłuższego czasu scenariusz inflacyjny materializuje się.** Wzrost inflacji ma charakter podażowo-regulacyjny, a osłabienie wzrostu popytu działa w kierunku ograniczenia inflacji. W świetle naszych aktualnych prognoz, szczyt inflacji CPI nadal przypada na 1q20, ale wydłuża się jej powrót w stronę celu (efekt m.in. nowych zmian podatkowych). **Średnioroczna inflacja CPI w tym roku wyniesie wg naszych przewidywań 3,8%, najwięcej od lat 2011-2012.**
- **Głównym tematem na rynku pracy pozostają skutki wzrostu płacy minimalnej.** Styczeniowe dane z sektora przedsiębiorstw sugerują, że skala dostosowań całych siatek płac do nowej pensji minimalnej może być słabsza niż zakładaliśmy, m.in. ze względu na postępujące osłabienie wzrostu popytu na pracę. Z drugiej strony, sygnały osłabienia napływu pracowników zagranicznych dowodzą, że ograniczenia podażowe będą podtrzymywały dynamikę płac na podwyższonym poziomie, a bezrobocie nie będzie wzrastać.
- **Nasza ocena perspektyw polityki pieniężnej RPP pozostaje bez zmian.** W Radzie ścierają się skrzydła jastrzębi i gołębi, ale większość nadal preferuje stabilizację stóp. **Wzrost inflacji obniża realne stopy i efektywnie łagodzi warunki monetarne,** wypełniając postulaty gołębic członków, obawiających się o wzrost PKB. **Oslabienie presji popytowej ogranicza ryzyko spirali inflacyjnej,** której obawiają się jastrzębie.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Realny PKB (% r/r)	4,8	4,6	3,9	3,1	2,7	3,4	3,8	4,1	5,1	4,0	3,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,9	3,2	3,1	3,2	3,6	3,1	2,9	3,2	3,8	3,2	3,2
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	1,2	2,4	2,8	2,8	4,4	3,7	3,5	3,6	1,6	2,3	3,8
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	1,1	1,8	2,2	2,7	3,6	3,5	3,4	3,1	0,7	1,9	3,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,4	0,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	-1,0	1,1	1,0
Saldo fiskalne (% PKB) [†]	0,0	-0,1	0,0	-1,1	-1,1	-0,9	-0,5	0,0	-0,2	-1,1	0,0
Dług publiczny (% PKB) ^{†*}	49,2	48,1	47,4	47,2	46,3	45,6	44,3	44,1	48,9	47,2	44,1
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50

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

Główny Ekonomista

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

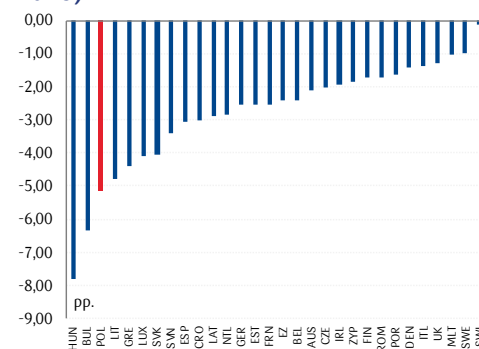
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

Ekonomista

tel. 22 580 34 22

Zmiana realnej stopy procentowej* (deflowanej HICP) w UE, Wlk. Brytanii i Szwajcarii (styczeń 2020 vs styczeń 2015)



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski. *3M stopa rynkowa, dla Bułgarii ON

(1). Otoczenie zewnętrzne

• Trendy bieżące

Gospodarka światowa, po okresie spowolnienia w 2019, zaczęła wykazywać oznaki stabilizacji przy spadku niepewności. Przyczyniło się do tego m.in. najgłębsze zsynchronizowane luzowanie polityki pieniężnej od kryzysu finansowego, w ramach którego 49 banków centralnych obniżyło stopy procentowe łącznie 71 razy. Według szacunków MFW luzowanie polityki pieniężnej dodało w minionym roku 0,5pp do globalnego wzrostu PKB. Podpisanie 1. fazy amerykańsko-chińskiej umowy handlowej na początku 2020 ograniczy, wg wyliczeń Funduszu, negatywny wpływ napięć handlowych na globalny PKB o ¼ czyli o 0,2pp. Przełom 2019/2020 przyniósł stabilizację/poprawę ankietowych wskaźników koniunktury w głównych gospodarkach, ale nie przełożyło się to dotąd na „twarde” dane.

• Prognoza średnioterminowa

2020 przyniósł nowe czynniki ryzyka dla światowego wzrostu, z których najpoważniejszym jest zapoczątkowana w chińskiej prowincji Wuhan epidemia koronawirusa (COVID-19). Statystyki mówią obecnie o ponad 80 tys. zarażonych nowym wirusem oraz 2,7 tys. ofiar śmiertelnych. Zdecydowana większość przypadków została odnotowana w Chinach, ale epidemia rozszerza się na inne części świata, w tym Europę. Reakcją na epidemię było wprowadzenie ograniczeń w przemieszczaniu się ludności oraz zamknięcie fabryk, co przekłada się na niższą aktywność w usługach i produkcji. Wpływ tych działań na chińskie PKB (które w 2019 wzrosło w najniższym od 29 lat tempie 6,1%) będzie jednoznacznie negatywny, w skali zależnej od czasu trwania epidemii. Obecnie podstawowa narracja zakłada, że epidemia zostanie opanowana w 1q20. To oznaczałoby, że jej znaczący negatywny wpływ na PKB na początku roku, w perspektywie całego 2020 będzie wyraźnie słabszy (szacunki wzrostu PKB Chin na poziomie 5%). Wpływ epidemii na inne gospodarki przebiega dwoma kanałami: (1) ograniczenie popytu z Azji, również konsumpcyjnego i na usługi; (2) zaburzenia w łańcuchach produkcyjnych. Najbardziej dotkliwie problemy Chin będą odczuwane w Azji oraz w gospodarkach surowcowych. Epidemia przyczyniła się do dalszego pogorszenia warunków w globalnym handlu towarami, a opublikowany przez WTO Barometr wymiany towarowej sugeruje dalsze osłabienie wolumenu światowego handlu w 1q20.

• Źródła niepewności dla prognozy

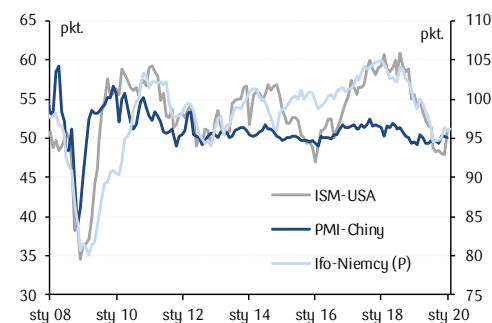
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) epidemia COVID-19, (2) eskalacja „wojny handlowej” na froncie europejskim.

Otoczenie zewnętrzne

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	1,4	1,2	1,2	0,9	0,7	0,8	1,0	1,1	1,9	1,2	0,8
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,4	1,4	1,0	1,0	1,2	1,0	1,1	1,3	1,8	1,2	1,2
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)	3,1	2,0	2,1	2,1	1,8	1,7	1,7	1,7	2,9	2,3	1,7
USA: Inflacja CPI (% r/r)	1,6	1,8	1,8	2,0	2,2	1,9	2,0	2,1	2,4	1,8	2,1
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	2,50	2,50	2,00	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50	2,50	1,75	1,75
Chiny: Realny PKB (% r/r)	6,4	6,2	6,0	6,0	1,7	5,0	6,5	6,3	6,7	6,1	4,9
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,8	2,6	2,9	4,3	5,0	4,0	3,1	2,0	2,1	2,9	3,5
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30	4,30	4,30	4,35	4,35	4,30

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

Koniunktura w głównych gospodarkach



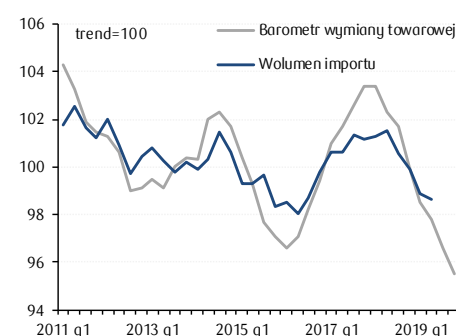
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wpływ popytu z Chin na PKB



Źródło: OECD, PKO Bank Polski.

Perspektywy światowego handlu



Źródło: Macrobond, WTO, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

• Trendy bieżące

Wzrost PKB w 4q19 wyhamował do 3,1% r/r, silniej niż szacowaliśmy w poprzednim Kwartalniku. Wstępne dane za cały 2019 implikują, że w 4q19 obniżyła się dynamika konsumpcji (do 3,5% r/r) i to jest główne rozczarowanie wobec naszej prognozy. Wzrosła natomiast dynamika inwestycji (do 7,3% r/r), a wkład eksportu netto był ujemny (-0,3pp). Miesięczne dane za 4q19 o handlu zagranicznym (wzrost nadwyżki obrotów towarowych, stabilna nadwyżka wymiany usług) oraz spadek produkcji budowlano-montażowej wskazują na możliwość rewizji struktury wzrostu w 4q19 (niższa dynamika inwestycji oraz wyższy, dodatni wkład eksportu netto). Z drugiej strony, zakończenie dwóch dużych projektów w branży energetycznej mogło podbić dynamikę inwestycji (o ok. 2pp). Dane potwierdzają, że struktura wzrostu PKB zmienia się w kierunku mniejszego wkładu popytu krajowego.

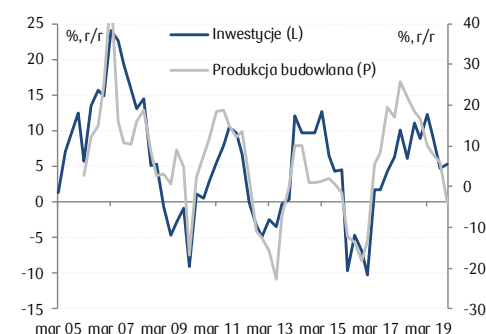
• Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że wzrost PKB w 2020 wyniesie 3,5% (rewizja z 3,7%). Dane pokazują, że wzrost dochodów gospodarstw domowych z tytułu programów fiskalnych nie prowadzi do wzmocnienia konsumpcji. Rośnie stopa oszczędności, a konsumpcja prywatna w 2020 będzie się zmagać z ograniczającą realną siłą nabywczą inflacją oraz gorszymi nastrojami gospodarstw domowych. W 2h19 weszliśmy w okres spadku nakładów na infrastrukturę. Słabsze warunki cykliczne oraz wygasanie pozytywnego efektu dużego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w ostatnich latach będą się manifestować w postaci spadku dynamiki inwestycji prywatnych. Nie brakuje jednak sygnałów (m.in. wartość kosztorysowa noworozpoczynanych inwestycji), że ograniczenie aktywności inwestycyjnej będzie przejściowe. **Cztery dni robocze więcej niż w 2019** to także istotny czynnik (dodający do dynamiki PKB min. 0,5pp). Dodatkowo, ekspansja podaży pieniądza sugeruje, że spowolnienie wzrostu gospodarczego nie powinno się pogłębiać. Bilans czynników ryzyka dla naszej prognozy wzrostu PKB, mimo rewizji w dół, pozostaje asymetryczny w dół, ze względu na nieprzewidywalne, a potencjalnie istotne skutki gospodarcze COVID-19.

• Źródła niepewności dla prognozy

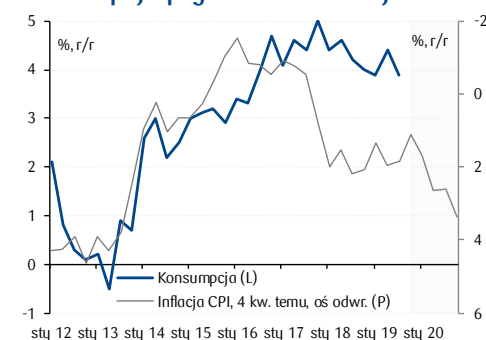
Głównymi źródłami niepewności są: (1) stan globalnej koniunktury (COVID-19, „wojny handlowe”, „twardy” brexit), (2) ryzyko szoków podaży podbijających ceny, (3) skala absorpcji środków z UE, (4) stopa oszczędności gosp. domowych.

Inwestycje vs produkcja budowlana



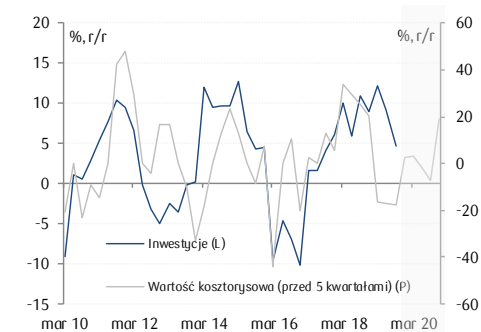
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Konsumpcja prywatna vs inflacja CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wartość kosztorysowa noworozpoczętych inwestycji



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Realny PKB (% r/r)	4,8	4,6	3,9	3,1	2,7	3,4	3,8	4,1	5,1	4,0	3,5
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,8	4,4	3,1	3,4	2,2	2,3	2,9	2,6	5,1	3,6	2,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,9	4,4	3,9	3,6	3,7	3,5	3,5	3,5	4,3	3,9	3,6
Sprzedaż krajowa (% r/r)	5,1	4,6	3,8	4,3	2,6	1,9	2,1	2,5	4,7	4,4	2,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	12,2	9,1	4,7	7,3	-0,9	-3,5	-2,0	0,9	8,9	7,8	-1,0
Publiczne [†] (% r/r)	2,3	2,7	-11,4	-2,1	-2,9	-0,3	-1,4	-4,5	27,7	-3,2	-2,6
Prywatne [†] (% r/r)	14,6	11,1	11,5	8,0	-0,4	-2,2	-0,5	1,1	3,5	10,6	-0,3
Zapasy (pkt. proc.)	-1,3	-0,2	-0,7	-0,9	-0,4	0,4	0,8	0,1	0,4	-0,8	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	1,0	0,2	0,8	-0,3	0,5	1,1	0,9	1,5	0,0	0,4	0,9
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6,1	4,2	3,3	2,4	1,3	1,0	2,6	4,0	5,8	4,2	2,0
Potencjalny PKB [†] (% r/r)	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8	3,7
Luka popytowa (% pot. PKB)	0,7	0,8	0,9	0,8	0,5	0,3	0,3	0,5	0,0	0,8	0,4

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [†]szacunki własne.

(3). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Ostatnie miesiące 2019 przyniosły dalsze umiarkowane wyhamowywanie dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i wzmocnienie sygnałów o osłabieniu popytu na pracowników, płynących zarówno z badań koniunktury (patrz wykres), jak i z danych o spadającej liczbie nowotworzonych miejsc pracy. Tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw wyhamowało (5,8% r/r w 4q19 vs 6,8% r/r w 3q19), odzwierciedlając zarówno osłabienie popytu, jak i – w naszej ocenie – oczekiwanie firm na wzrost płacy minimalnej od 2020. Dane z ZUS nt. liczby ubezpieczonych cudzoziemców w 4q19 (spadek o 14 tys. vs 3q19) sugerują, że saldo migracji zaczyna ulegać pogorszeniu. Styczeniowe dane z sektora przedsiębiorstw pokazały słabszą niż zakładaliśmy reakcję płac na wzrost pensji minimalnej (przyspieszyły do 7,1% r/r) oraz zgodne z naszymi oczekiwaniami migrowanie dynamiki zatrudnienia w stronę poziomów obserwowanych dla całej gospodarki (wyhamowanie do 1,1% r/r z 2,6% r/r).

• Prognoza średnioterminowa

Według danych o strukturze wynagrodzeń, w 2018 wynagrodzenie na poziomie nie wyższym od minimalnego otrzymywało 7,6% zatrudnionych w przedsiębiorstwach i blisko 16% pracujących w całej gospodarce. Ten rozdzwięk pokazuje, że styczeniowe dane z sektora przedsiębiorstw mają ograniczoną moc predykcyjną co do dynamiki wynagrodzeń w całej gospodarce w 2020. Podtrzymujemy więc założenie, że wzrost płacy minimalnej zaowocuje przyspieszeniem dynamiki wynagrodzeń przy spowolnieniu wzrostu PKB. Jednocześnie dostrzegamy coraz silniejsze symptomy osłabienia popytu na pracę, które mogą ograniczyć oddziaływanie wzrostu płacy minimalnej na przeciętne wynagrodzenie poprzez mniejsze/rzadsze dostosowywanie do niego siatki płac. Nadal jednak sądzimy, że podwyższona dynamika wynagrodzeń, niezależnie od zmian płacy minimalnej, pozostanie długoterminowym trendem, wynikającym z narastających ograniczeń podażowych. Osłabienie napływów migracyjnych i brak wzrostu aktywności zawodowej pokazują, że dominującą siłą na rynku pracy będzie demografia. To oznacza spadek liczby pracujących i zakotwiczenie bezrobocia w pobliżu obecnych, rekordowo niskich minimów. Sygnalizowane przez firmy ograniczenie aktywności inwestycyjnej stawia pod znakiem zapytania trwałość odnotowywanego na przestrzeni ostatnich lat wzrostu wydajności pracy, częściowo mitygującego negatywne przełożenie rynku pracy na potencjał krajowej gospodarki.

• Źródła niepewności dla prognozy

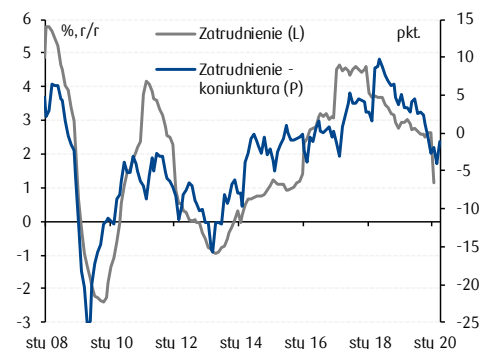
Główne źródła niepewności dla prognozy to: (1) skala migracji; (2) zmiany regulacyjne (3) zmiany aktywności zawodowej; (4) skutki wzrostu płacy minimalnej.

Rynek pracy

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	3,0	2,8	2,6	2,6	1,1	1,2	1,4	1,7	3,4	2,7	1,3
Pracujący BAEL (% r/r)	-0,4	-0,6	-0,8	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,2	0,4	-0,6	-0,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,9	5,3	5,1	5,2	5,4	5,0	5,0	5,2	5,8	5,2	5,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,9	3,2	3,1	3,2	3,6	3,1	2,9	3,2	3,8	3,2	3,2
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	55,9	56,4	56,7	56,0	55,9	56,5	56,8	56,1	56,3	56,2	56,3
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	6,9	6,7	6,9	5,8	7,3	7,1	7,2	7,2	7,1	6,6	7,2
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	6,8	6,1	6,5	7,6	8,1	8,2	8,2	7,8	7,2	6,8	8,1
Wydajność pracy (% r/r)	5,3	5,2	4,7	3,6	3,4	4,3	4,7	4,3	4,8	4,7	4,2
ULC (% r/r)	1,5	0,9	1,7	3,9	4,6	3,7	3,3	3,3	2,3	2,0	3,7

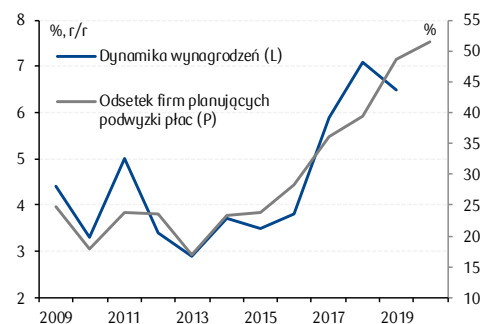
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *koniec okresu.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw vs komponenty zatrudnienia w badaniach koniunktury



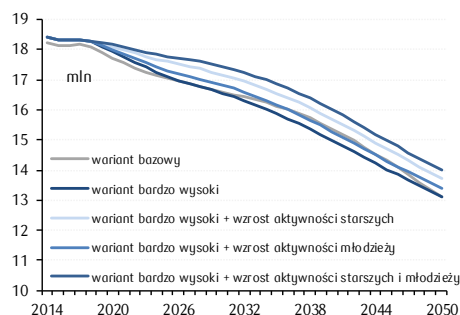
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Skala vs powszechność wzrostu płac



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski (odsetek firm planujących podwyżki na początku danego roku)

Długoterminowe scenariusze dla liczby osób aktywnych zawodowo



Źródło: GUS, PKO Bank Polski – obliczenia własne.

(4). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Inflacja CPI na przełomie 2019/2020 wyraźnie wzrosła, do 4,4% r/r w styczniu (vs 3,4% r/r w grudniu i 2,6% r/r w listopadzie). Dynamiczny wzrost cen jest pochodną ograniczeń podażowych na rynku żywności (epidemia ASF w Chinach i susza), silnej dynamiki cen energii elektrycznej (podwyżki cen i niska baza statystyczna) oraz inflacji bazowej, która jest najwyższa od 2002 (efekt wzrostu cen usług i czynników regulacyjnych takich jak: wzrost opłat za wywóz śmieci, wzrost akcyzy na alkohol i tytoń, podwyższone normy emisyjne dla silników samochodowych, podniesienie płacy minimalnej).

• Prognoza średnioterminowa

Kreślony przez nas od dłuższego czasu scenariusz inflacyjny materializuje się, a skala wzrostu cen jest nawet nieznacznie większa niż oczekiwaliśmy. Nie wynika to wg nas z czynników popytowych (ze względu na spowolnienie gospodarki ich proinflacyjne oddziaływanie będzie słabło), ale z niedoszacowania efektów wskazanych powyżej szoków regulacyjnych.

Podwyższamy naszą prognozę inflacji CPI w 2020 do 3,8% r/r (z 3,4%), ale nadal oczekujemy, że apogeum wzrostu cen nastąpi w 1q20 (nie wykluczamy, że na wyższym poziomie niż w styczniu). Później inflacja wyhamuje, jednak z uwagi na wprowadzenie od lipca podatku cukrowego (wraz z opłatą za „małpki” może podnieść ścieżkę CPI o 0,2-0,3pp) oraz (potencjalnie) podatku od sprzedaży detalicznej to hamowanie będzie słabsze niż dotychczas zakładaliśmy. Z kolei wprowadzana od października do rachunku za prąd opłata za dostęp do mocy podniesie (spadkowy) trend inflacji o 0,1-0,2pp.

W scenariuszu bazowym zakładamy, że zmienność cen żywności powróci do wzorca sezonowego, ale coraz więcej (w szczególności dane hydrologiczne) wskazuje na to, że również ten rok może przynieść suszę. W konsekwencji nasza, już obecnie wysoka, prognoza inflacji obarczona jest ryzykiem w górę.

Wybuch epidemii koronawirusa tworzy z kolei presję deflacyjną (poprzez spadki cen surowców), wskazując na ograniczoną przestrzeń do wzrostu inflacji, chociaż przy przedłużaniu się zaburzeń w łańcuchach dostaw może zaowocować wzrostem cen części towarów (m.in. elektronika, odzież, obuwie).

• Źródła niepewności dla prognozy

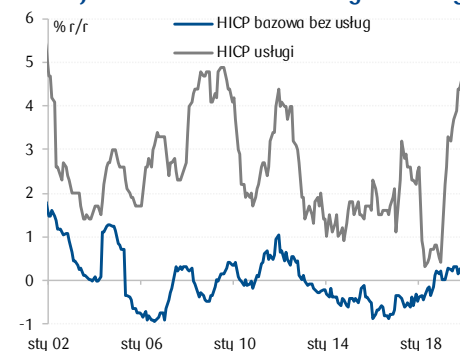
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy inflacji pozostają: (1) ceny żywności, (2) zmiany regulacyjne i administracyjne, (3) skala presji inflacyjnej z rynku pracy, (4) wpływ epidemii koronawirusa (na ceny surowców i towarów konsumpcyjnych).

Procesy inflacyjne

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Inflacja CPI† (% r/r)	1,7	2,6	2,6	3,4	4,5	3,6	3,5	3,3	1,1	3,4	3,3
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	1,2	2,4	2,8	2,8	4,4	3,7	3,5	3,6	1,6	2,3	3,8
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,5	1,2	1,7	1,6	1,9	1,5	1,1	1,1	0,6	1,2	1,4
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,4	0,2	0,4	0,7	0,6	-0,1	0,4
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,6	1,1	1,3	1,6	2,1	2,1	2,0	1,8	0,4	1,1	2,0
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	1,1	1,8	2,2	2,7	3,6	3,5	3,4	3,1	0,7	1,9	3,4
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	2,5	1,5	0,7	0,2	0,3	0,1	0,8	2,1	2,1	1,2	0,8
Deflator PKB (% r/r)	1,9	2,9	3,0	2,9	3,5	2,9	2,6	3,1	1,1	2,7	3,0
ULC (% r/r)	1,5	0,9	1,7	3,9	4,6	3,7	3,3	3,3	2,3	2,0	3,7
Luka popytowa (% pot. PKB)	0,7	0,8	0,9	0,8	0,5	0,3	0,3	0,5	0,0	0,8	0,4

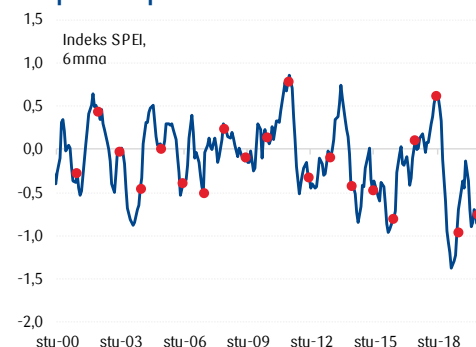
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu.

Inflacja bazowa HICP: towary vs usługi



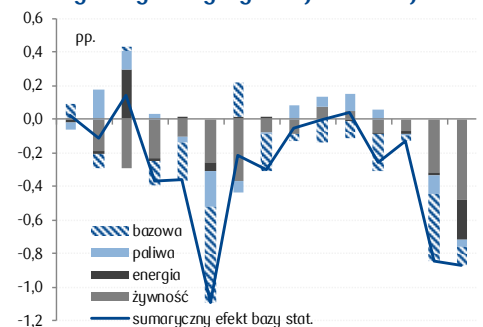
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Susza hydrologiczna: SPEI - Standardised Precipitation-Evapotranspiration Index*



Źródło: PKO Bank Polski. Indeks obrazujący poziom nawilżenia gleby. Por. Beguería S, Vicente-Serrano SM, Reig F, Latorre B. (2014). Standardized precipitation evapotranspiration index (SPEI) revisited: parameter fitting, evapotranspiration models, tools, datasets and drought monitoring, International Journal of Climatology tom 34 nr 10, s. 3001-3023. Czerwone kropki - grudzień danego roku. Im niżej na osi Y, tym bardziej susza.

Efekty bazy statystycznej w inflacji CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Równowaga zewnętrzna polskiej gospodarki jest obecnie najlepsza od ponad 2 dekad. Grudniowy bilans płatniczy pokazał pierwszą w historii danych (od końca lat 90.) nadwyżkę rachunku obrotów bieżących za ten miesiąc. W całym 2019 odnotowano najwyższą od 1995 i dopiero 3. w historii nadwyżkę w obrotach bieżących na poziomie 1,1% PKB. Wsparciem dla rachunku bieżącego jest wzrost nadwyżki w handlu towarami w ostatnich miesiącach i utrzymująca się nadwyżka w handlu usługami. Końcówka 2019 potwierdziła zaskakującą siłę polskiego eksportu, która kontrastowała z trendami w handlu światowym i w regionie EŚiW. Wzrost był szeroko zakrojony pod względem towarowym oraz geograficznym. Wyraźnie gorsze były wyniki importu, co było związane z kształtowaniem się cen surowców oraz prawdopodobnie niższym importem zaopatrzeniowym.

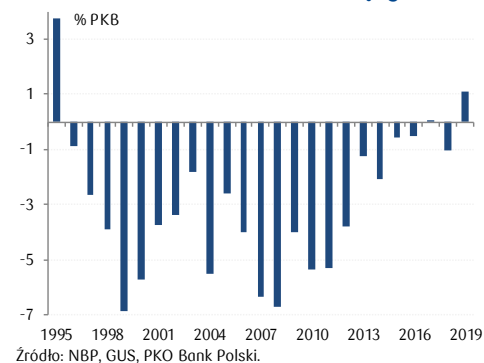
Prognoza średnioterminowa

W 2020 roku spodziewamy się utrzymania nadwyżki w obrotach bieżących na poziomie zbliżonym do 2019. Widzimy niewielkie pole do dalszej poprawy salda usługowego. Możliwe osłabienie eksportu, wynikające z utrzymywania się negatywnych tendencji w globalnym handlu oraz mniejszego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, będzie prawdopodobnie wyrównane przez słabszy import. Gorsze perspektywy importu to efekt spodziewanego przez nas spadku inwestycji przy ich wysokiej importochłonności. Z kolei saldo dochodów (pierwotnych i wtórnych) będzie wspierane przez niższe płatności dywidendowe i odsetkowe (środowisko niskich stóp oraz mniejsze napływy inwestycji portfelowych), a także stabilizacja transferów zarobkowych migrantów. Przy utrzymaniu solidnych napływów środków z UE i wysokiej nadwyżce rachunku obrotów bieżących, trend spadkowy relacji zadłużenia zagranicznego do PKB powinien być kontynuowany (niewykluczone, że publikowane pod koniec marca dane pokażą, że zadłużenie zagraniczne na koniec 2019 spadło poniżej 60% PKB).

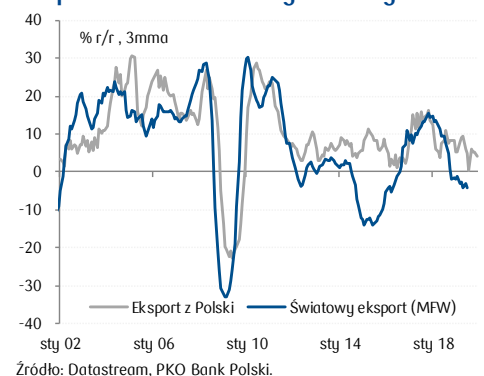
Źródła niepewności dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zaburzenia w łańcuchach dostaw spowodowane przez epidemię COVID-19 (2) ceny surowców (głównie ropy), (3) importochłonność impulsu fiskalnego.

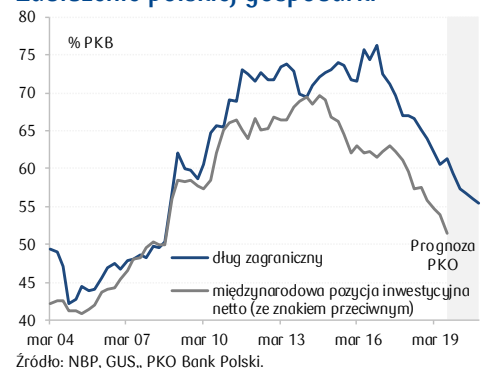
Saldo rachunku obrotów bieżących



Eksport z Polski na tle globalnego



Zadłużenie polskiej gospodarki



Równowaga zewnętrzna

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,4	0,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	-1,0	1,1	1,0
Bilans handlowy (% PKB)	-0,6	-0,4	-0,1	0,5	0,4	0,4	0,3	0,5	-1,0	0,5	0,5
Eksport (% r/r)	8,0	6,0	5,9	4,2	4,7	4,8	4,9	5,2	8,3	4,2	5,2
Import (% r/r)	4,3	4,4	3,3	-1,3	5,4	5,1	5,1	4,1	10,1	-1,3	4,1
Saldo usług (% PKB)	4,4	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,4	4,6	4,6
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,0	-3,9	-3,8	-3,6	-3,6	-3,6	-3,5	-3,5	-4,1	-3,6	-3,5
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	-0,6
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,0	2,2	2,2	2,0	2,1	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	-0,8	0,5	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,8	1,9	0,9	-0,9	1,9
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	2,8	2,1	1,5	1,1	0,7	1,1	1,1	1,6	2,5	1,1	1,6
Zmiana rezerw (% PKB)*	0,2	-1,6	-1,6	-1,8	-2,6	-2,9	-3,2	-4,5	-1,2	-1,8	-4,5
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,8	-0,7	-0,3	-0,4	-0,1	-0,2	-0,5	-0,3	-0,7	-0,4	-0,3
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	62,1	60,6	61,4	59,4	57,3	56,7	56,0	55,5	64,0	59,4	55,5
Sektor publiczny (% PKB)	23,2	22,6	22,9	23,1	22,2	21,7	21,4	21,2	25,3	23,1	21,2
Sektor prywatny (% PKB)	38,9	38,0	38,5	36,3	35,1	34,9	34,5	34,3	38,6	36,3	34,3

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

(6). Polityka pieniężna

Trendy bieżące

Stopy procentowe NBP pozostają bez zmian już niemal 5 lat, mimo coraz bardziej licznych wniosków zarówno o obniżkę, jak i podwyższenie stóp. W styczniu RPP głosowała nad podwyżką stóp o 15pb (3 głosy poparcia) i obniżką stóp o 25pb (1 głos poparcia). To pokazuje, że zarówno jastrzębie, jak i gołębie pozostają daleko od zbudowania większości. Retoryka Prezesa NBP pozostaje bez większych zmian i powtarza on, że najbardziej prawdopodobny scenariusz to stabilizacja stóp do końca jego kadencji w 2022. Wypowiedzi G.Ancyparowicz oraz J.Kropiwnickiego sugerują, że ich nastawienie jest bliskie prezentowanemu przez A.Głapińskiego, a więc tzw. **centryści przesuwają się w stronę skrajnie gołębiej mniejszości** (i sugerują, że w alternatywnym scenariuszu bardziej prawdopodobna jest obniżka, niż podwyżka stóp). W grudniu RPP opuścił J.Osiatyński (umiarkowany członek, bliższy jastrzębiom niż gołębiom), a jego miejsce zajął C.Kochalski.

Prognoza średnioterminowa

Nastawienie większości członków RPP oznacza, że **najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja stóp NBP co najmniej do końca 2020**. Uwaga większości Rady jest przy tym mocno skupiona na zagrożeniach dla wzrostu gospodarczego, a przekonanie o braku zagrożenia dla celu inflacyjnego w średnim terminie jest dość duże. Wobec okresu słabszego wzrostu polskiej gospodarki, alternatywny scenariusz obniżki stóp nabiera znaczenia. Nie oznacza to, że nie będą padać wnioski o podwyżki stóp (w szczególności w najbliższej przyszłości), a rewizja w górę projekcji inflacji (nawet mimo istotnego obniżenia prognoz PKB) może - wraz z najbliższymi odczytami inflacji CPI i bazowej - ponownie wzmocnić rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp.

Poluzowanie polityki pieniężnej w Polsce, mierzone spadkiem realnej stopy procentowej w ostatnich 5 latach, miało 3. największą skalę w Europie. To pozytywny czynnik dla aktywności gospodarczej, ale w połączeniu z zagrożeniem dla stabilności finansowej (zarówno od strony stanu instytucji finansowych, jak zmiany struktury oszczędności gospodarstw domowych). Ujawnienie się poważnych nierównowag, na przykład na rynku nieruchomości, mogłoby wg nas (przy stabilizacji wzrostu PKB) skłonić RPP do refleksji i przynajmniej zaostrzenia retoryki, jeśli nie parametrów polityki pieniężnej.

Źródła niepewności dla prognozy

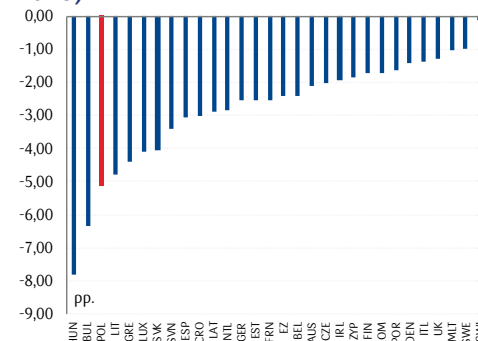
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) głębokość spowolnienia gospodarczego (w tym w kontekście wpływu COVID-19), (2) notowania złotego i cen surowców, (3) przełożenie sytuacji na rynku pracy na inflację bazową (4) tempo wzrostu cen nieruchomości.

Polityka pieniężna

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-0,19	-1,14	-1,10	-1,86	-2,96	-2,11	-2,01	-1,75	0,41	-1,86	-1,75
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	0,13	-0,44	-0,89	-1,61	-2,25	-2,06	-1,83	-1,23	0,90	-1,61	-1,23
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa redysk. weksli(%)	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
REER defl. CPI (% r/r)	-2,9	2,0	-0,1	1,4	3,3	1,3	2,2	2,2	0,6	0,1	2,1
Nominalny PKB (% r/r)	6,8	7,7	7,0	6,1	6,3	6,4	6,5	7,3	6,3	6,9	6,6

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Zmiana realnej stopy procentowej* (deflowanej HICP) w UE, Wlk. Brytanii i Szwajcarii (styczeń 2020 vs styczeń 2015)



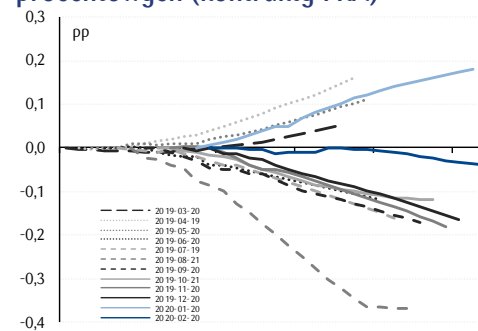
Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski. *3M stopa rynkowa, dla Bułgarii ON.

Supercore HICP*



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *Inflacja bazowa HICP z wyłączeniem cen administrowanych, transportu pasażerskiego, opieki zdrowotnej, leków i opieki społecznej.

Rynkowe oczekiwania zmian stóp procentowych (kontrakty FRA)



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Finanse sektora publicznego po 3q19 były w zasadzie zrównoważone. W ujęciu skumulowanym za 4 kwartały, deficyt fiskalny wg ESA był minimalny (0,02% PKB, vs 0,1% PKB po 2q19). Dług publiczny w relacji do PKB spadł na koniec 3q19 do 47,4% (vs 48,1% w 2q19). Wg szacunkowych danych deficyt budżetu państwa w 2019 wyniósł 13,7 mld PLN (vs 10,4 mld PLN w 2018). Dane z samorządów po 3q19 pokazały dalszą poprawę ich wyniku (deficyt 0,2% PKB wobec 0,6% PKB po 2q19, 4kw. skum.), skorelowaną ze spadkiem ich nakładów majątkowych (por. wykres).

Prognoza średnioterminowa

Oczekujemy, że po wzroście deficytu fiskalnego (ESA) na koniec 2019 do 1,1% PKB, w trakcie 2020 nastąpi jego spadek do 0,0% PKB. W strukturze dochodów budżetowych widzimy szansę na wyższą od zakładanej realizację dochodów z PIT i CIT, natomiast niższa niż w planie budżetowym może być realizacja dochodów z VAT. Wzrost dochodów z pracy będzie wspierać dochody podsektora ubezpieczeń społ., co może oznaczać niższą od zakładanej dotację do FUS. Dodatkowym wsparciem dla budżetu państwa powinny być dochody jednorazowe (aukcja LTE, zysk z NBP, opłata od transformacji OFE), a wsparciem dla wyników sektora publicznego będzie także „efektywna” podatkowo struktura wzrostu gospodarczego. Niższa dynamika PKB w 2020, odzwierciedlająca m.in. niższe tempo wzrostu inwestycji publicznych, *de facto* oznacza (*ceteris paribus*) poprawę wyniku sektora (w szczególności samorządowego, którego deficyt jest mocno skorelowany z dynamiką nakładów inwestycyjnych). Szacujemy więc, że wynik fiskalny (ESA) w 2020 będzie zbliżony do tego z 2019, a po uwzględnieniu dochodów jednorazowych będzie bliski zera. W efekcie relacja długu publicznego do PKB pozostanie na ścieżce spadkowej. Zacieśnienie fiskalne (wzrost nadwyżki pierwotnej strukturalnej w 2020), utrzymująca się w trakcie 2019 nadwyżka fiskalna (ok. 2,0% PKB po korekcie o nadwyżkę inwestycji publicznych ponad zużycie kapitału publicznego), a także nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wskazują, że polityka fiskalna może być bardziej ekspansywna niż to zaplanowano (pieniężna już nie, ze względu na stabilność sektora finansowego), bez zachwiania równowagi makroekonomicznej.

Źródła niepewności dla prognozy

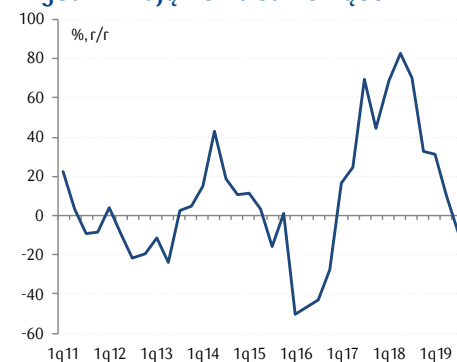
Główne źródła niepewności to: (1) stan cyklicznego komponentu dochodów, (2) skutki wzrostu płacy minimalnej (głównie wpływ na szarą strefę); (3) ograniczenia podażowe absorpcji środków z UE.

Polityka fiskalna†

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	0,0	-0,1	0,0	-1,1	-1,1	-0,9	-0,5	0,0	-0,2	-1,1	0,0
Dochody (% PKB, ESA2010)	41,5	41,8	41,9	41,5	41,5	41,6	41,6	41,6	41,4	41,5	41,6
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,6	41,8	41,9	42,6	42,6	42,5	42,1	41,6	41,6	42,6	41,6
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	1,4	1,3	1,3	0,3	0,2	0,4	0,8	1,3	1,2	0,3	1,3
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	1,1	1,0	1,0	0,0	0,0	0,2	0,6	1,1	1,0	0,0	1,1
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,2	48,1	47,4	47,2	46,3	45,6	44,3	44,1	48,9	47,2	44,1
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,6	x	x	x	0,0	-0,5	-0,6	0,0
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,3	x	x	x	-0,2	-0,6	-1,3	-0,2
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	45,2	x	x	x	42,6	46,5	45,2	42,6

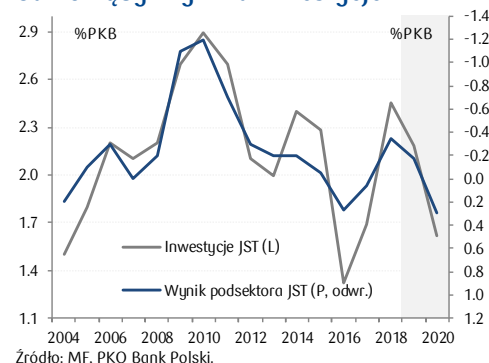
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Wydatki majątkowe samorządów



Źródło: MF, PKO Bank Polski. Dane do 3q19.

Samorządy: wynik a inwestycje



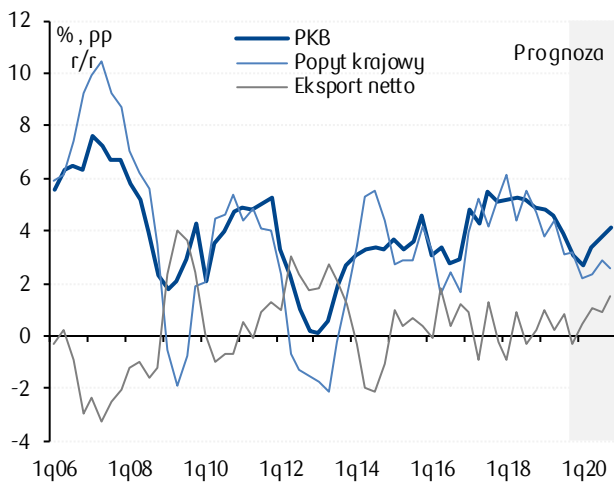
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Plan fiskalny a nasze prognozy

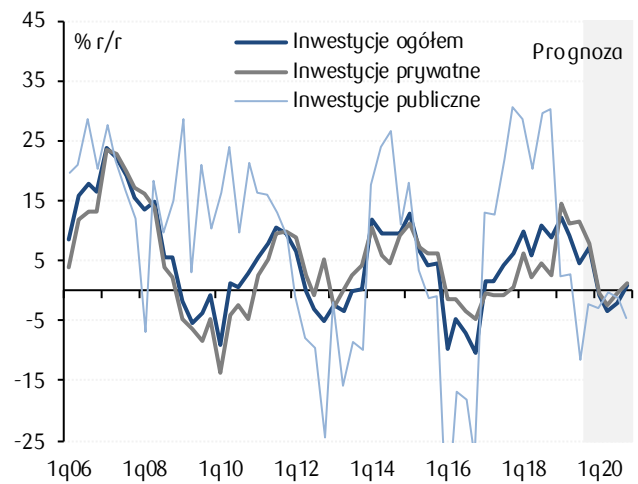
mld zł	PKOe	Plan2020	Różnica
VAT	194	197	-2,2
CIT	44	42	1,9
PIT	71	67	4,3
Dochody sekt. ub. społ. (składki)	327	316	11,3
Saldo samorządów	7,2	-17,7	24,9
Łącznie			42,4
Łącznie (%PKB)			1,8

Źródło: MF, PKO Bank Polski.

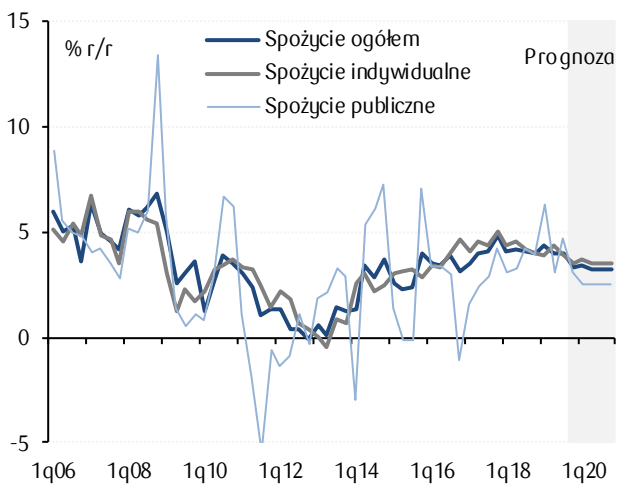
Realny PKB



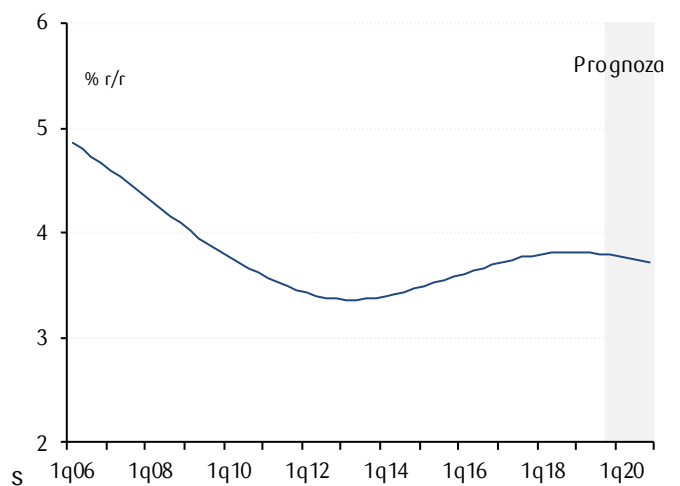
Popyt inwestycyjny



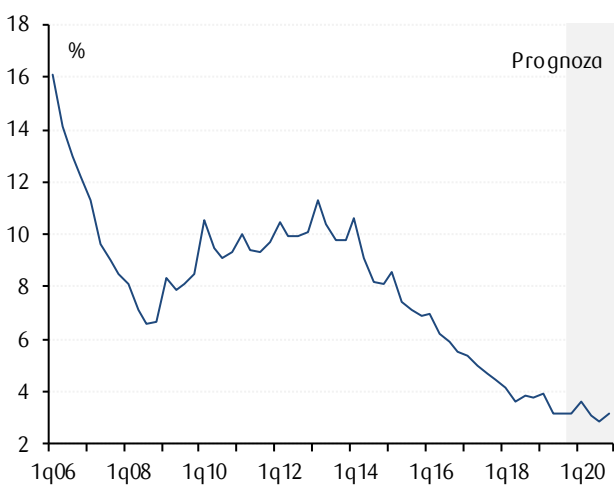
Popyt konsumpcyjny



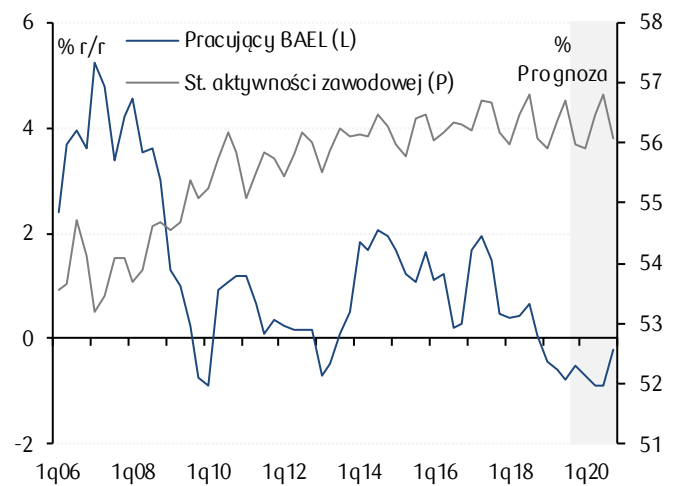
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

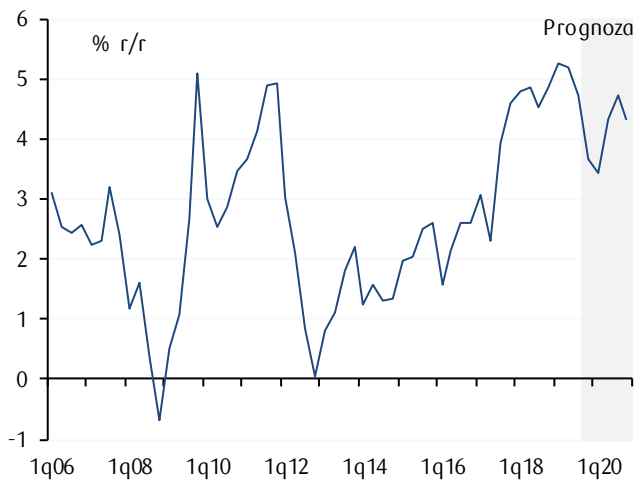


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

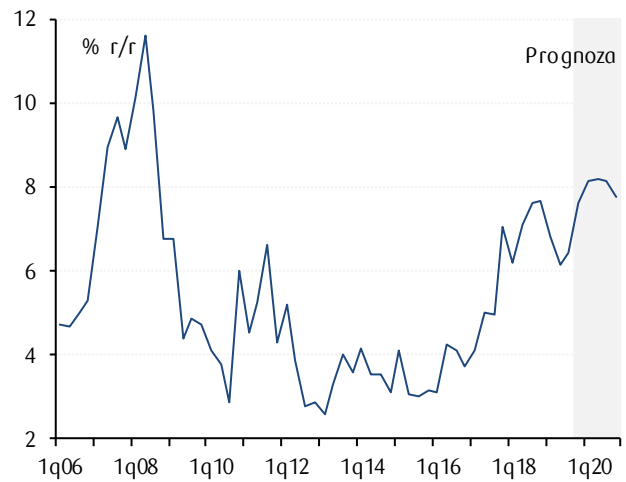


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

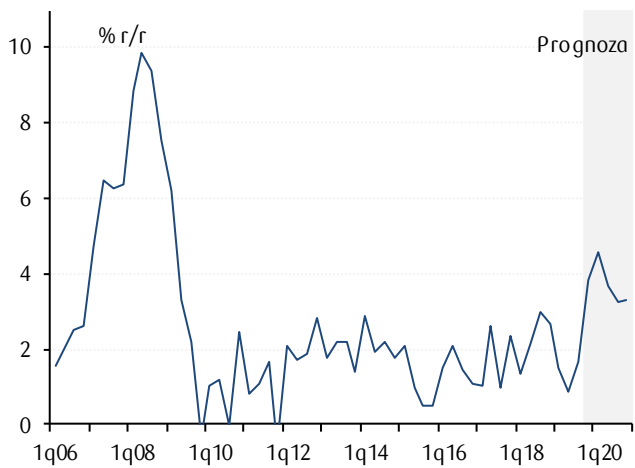
Wydajność pracy*



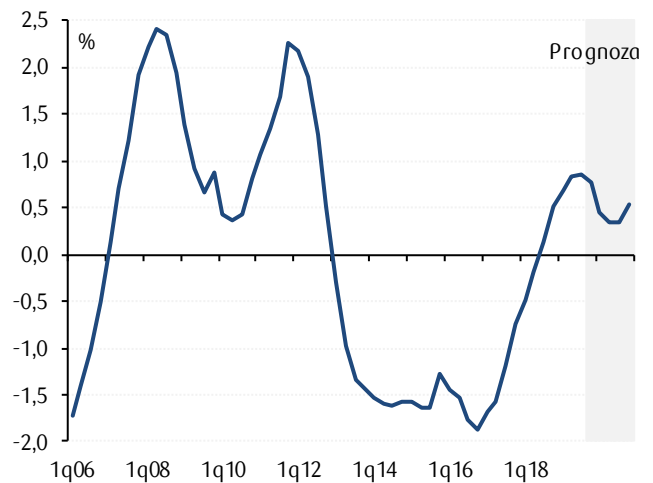
Płace w gospodarce narodowej



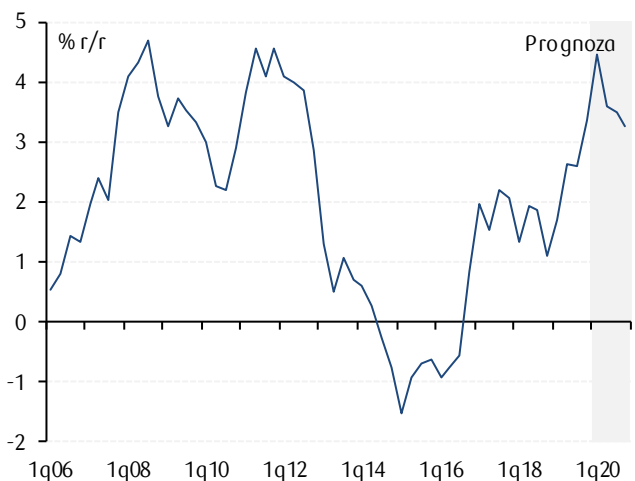
Jednostkowe koszty pracy*



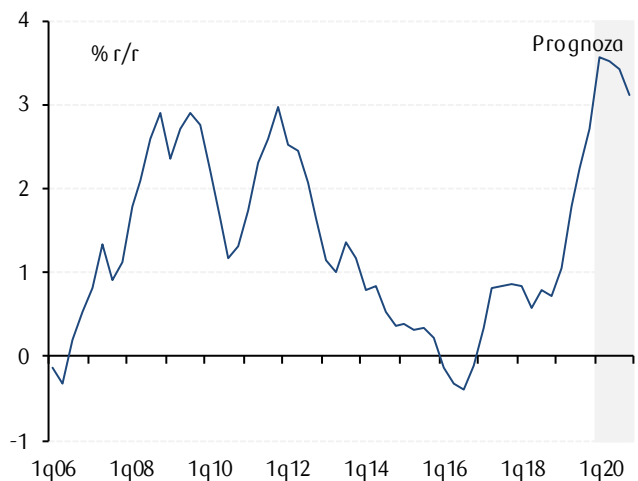
Luka popytowa



Inflacja CPI

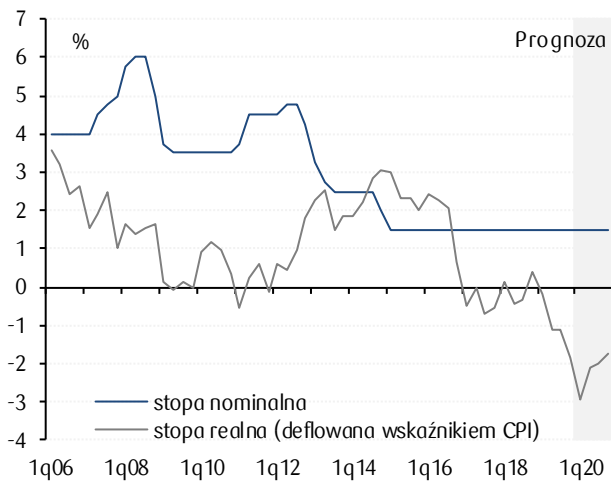


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

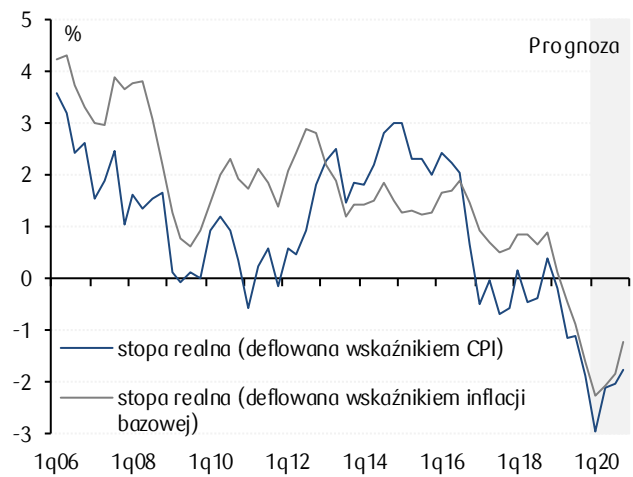


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011

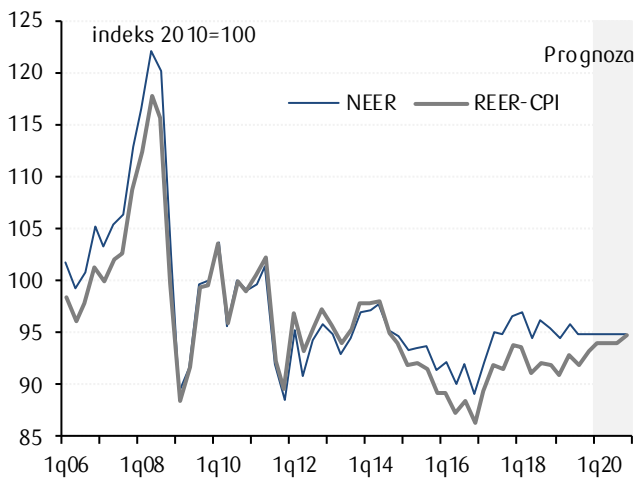
Stopy nominalne vs realne



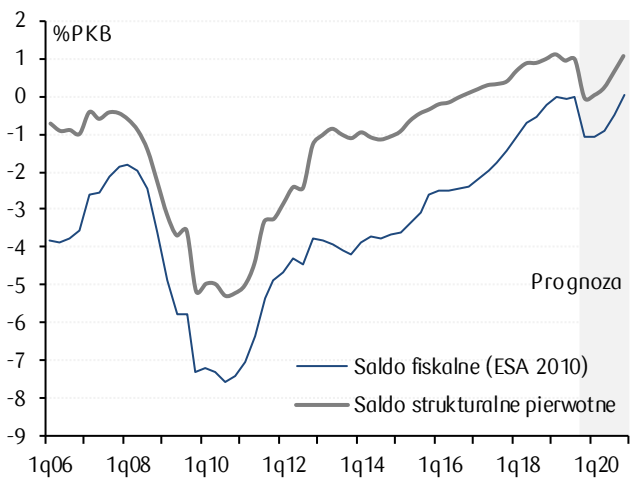
Stopy realne



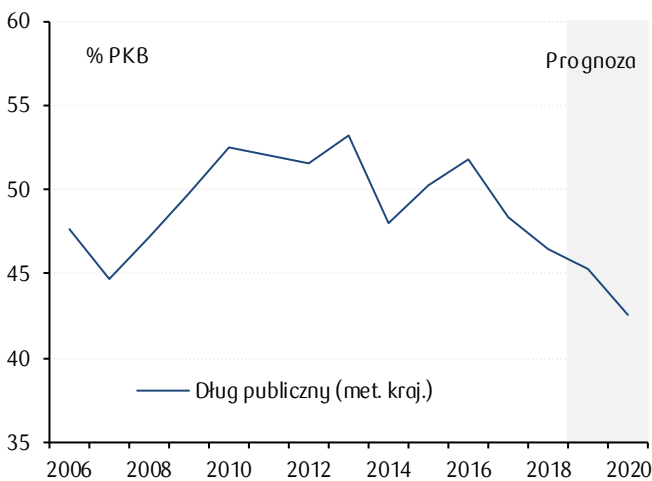
Założenia dotyczące NEER i REER*



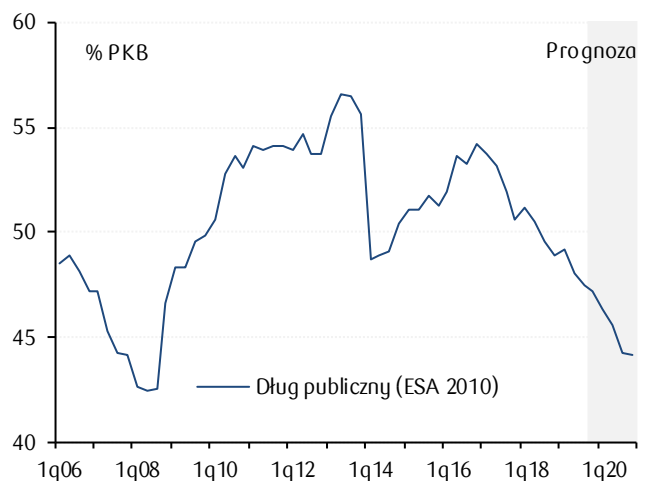
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

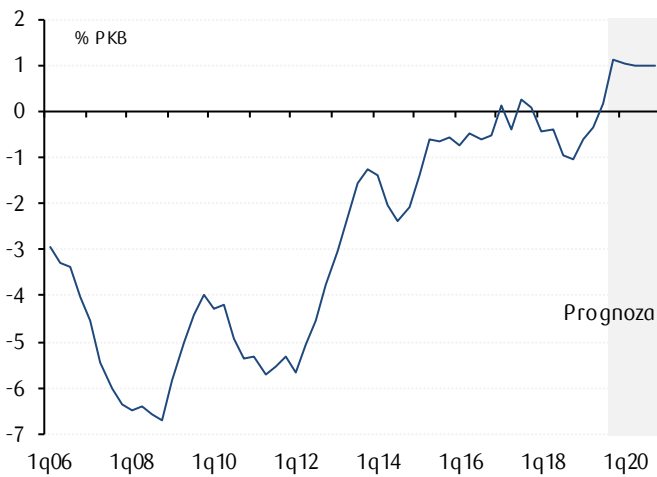


Dług publiczny (ESA 2010)

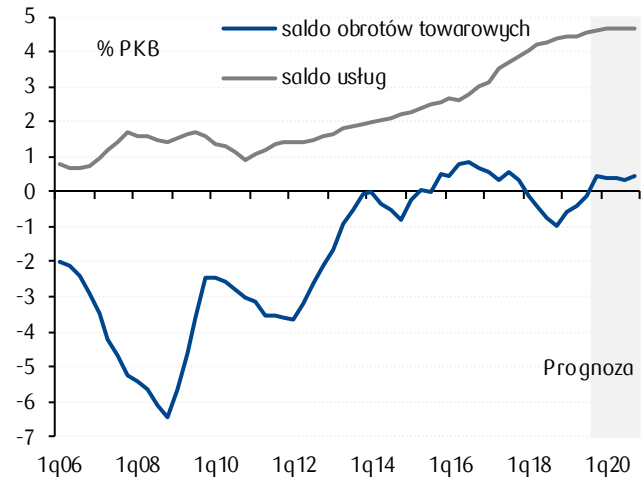


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

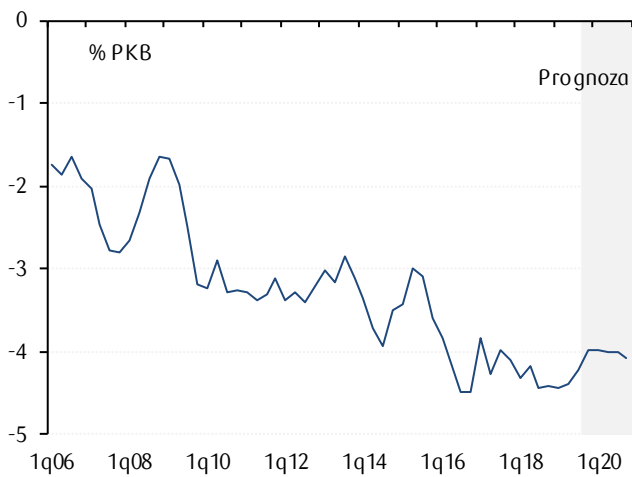
Saldo rachunku obrotów bieżących



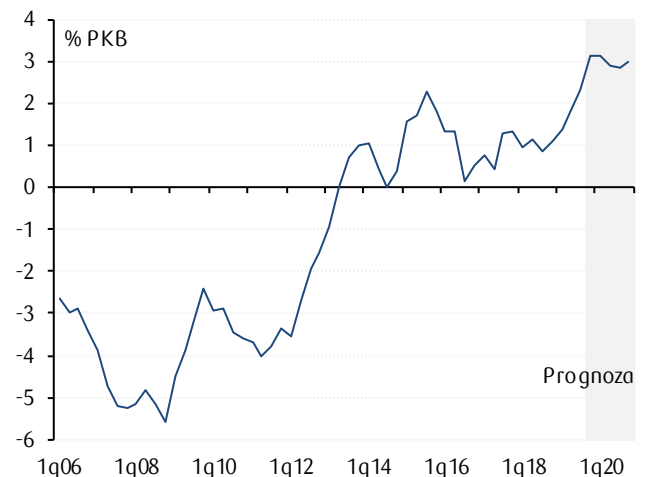
Saldo handlu zagranicznego



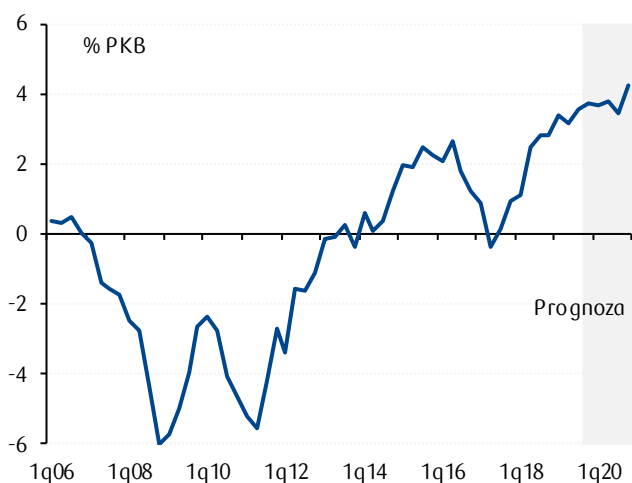
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



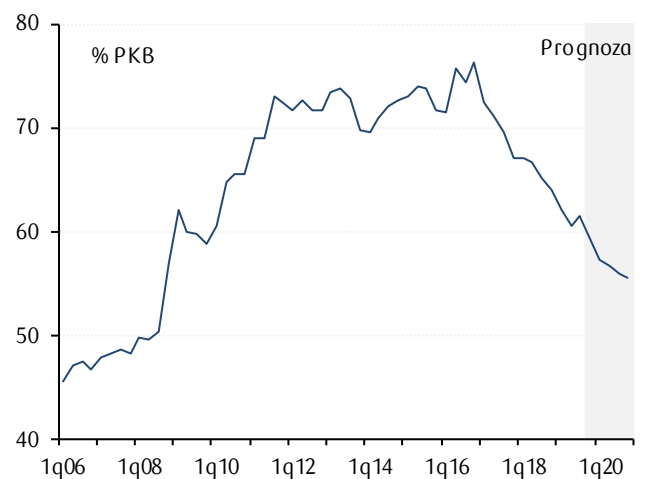
Saldo CAB i CAP*



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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,0	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	4,2	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,3	3,9	2,6
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,3	3,9	3,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,9	7,8	-1,0
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	3,3	0,0	0,3	4,2	3,5	1,1	4,1	4,9	4,7	2,4
Zapasy (pkt. proc.)	0,9	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,2	0,8	0,4	-0,8	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	0,8	2,1	2,0	-1,5	0,5	0,8	0,0	0,0	0,4	0,9
Produkt potencjalny (% r/r)	3,5	3,4	3,4	3,4	3,5	3,7	3,8	3,8	3,8	3,7
Nominalny PKB (mld PLN)	1567	1629	1657	1720	1745	1861	1989	2115	2260	2411
Rynek pracy										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,9	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6
Pracujący BAEL (% r/r)	0,6	0,2	-0,1	1,9	1,4	0,7	1,4	0,4	-0,6	-0,7
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,5	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,4	56,3	56,2	56,3
Stopa bezrobocia BAEL (%)	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	3,8	3,2	3,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	5,2
Place nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,5	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	6,8	8,1
Wydajność pracy (% r/r)	4,4	1,5	1,5	1,4	2,3	2,2	3,5	4,8	4,7	4,2
ULC (% r/r)	0,8	2,1	1,9	2,2	1,0	1,5	1,7	2,3	2,0	3,7
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,8
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,4
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	0,4
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,1	2,0
Inflacja bazowa (% r/r)	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,4
Deflator PKB (% r/r)	3,2	2,4	0,3	0,6	0,8	0,3	1,9	1,1	2,7	3,0
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	881,5	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1561,8	1678,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	4,6	9,2	8,0	7,5
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,7	2,6	8,1	4,6	4,2
Kredyty ogółem (mld PLN)	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,7	1393,5
Kredyty ogółem (% r/r)	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	5,3
Depozyty ogółem (mld PLN)	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1513,1
Depozyty ogółem (% r/r)	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	7,6
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,1	-1,0	1,1	1,0
Bilans handlowy (% PKB)	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,3	-1,0	0,5	0,5
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,4	2,5	1,1	1,6
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,5	71,7	69,8	72,7	71,8	76,4	67,0	64,0	59,4	55,5
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-4,9	-3,7	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-1,1	0,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-2,3	-1,1	-1,7	-1,7	-0,9	-0,7	0,1	1,2	0,3	1,3
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-3,3	-1,3	-1,1	-1,1	-0,3	0,1	0,4	1,0	0,0	1,1
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	54,1	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,9	47,2	44,1
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	0,65	-0,56	0,41	-1,86	-1,75
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,61	0,90	-1,61	-1,23
Stopa lombardowa (%)	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
REER defl. CPI (% r/r)	-3,4	-0,5	0,0	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	0,1	2,1

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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

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

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl 22 521 81 22

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

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki marcin.morawiecki@pkobp.pl 22 521 72 24

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.