

Najgorsze za nami

- **Pandemia spowodowała, że światowa gospodarka weszła w głęboki kryzys.** Nastąpił gwałtowne przejście od scenariusza przejściowego, odwracalnego szoku związanego z epidemią w samych Chinach do scenariusza paraliżu całej światowej gospodarki. Rewizja prognoz dotyczy wszystkich regionów i rodzajów gospodarek. Rozmiary kryzysu będą mocno zależeć od przebiegu sytuacji epidemicznej, co jest niezwykle trudne do przewidzenia.
- **Polityka makroekonomiczna odrobiła lekcję z poprzedniego kryzysu.** Obecny szok spotkał się z bezprecedensową reakcją rządów i banków centralnych. Olbrzymi, skoordynowany impuls fiskalno-monetarny oznacza, że światowa gospodarka zaraz po odmrożeniu może wejść na trajektorię wzrostową. Ożywienie w europejskiej gospodarce będzie wspierane dzięki przełamaniu przez rząd w Berlinie dogmatu dyscypliny fiskalnej poprzez utworzenie na poziomie UE nowego instrumentu odbudowy oraz dużą skalę ekspansji fiskalnej w Niemczech.
- **Polska tym razem nie uniknie recesji, ale może pozostać „kryzysowym mistrzem Europy”.** Wrażliwość krajowej gospodarki na kryzys ogranicza szereg czynników: 1) duża skala ekspansji fiskalno-monetarnej, 2) dywersyfikacja oraz korzystna struktura gospodarki, 3) konkurencyjność oraz 4) brak nierównowag makroekonomicznych, a w szczególności niskie zadłużenie publiczne i sektora prywatnego. Skoordynowana reakcja polityki fiskalnej i monetarnej zredukowała ryzyko masowych bankructw firm i gwałtownego wzrostu bezrobocia.
- **Skala wzrostu bezrobocia będzie umiarkowana.** Wiele razy zwracaliśmy uwagę, że przebieg pogorszenia sytuacji na krajowym rynku pracy w przypadku dekonunktury będzie łagodzony przez bufor w postaci tymczasowych pracowników zagranicznych oraz spadek liczby osób w wieku produkcyjnym. Do tego dołącza kluczowy efekt działania Tarcz. Dzięki nim rynek pracy jest w dużej mierze zahibernowany, a nie zrujnowany.
- **Recesja oznacza spadek inflacji.** Gwałtowne przejście z dodatniej do ujemnej luki popytowej oznacza spadek inflacji, ale będą go hamować koszty i zaburzenia podażowe związane z pandemią. W średnim terminie presja inflacyjna będzie narastać wraz z odbudową popytu i potencjalnymi zmianami strukturalnymi (deglobalizacja poprzez przenoszenie produkcji z Chin bliżej konsumentów w USA i Europie oraz zwiększenie udziału płac w PKB i niwelowanie nierówności dochodowych przez zwiększenie skali redystrybucji fiskalnej).
- **Parametry fiskalne ulegną pogorszeniu, ale dobry punkt startowy oznaczają, że nie ma zagrożenia dla stabilności finansów publicznych.** Agencje ratingowe sygnalizują, że zastosowanie klauzuli wyjścia ze Stabilizującej Reguły Wydatkowej i znaczne pogorszenie parametrów fiskalnych w Polsce nie oznacza ryzyka pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski.
- **W sekcjach specjalnych prezentujemy nowy wskaźnik do monitorowania gospodarki w czasie rzeczywistym oraz syntetycznie odnosimy się do kwestii najczęściej dyskutowanych ostatnio z inwestorami i klientami korporacyjnymi.**

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

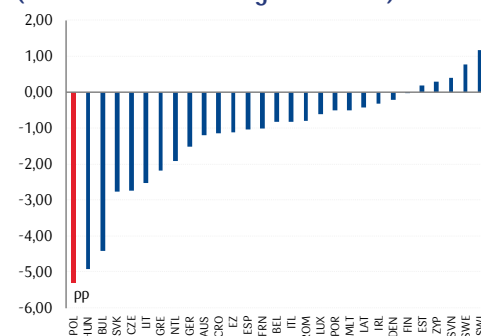
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

Ekonomista

tel. 22 580 34 22

Zmiana realnej stopy procentowej* (deflowanej HICP) w UE i Szwajcarii (kwiecień 2020 vs styczeń 2015)



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

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	2019	2020	2021
Realny PKB (% r/r)	4,0	3,2	2,0	-8,1	-5,6	-3,5	1,8	6,1	4,1	-3,9	4,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,9	3,1	3,8	5,2	6,1	6,0	5,3	2,9	6,1	5,1
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,8	2,8	4,6	3,1	2,5	2,5	1,3	1,7	2,3	3,2	1,7
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	2,3	2,7	3,4	3,6	3,1	2,6	1,4	0,6	1,9	3,2	1,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	0,5	1,3	1,5	1,0	0,8	0,4	0,0	0,5	0,8	0,8
Saldo fiskalne (% PKB) ^{†*}	0,0	-0,7	-1,2	-4,8	-7,8	-8,4	-8,6	-5,7	-0,7	-8,4	-2,5
Dług publiczny (% PKB) ^{†*}	47,3	46,0	45,7	50,0	53,2	55,2	54,8	54,7	46,0	55,2	54,6
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,00	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 krocących.

(1). Otoczenie zewnętrzne

Trendy bieżące

Pandemia wprowadziła światową gospodarkę w recesję o głębokości niewidzianej od czasu Wielkiego Kryzysu. W ciągu zaledwie 3 miesięcy między styczniem a kwietniem MFW dokonał niespotykanej rewizji prognoz PKB dla świata aż o 6,3pp. Obecna prognoza (spadek PKB w 2020 o 3,0%) prawdopodobnie zostanie jeszcze obniżona. Skumulowana strata PKB w 2020 i 2021 (względem szacowanego przez MFW wzrostowego trendu) może wynieść 8 bln USD. W reakcji na głębokość i zasięg obecnego kryzysu nastąpiła szybka, bezprecedensowo duża i skoordynowana reakcja rządów i banków centralnych. Rządy przygotowały pakiety antykryzysowe tworzące większy impuls fiskalny (generujące większy przyrost deficytu i długu publicznego) niż w poprzednim kryzysie. Banki centralne dokonały obniżek stóp procentowych oraz zwiększyły lub wprowadziły programy skupu aktywów. Nawet zdaniem fiskalnych „jastrzębi” jak Niemcy „tym razem jest inaczej” i wzrost zadłużenia jest konieczny w celu ratowania gospodarki.

Prognoza średnioterminowa

Po gwałtownym spadku nastąpi ożywienie, ale będzie ono miało raczej kształt litery U, a nie V. W większości krajów rozpoczęło się łagodzenie antyepidemicznych obostrzeń, a dno aktywności gospodarczej zostało osiągnięte w kwietniu/maju. Wskaźniki wyprzedzające sugerują już poprawę koniunktury. Przykład Chin, które zostały przez epidemię dotknięte jako pierwsze, pokazuje że otwarcie gospodarki nie oznacza automatycznego odmrożenia popytu, szczególnie w sektorze usług. Epidemia zmienia wzorce konsumpcji, a pełen powrót do interakcji społecznych sprzed epidemii może nastąpić dopiero po opracowaniu szczepionki. Strukturalnym skutkiem epidemii może być zmiana międzynarodowego podziału pracy i dywersyfikacja w łańcuchach wartości dodanej, potencjalnie premijująca kraje naszego regionu. OECD szacuje, że zadłużenie państw rozwiniętych wzrośnie w zw. Z wywołanym przez pandemię kryzysem o co najmniej 17 bln USD (przeciętnie ze 109% do 137% PKB), a podwyższony poziom długu publicznego będzie stanowić istotny czynnik ryzyka w średnim terminie. Historia pokazuje, że dogodnym sposobem wychodzenia z zadłużenia jest inflacja. Jak na razie kryzys jest jednak szokiem deflacyjnym, a doświadczenia gospodarek rozwiniętych z ostatnich lat wskazują, że nawet rozbudowana stymulacja monetarna nie przekłada się automatycznie na wzrost przeciętnego poziomu cen.

Źródła niepewności dla prognozy

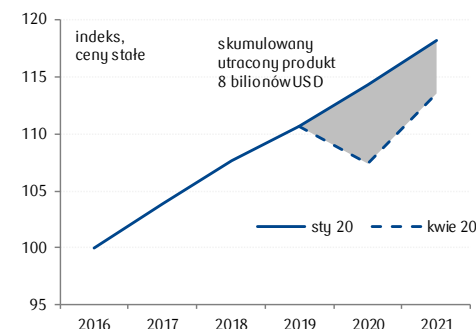
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) ryzyko 2. fali pandemii, (2) niepokoje społeczne wywołane pogłębionymi przez pandemię nierównościami, (3) kolejna odsłona wojny handlowej i zmiany w światowym handlu.

Otoczenie zewnętrzne

	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	2019	2020	2021
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	1,3	1,0	-3,3	-12,1	-6,1	-4,1	-0,2	9,5	1,2	-6,4	4,8
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,0	1,0	1,1	-0,3	0,1	0,3	0,5	1,2	1,2	0,4	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)	2,1	2,1	-4,8	-34,2	15,0	7,9	5,0	4,1	2,3	-5,7	3,9
USA: Inflacja CPI (% r/r)	1,8	2,0	2,1	0,4	0,4	0,3	0,8	1,9	1,8	0,8	1,7
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	2,00	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75	0,25	0,25
Chiny: Realny PKB (% r/r)	6,0	6,0	-6,8	0,5	4,5	5,5	14,1	8,9	6,1	1,5	7,7
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	2,9	4,3	5,0	3,6	2,6	1,5	1,7	2,0	2,9	3,1	2,2
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30	4,30	4,25	4,25	4,35	4,30	4,25

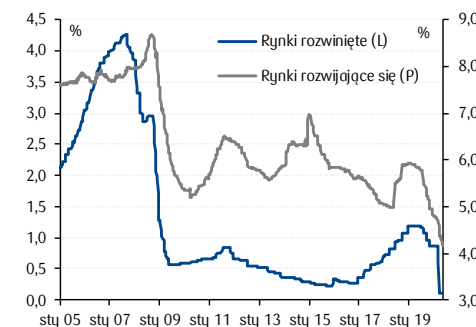
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * k/k SAAR.

Prognozy światowego PKB



Źródło: MFW, PKO Bank Polski.

Stopy procentowe na świecie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Znikająca inflacja w głównych gospodarkach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

• Trendy bieżące

Wzrost gospodarczy w 1q20 wyhamował do 2,0% r/r (-0,4% k/k sa), a w 2q20 nastąpił głęboki spadek PKB. Na lepsze od prognoz wyniki gospodarki w okresie styczeń-luty (implikujące wzrost PKB o blisko 4% r/r) nałożył się wybuch pandemii. Dotychczas opublikowane dane za kwiecień, a także dane o wysokiej częstotliwości (podsumowane przez tygodniowy indeks aktywności gospodarki [PKO-PKB-T]; por. Sekcja specjalna #1) wskazują, że dno aktywności zostało ustanowione w kwietniu. W maju sytuacja przestała się pogarszać i widać symptomy systematycznej normalizacji. Restrykcje przez cały kwiecień i w znacznej części maja spowodowały jednak wg naszych szacunków głęboki spadek PKB w 2q20 o 8-10% r/r.

• Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że w Polsce recesja w 2020 będzie relatywnie płytka, a w 2021 może nastąpić silne odbicie. Po dnie kryzysu w 2q20 (szczególnie w kwietniu) każdy kolejny miesiąc i kwartał powinien przynosić poprawę dynamiki aktywności gospodarczej. Wyniki gospodarki w krótkim terminie zdeterminowane są przez tempo odmrażania aktywności. Później większe znaczenie będzie mieć skuteczność antykryzysowych mechanizmów wpływających na stan rynku pracy i zachowanie potencjału gospodarki oraz zmiany w otoczeniu zewnętrznym. Utrzymywanie się podwyższonej niepewności sprawi, że odbudowa popytu i wybicie z dołka będzie raczej „U-kształtne”. Jednocześnie uważamy, że konkurencyjność i korzystna struktura polskiej gospodarki oraz mocna reakcja polityki fiskalnej i monetarnej spowodują (por. Sekcja specjalna #5), że recesja w Polsce będzie relatywnie płytka, a poziom PKB sprzed pandemii zostanie osiągnięty na przełomie 2021/2022 (por. wykres obok), szybciej niż w zdecydowanej większości innych gospodarek UE. Perspektywy polskiej gospodarki są postrzegane jako relatywnie dobre również przez wiele innych instytucji, np. Komisję Europejską (por. wykres obok). Bilans czynników ryzyka dla naszej prognozy wzrostu PKB w 2020 uważamy za neutralny, a na 2021 jest wg nas asymetryczny w górę, m.in. za sprawą nowych propozycji KE („instrument odbudowy”) dotyczących ekspansji fiskalnej. Krajowa gospodarka może też pośrednio korzystać na dużym programie stymulacji fiskalnej w Niemczech.

• Źródła niepewności dla prognozy

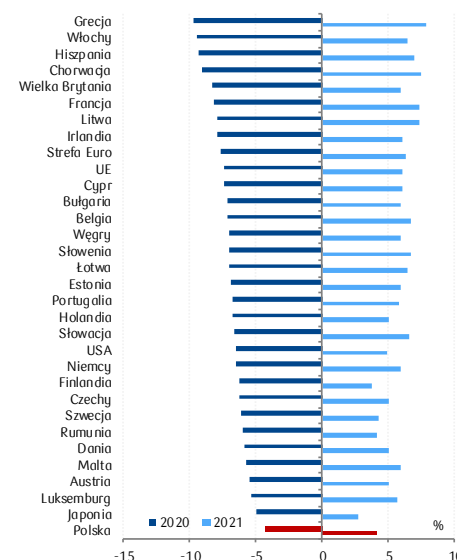
Głównymi źródłami niepewności są: (1) dalszy rozwój pandemii; (2) zmiany stopy oszczędności gospodarstw domowych; (3) napięcia geopolityczne (wojna handlowa, „twardy brexit”); (4) stopień absorpcji środków z UE, w tym w ramach inwestycji samorządowych.

Sfera realna

	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	2019	2020	2021
Realny PKB (% r/r)	4,0	3,2	2,0	-8,1	-5,6	-3,5	1,8	6,1	4,1	-3,9	4,1
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,0	1,4	1,5	-6,0	-4,5	-3,8	0,2	3,6	2,9	-3,3	1,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,9	3,3	1,2	-14,5	1,8	-3,5	1,2	15,2	3,9	-3,7	4,1
Sprzedaż krajowa (% r/r)	3,7	2,7	1,6	-10,2	-2,3	-4,5	0,0	9,3	4,3	-3,9	2,9
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	4,6	6,1	0,9	-12,8	-19,7	-11,6	-9,6	3,8	7,2	-11,7	0,3
Publiczne [†] (% r/r)	-11,5	-6,8	0,9	-0,5	3,3	-1,4	-0,1	11,2	-5,1	0,3	3,6
Prywatne [†] (% r/r)	11,4	11,0	0,9	-16,4	-27,4	-14,9	-11,6	1,2	11,5	-15,3	-0,8
Zapasy (pkt. proc.)	-0,7	-1,3	-0,1	4,2	-2,2	0,7	0,2	-5,7	-1,4	0,6	-1,1
Eksport netto (pkt. proc.)	0,8	1,1	0,5	-2,1	-1,1	0,3	1,5	2,5	1,2	-0,6	2,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3,3	2,4	0,9	-14,3	-4,5	-5,5	-2,0	12,8	4,2	-5,8	6,8
Potencjalny PKB [†] (% r/r)	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,7	2,6	2,5
Luka popytowa (% pot. PKB)	4,0	4,2	4,0	1,3	-0,7	-2,3	-2,2	-2,2	3,8	0,6	-2,1

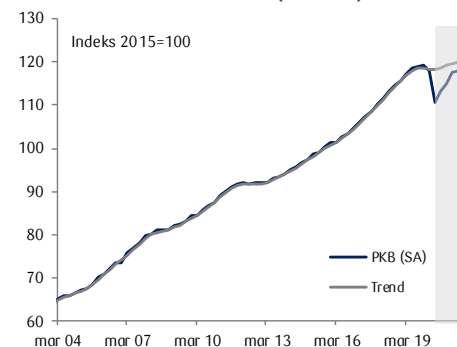
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, [†]szacunki własne.

Prognozy PKB KE



Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Poziom PKB w Polsce (odsez.)



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. Statystyczna miara trendu (Tramo/Seats).

(3). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Wybuch pandemii i recesja spowodowały znaczne pogorszenie warunków na rynku pracy. Przeciwepidemiczne restrykcje sprawiły, że pod koniec marca pracy nie świadczyło blisko 14% pracujących. Obok ograniczeń podażowych spadł także popyt na pracę. Firmy musiały również dostosować warunki pracy do sytuacji epidemicznej. Wśród pracujących rekordowe 14,2% świadczyło pracę zdalnie. Dane za 1q20 pokazały m.in. przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w całej gospodarce (efekt wzrostu pensji minimalnej i ubiegłorocznych podwyżek w sektorze budżetowym), drugi z rzędu spadek zatrudnienia w przetwórstwie (ale za sprawą automatyzacji, a nie spadku popytu na pracę), wzrost liczby samozatrudnionych (2,8% r/r – potencjalny efekt uboczny silnego wzrostu płacy minimalnej) oraz dalszy spadek liczby wakatów.

• Prognoza średnioterminowa

Wzrost bezrobocia w obecnym kryzysie będzie ograniczony przez duży zakres antykryzysowych działań rządu mających na celu ochronę miejsc pracy (Tarcza Antykryzysowa i Tarcza Finansowa), bufor w postaci dużej liczby tymczasowych pracowników zagranicznych oraz spadek liczby osób w wieku produkcyjnym. W sytuacji nagłego zahamowania gospodarki skalę reakcji rynku pracy determinuje jego elastyczność i struktura zatrudnienia. W Polsce wysoki odsetek osób samozatrudnionych oraz pracujących na umowy terminowe sprawia, że ok. 30% miejsc pracy jest wysoce wrażliwe na dekonstrukcję (por. wykres obok), co czyni krajowy rynek pracy jednym z najbardziej podatnych w Europie na ryzyko gwałtownego wzrostu bezrobocia (częściowo ryzyko to łagodzi istotny odsetek pracujących w Polsce cudzoziemców). Szybkie wdrożenie programów skutecznie podtrzymujących zatrudnienie diametralnie poprawia perspektywę krajowego rynku pracy, chroniąc gospodarkę przed negatywną spiralą, w której spadek konsumpcji w obliczu utraconych przez gospodarstwa domowe dochodów pogłębiałby szok wywołany przez pandemię. Tarcze ograniczają i opóźniają wzrost stopy bezrobocia, która wg naszych prognoz nie zbliży się do dwucyfrowego poziomu. Dane o płacach za kwiecień wskazują na elastyczność płac w dół (przełamanie sztywności dzięki mechanizmom z Tarcz), co zwiększa szanse na „chomikowanie” zatrudnienia, czyli ograniczenie redukcji liczby pracujących przy niższej ścieżce płac. „Chomikowanie” łagodzi przebieg kryzysu, ale będzie spowalniać ożywienie na rynku pracy w 2021.

• Źródła niepewności dla prognozy

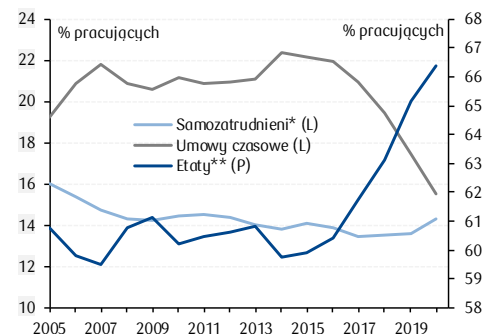
Główne źródła niepewności dla prognozy to: (1) trwałość pandemii zestawiona z czasem trwania programów w ramach Tarczy Antykryzysowej; (2) skala przepływów migracyjnych (3) zmiany regulacyjne (w tym wysokość zasiłków).

Rynek pracy

	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	2019	2020	2021
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	2,6	2,6	0,8	-2,5	-2,7	-2,4	-1,8	1,6	2,7	-1,7	0,9
Pracujący BAEL (% r/r)	0,0	0,4	0,9	-1,1	-2,7	-3,8	3,0	-2,0	-0,1	-1,7	-1,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,1	5,2	5,4	6,8	8,2	8,1	8,3	7,5	5,2	8,1	7,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,9	3,1	3,8	5,2	6,1	6,0	5,3	2,9	6,1	5,1
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,7	56,0	56,0	56,2	56,7	56,0	56,0	56,2	56,2	56,2	56,2
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	6,9	5,8	7,0	1,8	0,7	1,1	1,3	5,0	6,6	2,7	3,5
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	7,7	6,9	7,7	5,2	2,2	0,8	1,5	2,9	7,2	4,0	3,3
Wydajność pracy (% r/r)	4,0	2,8	1,0	-7,0	-3,0	0,4	5,4	8,3	4,3	-2,2	5,5
ULC (% r/r)	3,5	3,9	6,6	13,2	5,4	0,5	-3,7	-5,0	2,8	6,4	-2,0

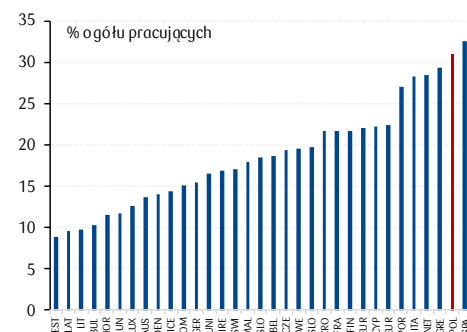
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *koniec okresu.

Struktura zatrudnienia w Polsce



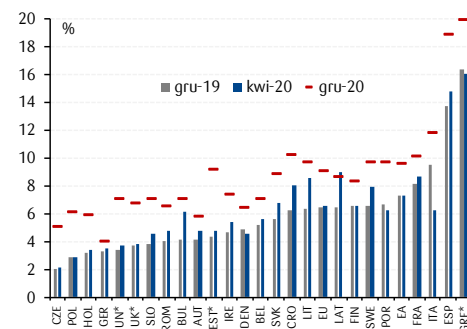
Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski, * samozatrudnieni bez pracowników

„Zagrożone” miejsca pracy*



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski, dane za 2019; * udział samozatrudnionych nie posiadających pracowników i pracujących na umowy terminowe w ogóle pracujących

Bezrobocie w UE w dobie pandemii



Źródło: Eurostat, KE, PKO Bank Polski, gru.2020 – prognozy KE, dla Polski prognoza PKO Banku Polskiego.

(4). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Po szczycie w 1q20 inflacja CPI zaczęła się wyraźnie obniżać w trakcie 2q20. Po wyraźnym wzroście do 4,7% r/r w lutym (tj. najwyższego poziomu od listopada 2011) inflacja CPI zaczęła wyhamowywać, osiągając w maju (wg wstępnego odczytu) 2,9% r/r. Kwestie metodyczne (duży zakres imputacji cen) zaważyły na tym, że inflacja bazowa pozostaje stabilna (ok. 3,7% r/r w maju wg naszych szacunków, najwyżej od kwietnia 2001). Głównymi motorami spadku inflacji CPI były ceny paliw (bezprecedensowy spadek cen ropy) oraz baza statystyczna cen wieprzowiny (zbudowana w ubiegłym roku w wyniku wybuchu epidemii ASF w Chinach).

• Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że w horyzoncie roku przeważać będą tendencje dezinflacyjne, ale ze względu na specyficzne czynniki wskaźniki inflacji w Polsce nie spadną tak mocno jak w wielu innych gospodarkach. Mimo drastycznej rewizji w dół prognoz PKB, nasze prognozy inflacji CPI w 2020 nie obniżają się znacząco (do 3,2% r/r w 2020). Ścieżka inflacji na najbliższe miesiące jest obciążona wysoką niepewnością. Spadek konsumpcji i gwałtowne przejście z dodatniej do ujemnej luki popytowej powinno pociągnąć inflację bazową w dół (w trakcie 1h21 nawet do ujemnego poziomu). Przesunięcie części regulacji (np. podatku cukrowego czy podatku od sprzedaży detalicznej) będzie sprzyjało dezinflacji. Z drugiej strony, szereg czynników będzie hamował spadkowy trend inflacji, m.in. opłaty sanitarne (gabinety lekarskie, stomatologiczne, kosmetyczne, fryzjerskie), a także potencjalny wzrost opłat w transporcie (podnoszenie cen w celu utrzymania rentowności przy obłożeniu 50%) i turystyce (skokowy wzrost zainteresowania wypoczynkiem w kraju). Proinflacyjnie będą oddziaływać ceny owoców (ograniczona podaż na skutek przymrozków), a być może także innych produktów żywnościowych, jeżeli lato przyniesie powrót suszy (mimo majowych opadów ryzyko suszy wciąż istnieje). Rysujący się ostatnio wzrostowy trend cen surowców może jedynie ograniczyć skalę ich spadku w ujęciu rocznym. W rezultacie inflacja PPI pozostanie w okolicy zera. **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 (por. Sekcja specjalna #3).**

• Źródła niepewności dla prognozy

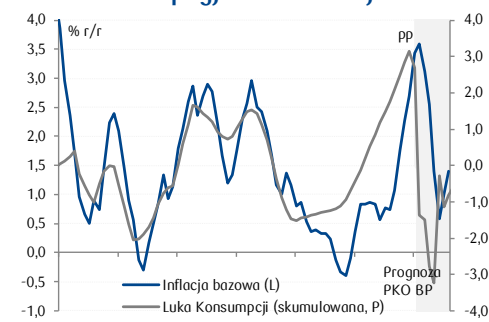
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy inflacji pozostają: (1) wpływ epidemii koronawirusa (na ceny surowców i towarów konsumpcyjnych). (2) długookresowy wpływ nałożenia się ultraluznej polityki pieniężnej na bezprecedensową stymulację fiskalną, (3) ceny żywności, (4) zmiany regulacyjne i administracyjne.

Procesy inflacyjne

	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	2019	2020	2021
Inflacja CPI↑ (% r/r)	2,6	3,3	4,6	3,1	2,4	2,2	1,1	1,7	3,3	2,2	2,0
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,8	2,8	4,6	3,1	2,5	2,5	1,3	1,7	2,3	3,2	1,7
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,6	1,6	1,9	1,6	0,9	0,9	0,6	0,5	1,2	1,3	0,6
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,2	-0,4	0,6	-0,6	-0,3	0,1	-0,1	0,8	-0,1	-0,1	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,3	1,6	2,0	2,1	1,8	1,5	0,8	0,3	1,2	1,9	0,6
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	2,3	2,7	3,4	3,6	3,1	2,6	1,4	0,6	1,9	3,2	1,5
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	0,7	0,2	0,3	-0,8	-0,2	0,5	0,7	0,7	1,2	-0,1	-0,1
Deflator PKB (% r/r)	3,4	3,4	3,1	2,4	2,3	1,9	1,9	1,8	3,0	2,4	1,8
ULC (% r/r)	3,5	3,9	6,6	13,2	5,4	0,5	-3,7	-5,0	2,8	6,4	-2,0
Luka popytowa (% pot. PKB)	4,0	4,2	4,0	1,3	-0,7	-2,3	-2,2	-2,2	3,8	0,6	-2,1

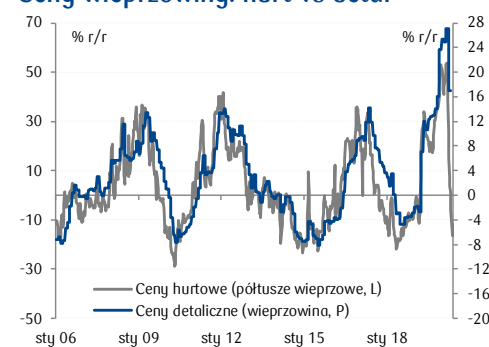
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, ↑dane na koniec okresu.

Luka konsumpcyjna* vs inflacja bazowa



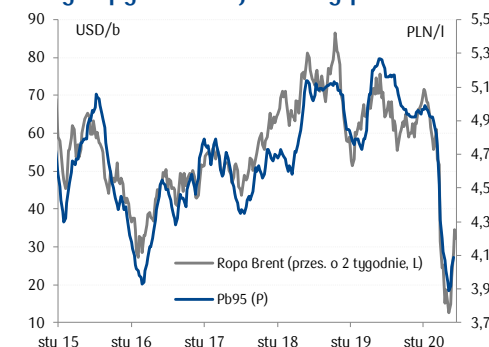
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. * obliczona analogicznie do luki PKB.

Ceny wieprzowiny: hurt vs detal



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Ceny ropy naftowej vs ceny paliw



Źródło: GUS, Reuters Datastream PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Pandemia zamroziła światowy handel, co w krajowym handlu zagranicznym było szczególnie widoczne w usługach, gdzie eksport w marcu spadł o 10,6% r/r, a import o 14,7% r/r. Eksport towarów obniżył się o 7,5% r/r, a import o 4,5% r/r. Wstrzymanie produkcji w niektórych zakładach i ponoszone przez nie straty doprowadziły do gwałtownego spadku reinwestowanych zysków, co poprzez nadwyżkę dochodów pierwotnych było głównym czynnikiem, dzięki któremu **nadwyżka na rachunku bieżącym po marcu wzrosła do 1,3% PKB** (w ujęciu 12-miesięcznym) wobec 0,5% PKB w 2019.

Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że saldo rachunku obrotów bieżących (CA) bilansu płatniczego w latach 2020-2021 poprawi się, utrwalając trend redukcji nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Saldo handlu towarami i usługami pogorszy się, ale przeważa nad tym wyraźny spadek deficytu rachunku dochodów pierwotnych (mniejsze zyski firm oraz spadek transferów zarobkowych Ukraińców). Powrót przedsiębiorstw do normalnego funkcjonowania pogorszy saldo dochodów pierwotnych i będzie działać w kierunku pogorszenia salda CA w 2021. W stronę poprawy równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki od 2021 będzie z kolei działać nowy pakiet stymulacyjny zaproponowany przez Komisję Europejską. Z jednej strony będzie on wspierał popyt wewnętrzny i import towarów, ale z drugiej strony będzie sprzyjał wzmocnieniu potencjału eksportowego. Przede wszystkim jednak napływ środków unijnych zwiększy nadwyżkę w rachunku kapitałowym (środki na inwestycje) oraz poprawi saldo obrotów bieżących i może w rezultacie przełożyć się na dalszy (pomimo kryzysu) **spadek relacji zadłużenia zagranicznego do PKB**. W przeciwną stronę będzie działało **przejściowe wyhamowanie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych** (w Polsce przybierają one najczęściej postać reinwestowanych zysków, a tych może zabraknąć w recesyjnych warunkach). W dłuższym terminie strukturalne zmiany w światowej gospodarce powinny jednak zaowocować ponownym wzrostem FDI w Polsce.

Źródła niepewności dla prognozy

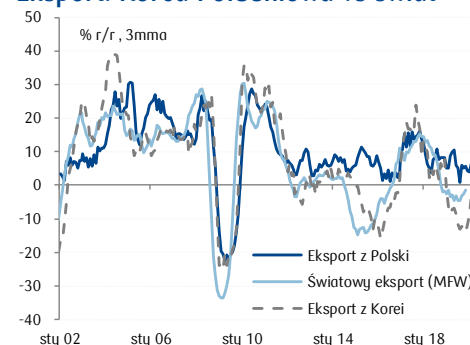
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zaburzenia w łańcuchach dostaw; (2) ceny surowców (głównie ropy); (3) importochłonność oraz rozmiary impulsu fiskalnego (propozycja KE); (4) notowania PLN.

Równowaga zewnętrzna

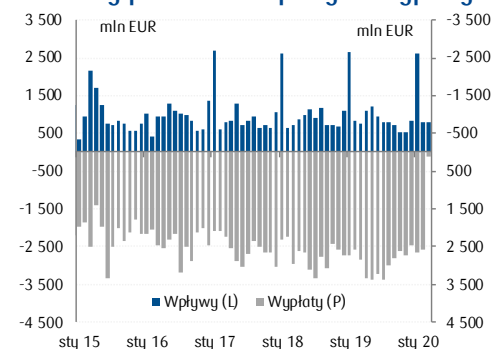
	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	2019	2020	2021
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	0,5	1,3	1,5	1,0	0,8	0,4	0,0	0,5	0,8	0,8
Bilans handlowy (% PKB)	-0,1	0,5	0,6	0,0	-0,3	-0,4	-0,6	-0,4	0,5	-0,4	-0,3
Eksport (% r/r)	6,1	4,2	0,9	-23,4	-14,3	-7,2	-1,2	27,5	4,2	-7,2	3,7
Import (% r/r)	3,3	-1,3	-0,6	-17,8	-10,9	-6,9	0,8	22,9	-1,3	-6,9	5,5
Saldo usług (% PKB)	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	4,1	4,1	4,1	4,8	4,1	4,3
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,3	-4,4	-3,8	-2,7	-2,4	-2,3	-2,8	-3,6	-4,4	-2,3	-4,0
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3	-0,6	0,8
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,2	2,0	2,3	2,2	2,1	2,3	2,1	2,3	2,0	2,3	2,8
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	0,2	0,1	-1,5	-1,6	-1,6	-0,6	-0,1	0,2	0,1	-0,6	0,4
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	2,2	1,9	1,3	1,0	0,5	0,9	1,0	1,4	1,9	0,9	1,7
Zmiana rezerw (% PKB)*	-1,6	-1,7	-1,5	-1,4	-0,8	-1,8	-1,7	-1,8	-1,7	-1,8	-3,3
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,5	-0,8	-0,5	-0,6	-0,8	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	-0,6
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	61,2	58,4	57,0	58,1	58,8	59,8	56,5	55,7	58,4	59,8	54,7
Sektor publiczny (% PKB)	22,9	21,6	21,9	22,1	22,3	22,6	21,2	21,0	21,6	22,6	20,6
Sektor prywatny (% PKB)	38,4	36,9	35,1	36,0	36,5	37,2	35,3	34,7	36,9	37,2	34,0

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

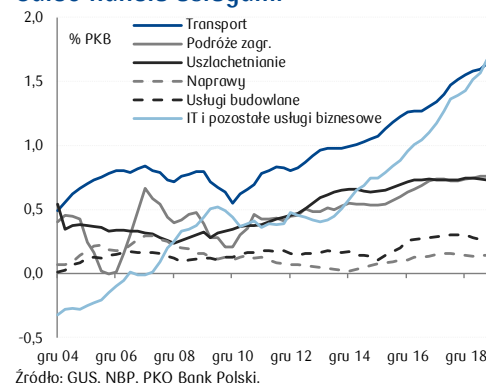
Eksport: Korea Południowa vs świat



Dochody pierwotne: wpłaty vs wypłaty



Saldo handlu usługami



(6). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

W ciągu ostatnich 3 miesięcy RPP dokonała bezprecedensowego złagodzenia polityki pieniężnej. Łącznie w 3 ruchach obniżyła stopę referencyjną o 140pb do rekordowo niskiego poziomu 0,1% i uruchomiła w koordynacji z rządem i innymi instytucjami szereg narzędzi, których celem jest wsparcie gospodarki. Kluczowy jest program zakupu na rynku wtórnym obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa (obligacje PFR i BGK), stanowiący wsparcie dla antykrzysowych działań rządu (piszemy o tym w Sekcji specjalnej #2).

Na pożądaną szybkość działania RPP i NBP ucierpiała przejrzystość polityki pieniężnej. Po posiedzeniach RPP, na których zapadały decyzje o obniżkach stóp nie odbywały się standardowe konferencje prasowe. Bank centralny nie przedstawił projekcji makroekonomicznych (ostatnia z marca od razu się zdezaktualizowała) lub przynajmniej rozważanych scenariuszy. Przy ograniczeniu formalnej komunikacji jedyną szansą na poznanie motywacji Rady były medialne wypowiedzi jej członków, które okazywały się niespójne z działaniami. Pogorszenie komunikacji z rynkami zmniejsza przewidywalność działań RPP, co osłabia mechanizm transmisji polityki pieniężnej (przez kanał rynkowy i oczekiwań).

• Prognoza średnioterminowa

W bazowym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian, a bank centralny skupi się na wspieraniu gospodarki niestandardowymi narzędziami. Ostatnia redukcja stóp w nietypowej skali 40p do nietypowego poziomu 0,10% sugeruje, że w Radzie nie ma dużej skłonności do obniżenia stóp do zera lub niżej. Są w niej zapewne członkowie dopuszczający taką możliwość, ale są też zwolennicy szybkiej korekty stóp na wyższe poziomy. Wypadkową różnych poglądów może być utrzymanie stóp bez zmian, prawdopodobnie aż do zmiany prawie całego składu RPP w trakcie 2022. Rozszerzenie do tego czasu narzędzi niestandardowych, aby wspierać proces ożywienia jest wg nas prawdopodobne. Do dalszej redukcji stóp mogłoby natomiast wg nas dojść tylko przy splocie niekorzystnych okoliczności, np. znacznym pogorszeniu perspektyw wzrostu PKB, aprecjacji PLN i zaistnieniu istotnego ryzyka deflacji. Luzowanie warunków monetarnych w Polsce było koniecznością, jednak w naszej ocenie obecny poziom stóp procentowych może zagrażać stabilności małych banków. Ponadto, ograniczenie rentowności sektora osłabia potencjał wzrostu akcji kredytowej.

• Źródła niepewności dla prognozy

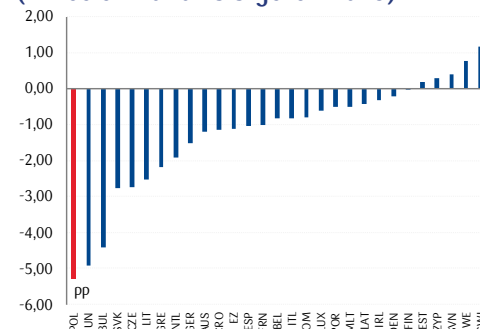
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) głębokość recesji; (2) kształtowanie się kursu walutowego, w szczególności w kontekście QE; (3) ewentualne skutki uboczne polityki NBP (m.in. stabilność systemu finansowego).

Polityka pieniężna

	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	2019	2020	2021
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,50	0,10	0,10
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-1,07	-1,78	-3,59	-2,99	-2,28	-2,08	-0,98	-1,57	-1,78	-2,08	-1,90
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	-0,90	-1,60	-2,60	-3,44	-2,81	-2,04	0,10	0,10	-1,60	-2,04	-1,43
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	1,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	2,50	0,50	0,50
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00
Stopa redysk. weksli(%)	1,75	1,75	1,05	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	1,75	0,12	0,12
REER defl. CPI (%) r/r	-1,7	1,6	1,3	-2,4	-1,1	-3,0	-1,8	0,3	-0,3	-1,3	-0,2
Nominalny PKB (%) r/r	7,6	6,7	5,2	-5,9	-3,4	-1,7	3,7	8,0	7,2	-1,4	6,0

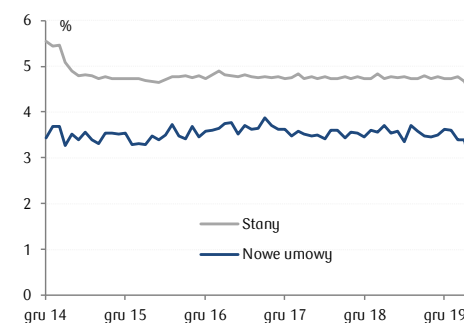
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Zmiana realnej stopy procentowej* (deflowanej HICP) w UE i Szwajcarii (kwiecień 2020 vs styczeń 2015)



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

Oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Realny Efektywny Kurs Walutowy



Źródło: BIS, Macrobond, PKO Bank Polski.

- Trendy bieżące

- Prognoza średnioterminowa

- Źródła niepewności dla prognozy

Polityka fiskalna

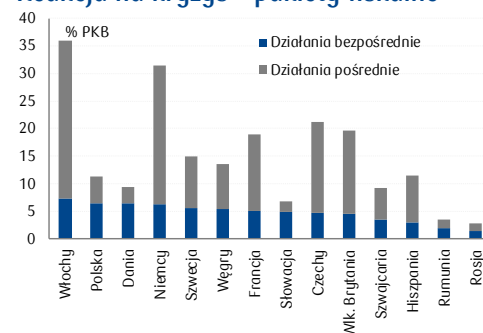
	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	2019	2020	2021
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	0,0	-0,7	-1,2	-4,8	-7,8	-8,4	-8,6	-5,7	-0,7	-8,4	-2,5
Dochody (% PKB, ESA2010)	41,8	41,3	41,0	40,1	39,1	38,4	38,0	38,9	41,3	38,4	39,8
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,8	42,0	42,2	44,9	46,9	46,8	46,6	44,6	42,0	46,8	42,3
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	1,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	1,3	0,6	0,1	-3,4	-6,4	-7,0	-7,2	-4,3	0,6	-7,0	-1,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,3	-1,0	-1,5	-3,9	-6,1	-6,1	-6,3	-3,5	-1,0	-6,1	-0,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	47,3	46,0	45,7	50,0	53,2	55,2	54,8	54,7	46,0	55,2	54,6
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	-0,6	x	x	x	-2,7	x	x	-0,6	-2,7	-2,6
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	-0,4	x	x	x	-4,5	x	x	-0,4	-4,5	-2,6
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	43,8	x	x	x	54,0	x	x	43,8	54,0	53,6

Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski. Dane kwortalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

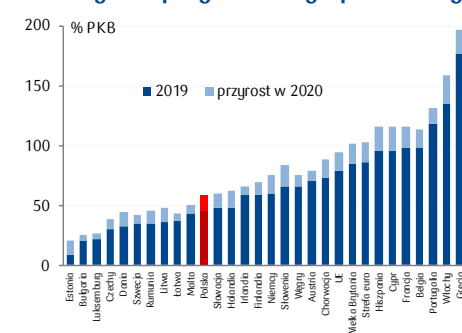
Bar chart showing the percentage of PKB (Public Capital Budget) for various countries. The Y-axis ranges from -5 to 5. The X-axis lists countries: EN, JX, JO, AL, UL, WE, OL, ST, ER, DE, IT, YP, AT, LT, UT, JN, ZE, RE, IN, NS, SP, EA, WK, JK, EL, TA, SA, OM. The legend indicates 'Saldo skor.' (dark blue bars) and 'Saldo fiskalne' (grey diamonds).

Country	Saldo skor. (%)	Saldo fiskalne (%)
EN	4.2	4.2
JX	4.2	2.2
JO	2.8	0.5
AL	2.5	0.5
UL	2.2	2.2
WE	2.2	0.5
OL	1.8	0.5
ST	1.8	-0.5
ER	1.5	1.5
DE	1.5	-0.8
IT	1.5	0.5
YP	1.8	1.8
AT	1.0	-0.5
LT	1.0	-0.5
UT	0.8	0.8
JN	0.8	-2.2
ZE	0.5	1.5
RE	0.2	-1.5
IN	-0.5	-1.5
NS	-0.5	-1.0
SP	-0.5	0.5
EA	-0.5	-1.0
WK	-1.5	-1.5
JK	-1.5	-1.5
EL	-1.5	-1.5
TA	-1.5	-1.5
SA	-1.5	-3.2
OM	-1.5	-4.2

Reakcja na kryzys - pakietu fiskalne



Koszt antykryzysowych pakietów fiskalnych – przyrost długu publicznego



Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Sekcja specjalna #1: Gospodarka w czasie rzeczywistym

W tej sekcji wracamy do tematyki, którą poruszamy od 2012, tzn. do narzędzi służących do pomiaru aktywności gospodarki „w czasie rzeczywistym”. W Raporcie specjalnym „[Monitorowanie gospodarki w czasie rzeczywistym](#)” z 17.10.2012 przedstawialiśmy nietechniczny opis m.in.: naszego miesięcznego proxy PKB [PKO-PKB-M]. Wskaźnik ten do tej pory umożliwia nam szacowanie dynamiki PKB na podstawie „twardych” danych miesięcznych oraz wskaźników o większej częstotliwości (por. wykres obok). Sytuacja pandemiczna i drastyczny wzrost niepewności spowodowały, że rola prognozowania krótkookresowego, w tym monitorowania aktywności „w czasie rzeczywistym” nabrała jeszcze większego znaczenia.

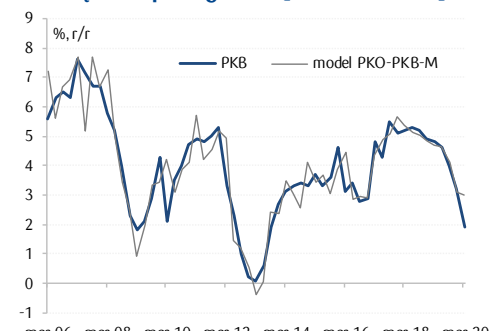
Coraz większa dostępność danych oraz nowe możliwości ich gromadzenia umożliwiły „odkrycie/stworzenie” nowych zbiorów danych, a technologia ich przetwarzania otworzyła nowe możliwości analityczne (m.in. Big Data, którego wykorzystanie prezentowaliśmy w raporcie [Big \(Bank\) Data – Gramy w karty](#) z 08.03.2019). W związku z tym, że „twarde” dane dotyczące wyników gospodarki mają częstotliwość miesięczną lub kwartalną i są publikowane z opóźnieniem, przy kryzysowej dynamice wydarzeń uniemożliwia to szybkie reagowanie i podejmowanie decyzji. Zaczęliśmy więc w jeszcze większym stopniu niż dotychczas wykorzystywać dane o wysokiej częstotliwości, tzn. tygodniowe i dzienne. Ponieważ zmiany dzienne nie są już na tym etapie wystarczająco istotne, do celów operacyjnych stworzyliśmy tygodniowy indeks aktywności ekonomicznej w oparciu o dzienne dane [PKO-PKB-T], który pozwala na bieżąco oceniać aktywność gospodarki poddanej nieznanemu dotychczas szokowi pandemicznemu. Wzrost zainteresowania danymi o wysokiej częstotliwości widać m.in. w pracach analitycznych niektórych banków centralnych (m.in. Bundesbank, por. [Monatsbericht 05.2020](#)).

Do budowy indeksu tygodniowej aktywności ekonomicznej włączyliśmy zestaw dziennych szeregów czasowych obejmujący kilka obszarów: (1) sferę realną, tj. zużycie energii elektrycznej, (2) zmienną z pogranicza sfery realnej i nominalnej, tj. wartość transakcji bezgotówkowych dokonywanych kartami PKO BP, (3) rynek pracy, tj. indeks Google Trends wyszukiwań frazy „zasiłek dla bezrobotnych”, (4) handel zagraniczny (towary), tj. ceny miedzi oraz Baltic Dry Index, a także (5) międzynarodowy handel usługami (transport), tj. indeks przewozów ciężarowych w Niemczech.

Oszacowanie indeksu opiera się na przekształceniu zmiennych wejściowych w „sztuczny” szereg (tzw. czynnik wspólny), który jest nośnikiem jak największej części wspólnej wariancji zmiennych ujętych w panelu. Szeregi zostały uporządkowane tak, aby na końcu próby wyeliminować luki w danych ze względu na kalendarz ich publikacji (niektóre zmienne są dostępne 1-2 dni później względem terminu, którego dotyczą). Oszacowanie indeksu na dany dzień należy zatem rozumieć jako oszacowanie na bazie informacji dostępnych w danym dniu. Ponieważ publikacja indeksu z częstotliwością dzienną mogłaby być myląca ze względu na wysoką zmienność danych, agregujemy go do częstotliwości tygodniowej. Indeks pokazuje w przybliżeniu dynamikę aktywności w danym tygodniu w porównaniu do przeciętnej za 2019. Jego uśrednione roczne wartości docelowo powinny być zbliżone z tempem wzrostu gospodarczego w całym roku.

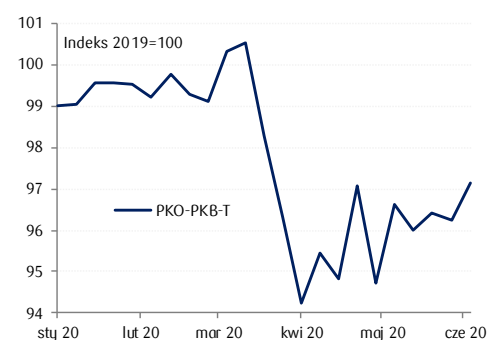
Aktualizacje wartości indeksu za kolejne tygodnie będziemy regularnie przedstawiać we wtorkowych Dziennikach Ekonomicznych.

Miesięczne proxy PKB [PKO-PKB-M]



Źródło: Datastream, Macrobond, PKO Bank Polski.

Tygodniowy wskaźnik aktywności gospodarki [PKO-PKB-T]



Źródło: PKO Bank Polski.

Sekcja specjalna #2: Pakiet antykryzysowy w Polsce na tle innych europejskich krajów

W obliczu kryzysu wywołanego pandemią państwa na całym świecie uruchomiły programy wspierające gospodarki. Nie zawsze jednak to, co podawano w oficjalnych komunikatach obrazowało bezpośrednią skalę luzowania, w szczególności w przypadku impulsu fiskalnego.

Wartości programów (liczone w relacji do PKB) **podbijane są w wielu przypadkach dużymi rozmiarami pomocy pośredniej** (głównie w formie rządowych gwarancji kredytowych). Tymczasem nie wszystkie państwa potrzebują takiej pomocy w jednakowym stopniu. Wszystko zależy od skali zadłużenia sektora prywatnego, który miałby być objęty gwarancjami. W przypadku Polski jest ono na jednym z najniższych w Europie poziomów (por. wykres obok).

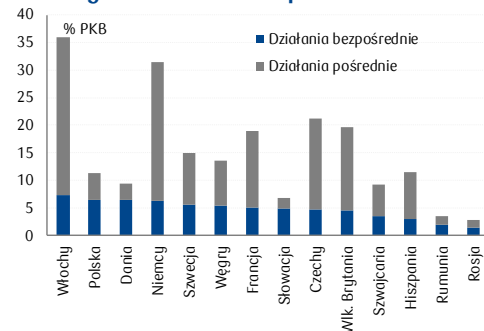
W obecnej sytuacji **kluczowe znaczenia dla oceny skali wsparcia gospodarki przez rządowe działania antykryzysowe ma rozmiar pomocy bezpośredniej**, to jest wartość środków przekazanych bezzwrotnie lub pożyczonych (także w ramach pakietów płynnościowych, redukcji podatków, czy moratoriów na ich zapłatę).

W obliczu jednoczesnego spadku popytu wewnętrznego i zewnętrznego stabilizatorem gospodarki staje się impuls fiskalny. Jego rozmiar ujawniają statystyki deficytu sektora finansów publicznych, które pokazują prawdziwą skalę ekspansji fiskalnej. W takim zestawieniu wyróżnia się Polska. **Krajowy pakiet fiskalny jest jednym z najbardziej hojnych w całej UE i bez wątpienia najhojniejszym w Europie Środkowej i Wschodniej** (por. tabela na następnej stronie). Dominacja skali polskiego pakietu jeszcze rośnie po uwzględnieniu, że aż do 60% z wartej 100 mld zł Tarczy Finansowej PFR, zasilałającej krajowe przedsiębiorstwa w płynność, może być efektywnie pomocą bezzwrotną.

Potrzebę ekspansji fiskalnej dostrzega Komisja Europejska, która rozpoczęła prace nad programem (wartym 750 mld EUR) pokryzysowej stymulacji europejskiej gospodarki. Pod kątem absolutnej wartości środków (granty i pożyczki) Polska ma być jednym z głównych beneficjentów programu, którego skala (w ujęciu brutto odpowiednim w przypadku tego programu dla oceny implikacji makro) może w naszym przypadku przekroczyć rocznie 3% PKB (przez 4 lata) wobec 2,1% PKB, które otrzymaliśmy w 2019 (w ujęciu netto) w ramach transferów ze standardowego, wieloletniego budżetu UE. Więcej o implikacjach dla Polski nowych propozycji fiskalnych Komisji Europejskich w Sekcji specjalnej #6.

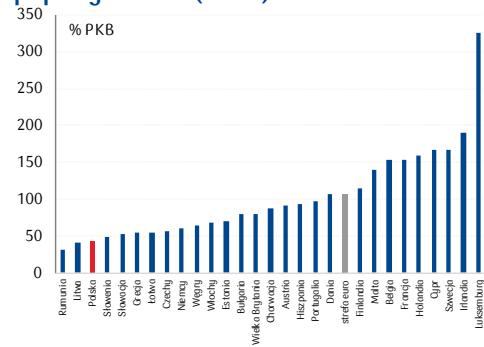
Polityka fiskalna jest wspierana przez politykę pieniężną. W ramach luzowania ilościowego NBP skupił dotychczas papiery skarbowe (oraz wyemitowane przez PFR i BGK) o wartości blisko 100 mld zł (niemal 5% PKB). To najwięcej ze wszystkich monitorowanych przez nas programów ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej realizowanych przez banki centralne podobnych gospodarek. W naszej ocenie NBP może skupić papiery dłużne o wartości do ok. 200 mld zł (blisko 10% PKB, czyli równie dużo jak w przypadku QE1 realizowanego przez Fed). Obniżki stóp procentowych (w tym stopy referencyjnej o 140pb) sprowadziły rentowności obligacji do poziomów bliskich zeru, co istotnie obniża koszty obsługi długu publicznego. Program kredytów wekslowych nie zakończył się powodzeniem (do końca maja żaden bank z niego nie skorzystał). Nie jest wykluczone, że bank centralny wprowadzi inne instrumenty/programy służące ożywieniu akcji kredytowej dla przedsiębiorstw (szczególnie MŚP).

Pakiety fiskalne w Europie



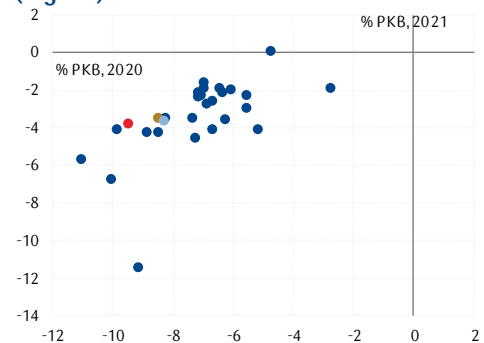
Źródło: IMF, IIF, PKO Bank Polski.

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych: kredyty i wyemitowane papiery dłużne (2019)



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Prognozy salda fiskalnego w UE w 2020 (wg KE)



Źródło: KE, PKO Bank Polski. Polska zaznaczona kolorem czerwonym, UE jasnoniebieskim, a strefa euro złotym.

Antykrzysowe działania fiskalne i monetarne w wybranych gospodarkach europejskich (stan na 31 maja 2020)

		Polska	Czechy	Węgry	Rumunia	Rosja	Słowacja	Niemcy	Francja	Włochy	Hiszpania	Szwajcaria	Wielka Brytania	Szwecja	Dania
Polityka fiskalna (% PKB)	Działania bezpośrednie	6,5	4,7	5,5	2,0	1,5	1,2/miesiąc + 2,45 do tej pory	4,9 (+1,4**)	5,0	7,4	3,0	3,6	3,4 + 0,4/miesiąc	5,6	6,4
	Działania pośrednie (w tym gwarancje)	4,8	16,5	8,1	3	1,4	0,5/miesiąc	23 (+2,1**)	14,0	28,5	8,5	5,7	15,0	9,4	3,0 w gwarancjach i narzędziach płynnościowych
	Narzędzia płynnościowe / pozostałe	4,5 w środkach PFR (do 60% pomocy bezzwrotnej) + 4,5 w działaniach BGK (fundusz COVID)	-	-	-	9,0*	-	KfW: 25,7, szybkie kredyty, 2,9 na zakup akcji, 14,6 w odroczonej podatkach	0,7 kredytów dla przedsiębiorstw strategicznych, 1,1 w odroczonej podatkach	rzqd obiecał pokrycie 1/3 strat banków (z wakacji kredytowych) po ustaniu kryzysu	2,1 w odroczonej podatkach	0,2 kredytów dla linii lotniczych i przedsiębiorstw z branży	wspólny program Ministerstwa Skarbu i BoE finansowania przedsiębiorstw	5,6 w odroczonej podatkach	
	Zmiana głównej stopy procentowej (pb)	-140	-125	0	-75	-50	0					0	-65	0	
Polityka pieniężna	Luzowanie ilościowe skala (% PKB)	T	N	T	T	N	T					N	T	T	N
		4,3 do tej pory	-	?	?	-	APP (+ 120 mld EUR), PEPP (750 mld EUR)					-	+9,0	+6,0	-
	Instrumenty typu TLTRO	Kredyt wekslowy	-	Program Funding for Growth+	-	0,5	korzystniejsze warunki TLTRO III, PELTRO					program refinansowania kredytów	Term Funding Scheme, Covid Corporate Financing Facility, Coronavirus Business Loan Interruption Scheme	9,9	-
	Polityka makroostrożnościowa	zawieszenie bufora ryzyka systemowego (3%)	LTV (80%> 90%), DSTI (45%> 50%), DTI zawieszony	Foreign Exchange Coverage Ratio (15%> 10%), bufor OSII czasowo zawieszony	-	cofnięcie wymogu domiaru do wagi ryzyka dla kredytów hipotecznych udzielonych przed 1 kwietnia, poluzowanie regulacji płynnościowych	Wyłączenia od bufora zabezpieczającego, LCR, narzędzi II-filarowych, wycofanie podwyżki bufora antycyklicznego (o 0,5pp.)	Zawieszenie bufora antycyklicznego (0.25%>0.00%), wyłączenia od LCR	Zawieszenie bufora antycyklicznego (0.25%>0.00%)	Przejściowe wyłączenia od wymogów kapitałowych i płynnościowych	Przejściowe wyłączenia od wymogów kapitałowych i płynnościowych	dezaktywacja bufora antycyklicznego, wydłużenia odstępu od kalkulacji współczynnika dźwigni dla wszystkich banków do 2021	dezaktywacja bufora antycyklicznego (2% -> 0%)	obniżenie bufora antycyklicznego o 2,5pp., tymczasowe wyłączenia od LCR	dezaktywacja bufora antycyklicznego, poluzowanie wymogów płynnościowych

Źródło: MFW, IIF, PKO Bank Polski. Stan na koniec maja. Wszystkie liczby przedstawione jako % PKB, chyba że wskazano inaczej. * Regulacje fiskalne nakazują automatyczny wzrost wydatków z państwowego funduszu majątkowego; ** programy poszczególnych krajów związkowych.

Sekcja specjalna #3: Czy QE grozi wybuchem inflacji?

Skoordynowany impuls fiskalno-monetarny na olbrzymią skalę rodzi obawy, czy światu nie grozi wybuch inflacji. Pojawiają się nawet porównania obecnej sytuacji (w naszej opinii mocno nietrafne) do eksplozji wzrostu cen związanej z szokiem naftowym w latach 70-tych. Wśród czynników wzbudzających niepokój dotyczący perspektyw inflacji na pierwszym planie są rozbudowane programy ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej - w Polsce zastosowane po raz pierwszy QE.

Naszym zdaniem droga od skupu aktywów przez NBP do inflacji jest długa i kręta. Zakupy obligacji przez bank centralny zwiększają jego bilans, ale nie zwiększają same w sobie bilansów banków komercyjnych, a więc podaży pieniądza. Aktywa NBP zwiększają się o wartość zakupionych obligacji, a pasywa w takiej samej wartości o nowo wykreowany pieniądz rezerwowy. Operacje te nie zwiększają bezpośrednio bilansów banków komercyjnych, a jedynie zmieniają ich strukturę po stronie aktywów - spada wartość papierów skarbowych, a rośnie wartość rezerw na rachunku w banku centralnym. QE może prowadzić do wzrostu sumy bilansowej sektora bankowego (i podaży pieniądza ogółem), jeśli wpływa na jedno z trzech zasadniczych źródeł kreacji pieniądza: 1) akcję kredytową, 2) aktywa zagraniczne netto oraz 3) zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego.

O ile QE skutecznie sprzyja wzrostowi zadłużenia instytucji rządowych szczebla centralnego, to może się okazać nieskuteczne w pobudzeniu akcji kredytowej (spadek popytu na kredyt przy załamaniu zaufania konsumentów i nastrojów firm oraz ograniczanie podaży kredytu przy wzroście ryzyka kredytowego postrzeganego przez banki). Innymi słowy, przyrost podaży pieniądza na skutek wzrostu pieniądza rezerwowego (bazy monetarnej) jest hamowany przez obniżenie mnożnika kreacji pieniądza. Po drugie, nawet jeśli poprzez QE (i inne instrumenty typu programy gwarancji kredytowych, *funding/lending for growth* itd.) uda się wygenerować wzrost kredytu i podaży pieniądza (tym razem to bardziej prawdopodobne niż w poprzednim kryzysie), to jednocześnie może spowolnić prędkość obiegu pieniądza.

Brak zależności pomiędzy pieniądzem a inflacją. Większość badań prowadzonych w ostatnich dekadach wskazuje, że obserwowana w przeszłości zależność pomiędzy podażą pieniądza a inflacją nie działa nawet w warunkach silnego wzrostu gospodarczego. Innymi słowy, inflacja CPI nie ma monetarnego charakteru.

Trendy inflacyjne będą zależeć od wielu czynników (ich zestawienie prezentujemy w tabeli poniżej). W krótkim terminie przeważą wg nas elementy deflacyjne, a w średnim terminie większą będzie rola czynników proinflacyjnych.

Wybrane argumenty dotyczące kierunku zmian inflacji na skutek obecnego kryzysu

Deflacyjne

Głęboko ujemna luka popytowa (poziom PKB poniżej potencjalnego)
Obniżenie mnożnika kreacji pieniądza poprzez spadek popytu na kredyt oraz presję na spadek podaży kredytu
Spadek prędkości obiegu pieniądza (w tym przez przesunięcie pieniądza do aktywów finansowych bez wpływu na popyt na towary i usługi konsum.)
Relatywnie duży spadek dochodów osób z niskimi płacami i wysoką skłonnością do konsumpcji
Niewykorzystany potencjał krajów o niskich kosztach (np. Indie)
Nasilenie automatyzacji i robotyzacji procesów produkcyjnych
Niekorzystne trendy demograficzne
Trwały spadek popytu na niektóre towary i usługi (efekt zmian we wzorcach zachowania konsumentów pod wpływem pandemii)

Proinflacyjne

Bezprecedensowo silna reakcja fiskalno-monetarna (impuls fiskalny rządu 10% PKB oraz rekordowa skala zakupu aktywów przez banki centralne, np. Fed w skali 38% PKB wobec ok. 20% w reakcji na poprzedni kryzys)
Bardziej proinflacyjny charakter stymulacji fiskalnej (transfery do konsumentów i firm, a nie *bail-out* instytucji finansowych)
Zaburzenia podażowe dotyczące dostępności towarów oraz usług
Deglobalizacja przez ograniczenie ścisłej specjalizacji i koncentracji produkcji
Ograniczenie roli globalnych korporacji, w tym gigantów technologicznych, m.in. poprzez obciążenia podatkowe („podatek cyfrowy”)
Wzrostu udziału płac w PKB i redukcja nierówności dochodowych (zwiększenie redystrybucji do osób z większą skłonnością do konsumpcji)
Koszty transformacji energetycznej i realizacji celów klimatycznych (koszty dochodzenia do neutralności klimatycznej)

Sekcja specjalna #4: Branżowe spojrzenie na gospodarkę

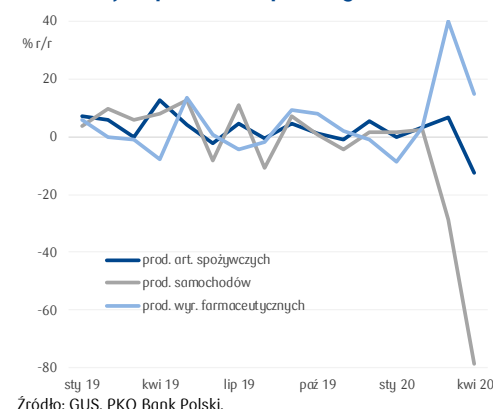
Kryzys związany z COVID-19 szybko i szeroko rozlał się po polskiej gospodarce, silnie uderzając w większość sektorów. Spadek przychodów firm był gwałtowny ze względu na często „zerojedynkowy” charakter zmian popytu i podaży. Spodziewamy się, że tylko 5 spośród 27 wybranych najważniejszych branż w 2q20 zanotuje zbliżony poziom (+/- 5%) przychodów jak rok wcześniej (2q19) (por. „mapa ciepła” na str.14). Będą to: budownictwo, telekomunikacja, usługi informatyczne, a wśród branż przemysłowych produkcja wyrobów farmaceutycznych oraz papieru i wyrobów z papieru. Z kolei bardzo dużego spadku przychodów, być może powyżej 40% r/r, spodziewamy się w przypadku sprzedaży odzieży i obuwia, zakwaterowania i gastronomii, biur podróży oraz kultury, rozrywki i rekreacji.

Prognozujemy, że w przypadku 19 z 27 największych sektorów, odpowiedzialnych za 72% przychodów w tej grupie, ujemna dynamika roczna przychodów utrzyma się również w 3q20. Przy założeniu braku silnych szoków wtórnych, w tym silnej drugiej fali epidemii, spodziewamy się, że w 4q20 przychody w większości analizowanych sektorów zbliżą się do poziomu notowanego rok wcześniej.

Borykające się ze spadkiem popytu i przychodów firmy w pierwszej kolejności tną inwestycje, ale także redukują zatrudnienie. Analiza wrażliwości poszczególnych branż na negatywny wpływ pandemii (wykres na następnej stronie) pomaga ocenić trendy na rynku pracy i skalę ryzyka utraty miejsc pracy w poszczególnych sektorach. W wyróżnionych przez nas branżach, w których negatywny wpływ COVID-19 oceniliśmy jako silniejszy niż przeciętnie dla całej gospodarki zatrudnionych jest 4,6 mln osób (strukturę zatrudnienia prezentujemy na str. 15). Najbardziej wrażliwe branże tworzą więc blisko 30% wszystkich miejsc pracy w gospodarce. Najbardziej zagrożone stanowiska pracy to te, które nie są oparte o stosunek pracy. W całej puli branż najbardziej wrażliwych na negatywne skutki pandemii w oparciu o niestandardowe formy zatrudnienia pracuje 19% pracujących (to wprost dawałoby blisko 880 tys. pracujących na skrajnie wrażliwych miejscach pracy). Rozkład jest tu jednak bardzo heterogeniczny (udział takich pracujących w poszczególnych branżach prezentujemy na str. 15), a najwyższy odsetek niestandardowych form zatrudnienia występuje w handlu, gastronomii, zakwaterowaniu oraz działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej.

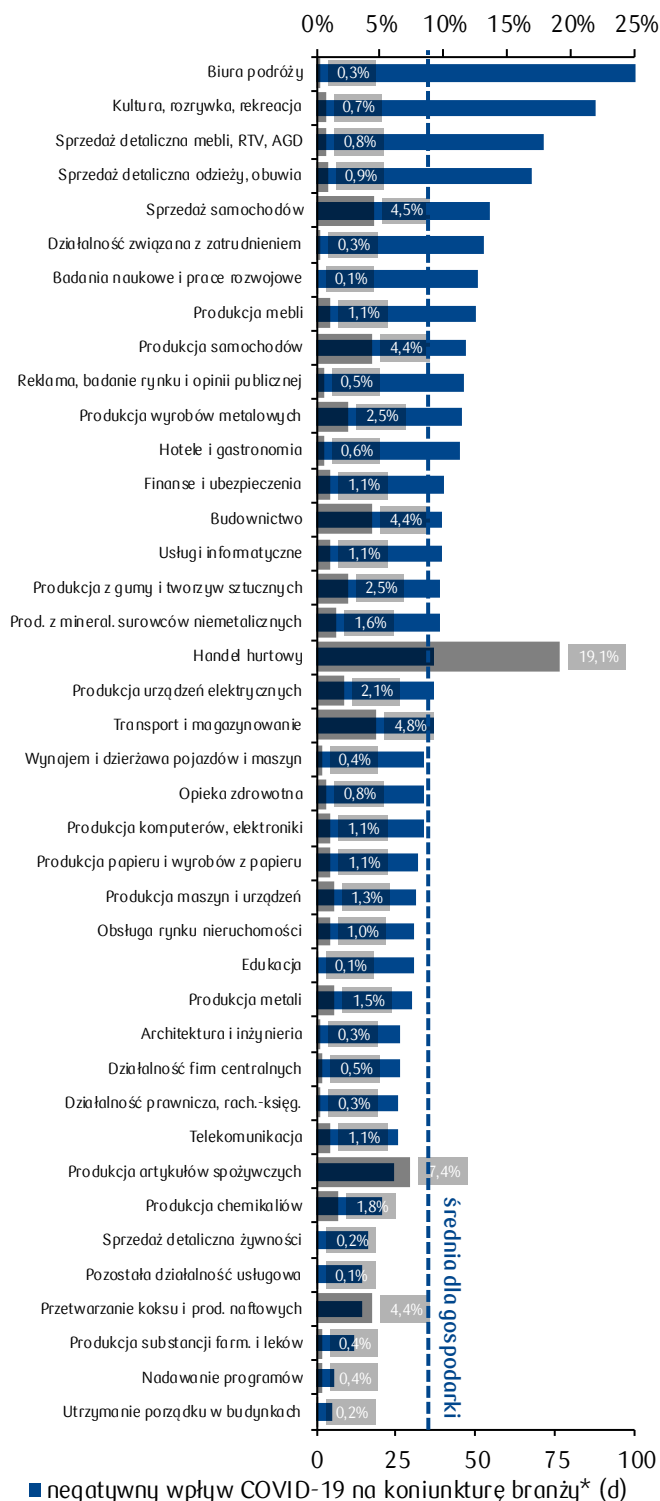
Pierwszy obraz wrażliwości poszczególnych segmentów rynku pracy na pandemię dostarczają dane za marzec i kwiecień. Pokazują one skuteczność Tarczy Antykryzysowej w ochronie miejsc pracy (zmniejszony wymiar czasu pracy był głównym źródłem spadku zatrudnienia, liczba pracujących w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu spadła o 0,7% m/m, podczas gdy zatrudnienie aż o 2,4% m/m). Zestawienie jak od czasu wybuchu pandemii zmieniła się liczba pracujących w porównaniu do zmiany przeciętnego wymiaru czasu pracy w danej branży pokazuje, że zdecydowana większość firm zamiast zwolnień zdecydowała się na „chomikowanie” pracy (m.in. przy wsparciu oferowanego w ramach Tarczy Antykryzysowej mechanizmu 40:40:20 obniżającego wymiar etatu do 80%). Przedsiębiorstwa chcą zapewne uniknąć dużych kosztów selekcji, rekrutacji i szkoleń pracowników po ustąpieniu pandemicznego kryzysu. Branże, w których skala redukcji etatów była największa, w dużym stopniu pokrywają się ze zidentyfikowanymi przez nas najbardziej wrażliwymi obszarami gospodarki.

Produkcja sprzedana przemysłu



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Skala negatywnego wpływu COVID-19 na koniunkturę w branżach



Pomoc PFR dla firm według branż

Sekcja	Kwota pomocy z PFR ogółem (mln zł)	Kwota pomocy z PFR na firmę (tys. zł)
Handel hurtowy i detaliczny	13656	241,5
Przetwórstwo przemysłowe	9075	281,0
Budownictwo	6050	191,5
Transport i magazynowanie	3185	176,5
Hotele i gastronomia	2814	157,3
Dział. profesjonalna, naukowa	1649	91,4
Pozostała działalność usługowa	1089	70,1
Biura podróży i administrowanie	1067	165,4
Opieka zdrowotna	1050	98,6
Informacja i komunikacja	724	183,5
Finanse i ubezpieczenia	570	182,4
Obsługa rynku nieruchomości	407	134,8
Kultura, rozrywka, rekreacja	402	164,0
Edukacja	391	93,2

Prognozowana dynamika przychodów („mapa ciepła”) według branż

Branża	%*	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21
Handel hurtowy	19,1					
Produkcja artykułów w spożywczych	7,4					
Transport i magazynowanie	4,8					
Sprzedaż samochodów	4,5					
Przetwarzanie koksu i produktów naftowych	4,4					
Budownictwo	4,4					
Produkcja samochodów	4,4					
Produkcja z gumy i tworzyw sztucznych	2,5					
Produkcja metalowych wyrobów gotowych	2,5					
Produkcja chemikaliów	1,8					
Prod. z mineral. surowców niemetalicznych	1,6					
Produkcja metali	1,5					
Produkcja maszyn i urządzeń	1,3					
Produkcja papieru i wyrobów z papieru	1,1					
Telekomunikacja	1,1					
Produkcja komputerów, elektroniki	1,1					
Usługi informatyczne	1,1					
Produkcja mebli	1,1					
Obsługa rynku nieruchomości	1,0					
Sprzedaż detaliczna odzieży, obuwia	0,9					
Opieka zdrowotna	0,8					
Sprzedaż detaliczna mebli, RTV, AGD	0,8					
Kultura, rozrywka, rekreacja	0,7					
Hotele i gastronomia	0,6					
Produkcja substancji farm. i leków	0,4					
Biura podróży	0,3					
Sprzedaż detaliczna żywności	0,2					

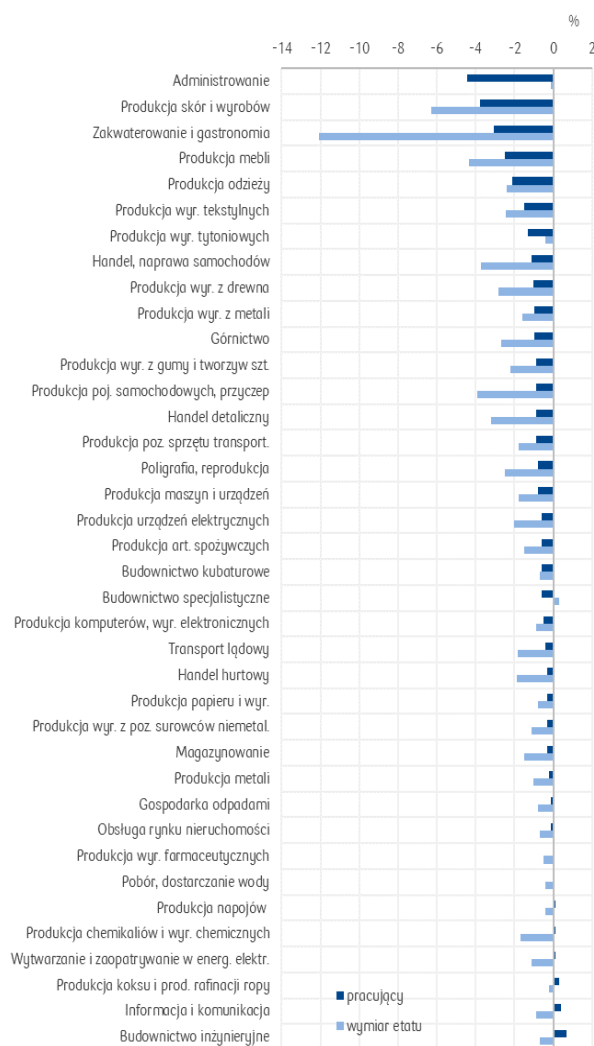
* - udział przychodów branży w przychodach firm ogółem

dynamika przychodów r/r

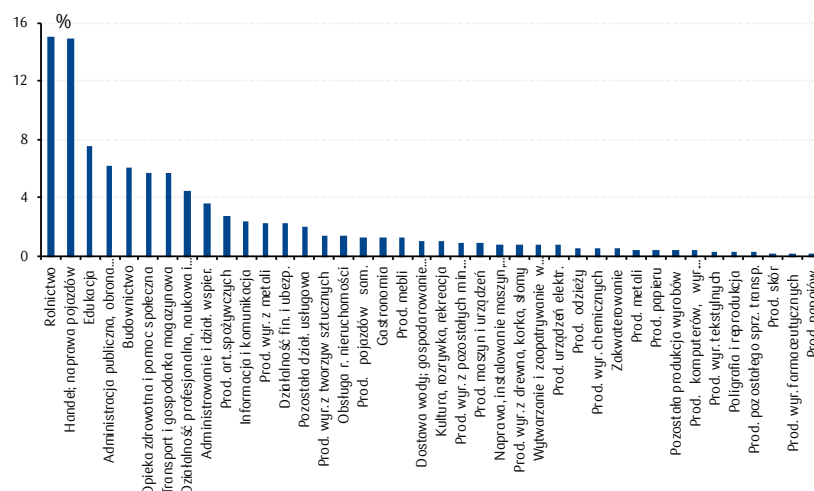
NB. Ocena ekspercka analityków sektorowych PKO Banku Polskiego.

Źródło: GUS, PONT Info, PFR, PKO Bank Polski
NB. Dane PFR - stan na 3.06.2020

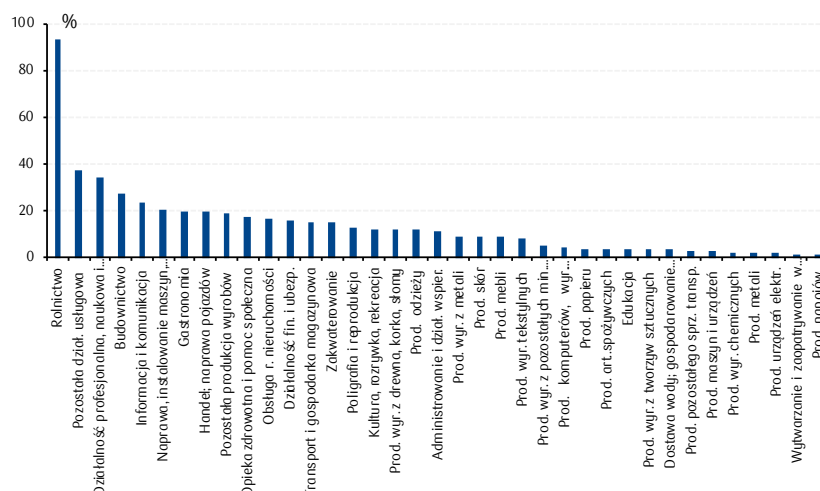
Liczba pracujących i przeciętny wymiar etatu wg branż (zmiana % kwiecień 2020 / luty 2020)



Struktura zatrudnienia według sektorów



Odsetek pracujących nie na podstawie stosunku pracy



Branże o największej liczbie zatrudnionych

Sektor	Stan w IV'20			Zmiana IV'20 wobec II'20	
	Zatrudnienie (tys. osób)	Pracujący (tys. osób)	Przeciętny wymiar etatu	Zatrudnienie (%)	Pracujący (%)
Handel detaliczny	665	739	0,90	-4,1	-0,9
Handel hurtowy	500	526	0,95	-2,2	-0,3
Transport lądowy	392	416	0,94	-2,2	-0,4
Administrowanie	387	428	0,90	-4,6	-4,5
Produkcja art. spożywczych	378	395	0,96	-2,1	-0,6
Produkcja wyr. z metali	284	300	0,95	-2,6	-1,0
Informacja i komunikacja	249	261	0,95	-0,5	0,4
Produkcja wyr. z gumy i tworzyw szt.	203	213	0,95	-3,1	-0,9
Produkcja poj. samochodowych, przyczep	199	211	0,94	-4,8	-0,9
Produkcja mebli	153	163	0,94	-6,7	-2,5
Budownictwo specjalistyczne	148	163	0,91	-0,3	-0,6
Budownictwo kubaturowe	144	162	0,89	-1,3	-0,6
Magazynowanie	140	145	0,97	-1,8	-0,3
Budownictwo inżynieryjne	130	137	0,95	0,0	0,7
Górnictwo	126	133	0,95	-3,7	-1,0

NB: zmiana IV'20 wobec II'20; pracujący - stan na koniec miesiąca; wymiar etatu - relacja średniego zatrudnienia w miesiącu do liczby pracujących

Sekcja specjalna #5: Mocne i słabe strony krajowej gospodarki w obliczu kryzysu

Obecny kryzys – jak każdy – nie dotyka wszystkich krajów w jednakowym stopniu. O wrażliwości poszczególnych gospodarek na negatywny wpływ kryzysu decyduje głównie szereg czynników o charakterze ekonomicznym, a w obecnym kryzysie duże znaczenie mają również różnice w sytuacji epidemicznej. W naszej ocenie w przypadku polskiej gospodarki mocne strony przeważają nad słabościami.

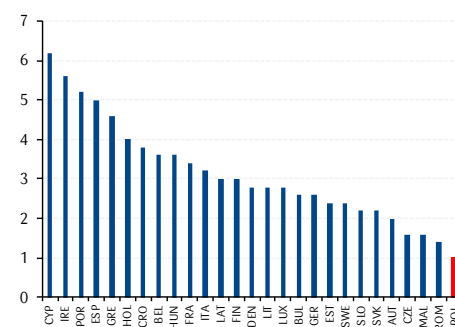
Najważniejsze wg nas mocne strony polskiej gospodarki to:

- **Dobra kondycja gospodarki i brak nierównowag makroekonomicznych oraz strukturalnych problemów w momencie wybuchu kryzysu.** Stabilność makroekonomiczna jest potwierdzona m.in. najmniejszą przeciętną liczbą nierównowag makroekonomicznych w ostatnich 5 latach w prowadzonej przez Komisję Europejską [Macroeconomic Imbalance Procedure](#). Kluczowe znaczenie ma naszym zdaniem relatywnie niskie na tle UE zadłużenie publiczne i sektora prywatnego oraz dobra pozycja płynnościowa sektora prywatnego;
- **Duży impuls fiskalno-monetarny.** Bardziej hojny niż przeciętnie w UE rządowy pakiet antykryzysowy ze wsparciem banku centralnego (duże zakupy aktywów) dają szansę na złagodzenie przebiegu kryzysu i szybkie ożywienie gospodarki przy zachowaniu potencjalnego wzrostu (więcej w Sekcji specjalnej #2);
- **Dywersyfikacja i korzystna struktura gospodarki.** Krajowa gospodarka nie jest monokulturą uzależnioną od jednego sektora (mocno dotkniętego przez kryzys jak np. motoryzacja). Żaden sektor polskiej gospodarki nie ma większego udziału w tworzeniu PKB, niż nieco ponad 10%. Szczególnie pozytywna jest relatywnie mała rola sektorów mocno dotkniętych kryzysem (turystyka, hotele i restauracje, działalność rozrywkowa), a jednocześnie relatywnie duża rola sektorów, które powinny mieć względnie dobre wyniki (sektor rolno-spożywczy, nowoczesne usługi biznesowe, budownictwo). Struktura geograficzna eksportu też jest dobrze zróżnicowana, a jednocześnie eksport ogółem odgrywa relatywnie małą rolę;
- **Konkurencyjność.** Krajowa gospodarka nadal charakteryzuje się niskimi kosztami wytwarzania. W ostatnich latach jej międzynarodowa konkurencyjność została zwiększona przez relatywny spadek jednostkowych kosztów pracy (na tle krajów regionu najsłabszy wzrost płac przy najmocniejszym wzroście wydajności pracy). Obecnie konkurencyjność jest zwiększana przez poprawę *terms of trade* związaną w dużym stopniu z głębokim spadkiem cen surowców przy statusie importera netto surowców.

Wśród specyficznych słabości polskiej gospodarki w obliczu obecnego kryzysu należy wymienić przede wszystkim następujące czynniki:

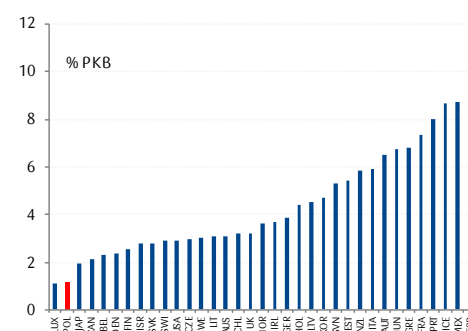
- **Duże walutowe zadłużenie gospodarstw domowych (w relacji do PKB największe na świecie) i umiarkowane zadłużenie walutowe sektora publicznego.** Przy dużym zadłużeniu walutowym deprecjacja PLN zawiera w sobie toksyczny element, co ogranicza swobodę krajowej polityki makroekonomicznej;
- **Zróżnicowana sytuacja sektora bankowego.** O ile najważniejsze systemowo banki w Polsce są bardzo stabilne (mocna pozycja kapitałowa, wysoka efektywność operacyjna i kosztowa, itd.), to mniejsze podmioty mają problemy;
- **Duża rola samozatrudnienia.** Więcej w sekcji poświęconej rynkowi pracy (str. 4);
- **Duża rola transportu.** To sektor polskiej gospodarki, który ma relatywnie duży udział w PKB na tle średniej UE, a jednocześnie jest mocno dotknięty kryzysem.

Przeciętna liczba nierównowag makro wg Komisji Europejskiej w 2014-2018



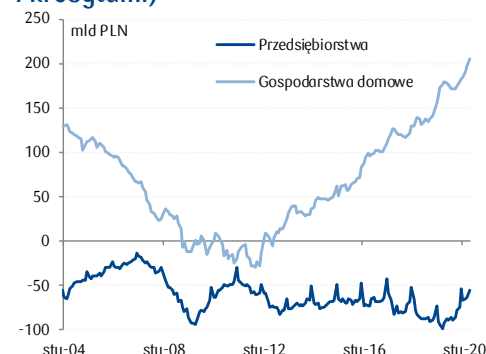
Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Udział turystyki w tworzeniu PKB



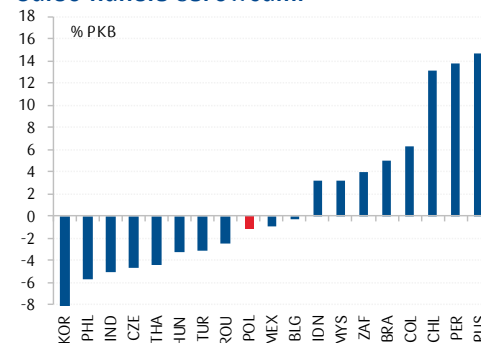
Źródło: OECD, PKO Bank Polski.

Pozycja płynnościowa sektora prywatnego (różnica między depozytami i kredytami)



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Saldo handlu surowcami



Źródło: WorldBank, PKO Bank Polski.

Sekcja specjalna #6: Pakiet fiskalny KE

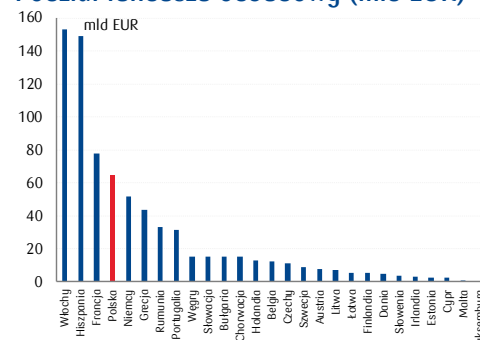
Komisja Europejska pod koniec maja przedstawiła [propozycję](#) nowego funduszu odbudowy (Recovery Instrument), który ma ożywić unijną gospodarkę po kryzysie przy jednoczesnej realizacji pożądanych zmian strukturalnych (budowania zaawansowanej technologicznie, innowacyjnej i neutralnej klimatycznie gospodarki). Łączna wartość funduszu ma wynieść 750 mld EUR, czyli ponad 5% rocznego PKB całej UE. Większość funduszu (500 mld EUR) mają stanowić bezzwrotne granty, a resztę (250 mld EUR) instrumenty pożyczkowe. Wydatki z funduszu mają być realizowane głównie w latach 2021-2024. Propozycja KE stanowi punkt wyjściowy dla negocjacji i może ulegać zmianom.

Propozycja KE w obecnej wersji stanowi nową jakość w polityce fiskalnej na poziomie UE. Wykorzystanie nowego funduszu stanowić będzie bowiem ekspansję fiskalną (nowe wydatki finansowane z długu zaciągniętego w imieniu całej UE przez Komisję Europejską, który będzie spłacany od 2028), a nie redystrybucję (transfery od płatników do beneficjentów netto) jak w standardowych, wieloletnich budżetach UE. Uwspólnotowanie długu pozwoli na ograniczenie jego łącznego przeciętnego kosztu i *de facto* transfer od mocniejszych do słabszych gospodarek (kraje ze słabym ratingiem efektywnie pozyskują tańsze finansowanie, niż przy samodzielnych emisjach, a kraje z największą wiarygodnością kredytową odwrotnie). Finansowanie nowego funduszu długiem oznacza, że dla oceny jego wpływu na gospodarkę należy brać pod uwagę kwotę środków w ujęciu brutto (bez wkładu poszczególnych krajów). W połączeniu z zaskakująco dużym pakietem stymulacji fiskalnej w Niemczech na lata 2020-2021, nowa propozycja KE stanowi dużą stymulację fiskalną, tak bardzo pożądaną i w strefie euro wyczekiwaną jak Godot przez dekadę po poprzednim kryzysie. Jeśli dodatkowo uwzględnimy zwiększoną skalę ilościowego luzowania polityki pieniężnej przez EBC, to europejska gospodarka, w tym bezpośrednio i pośrednio Polska, będzie korzystać z bardzo dużego, skoordynowanego impulsu fiskalno-monetarnego.

Podział środków wydaje się względnie korzystny dla Polski. Według wstępnych informacji krajowa gospodarka ma otrzymać ok. 38 mld EUR w grantach oraz ok. 26 mld EUR w instrumentach pożyczkowych, czyli łącznie ok. 64 mld EUR, co stanowi 12% rocznego PKB w Polsce w 2019. W ujęciu bezwzględny Polska ma być 4. największym beneficjentem nowego funduszu, a w relacji do PKB (to ujęcie jest kluczowe dla oceny wpływu na parametry makro) będzie 9. największym beneficjentem w UE (największym spośród 10 największych gospodarek UE). Nowy fundusz oznacza dodatkowy napływ środków unijnych do Polski o wartości ok. 3% PKB przez 4 kolejne lata. To więcej niż napływ netto środków do Polski w ramach standardowego unijnego budżetu (2,1% PKB rocznie). Oznacza to poprawę szacunków potencjalnego wzrostu PKB i będzie sprzyjać utrzymaniu dobrej sytuacji w bilansie płatniczym i spadkowi relacji zadłużenia zagranicznego do PKB.

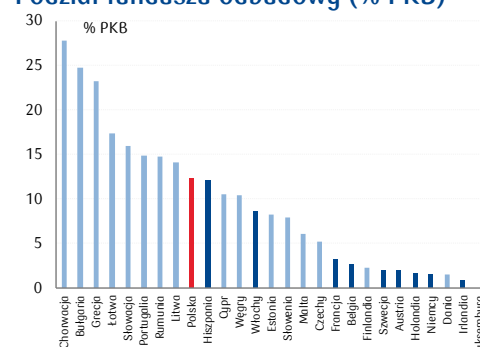
Nawet gdyby nowy fundusz nie przewidywał dużego wsparcia dla Polski, jego powstanie jest korzystne dla krajowej gospodarki, ponieważ **redukuje ryzyko znacznego ograniczenia środków dla krajów naszego regionu w standardowym, wieloletnim budżecie unijnym**. Dotychczas były takie obawy ze względu na konieczność wsparcia krajów południa strefy euro dotkniętych szczególnie mocno poprzednim kryzysem (i ponownie obecnym). **Nowa propozycja KE na poziomie UE oznacza również redukcję ryzyka „Unii wielu prędkości” z potencjalnym ograniczeniem środków dla krajów spoza strefy euro.**

Podział funduszu odbudowy (mld EUR)



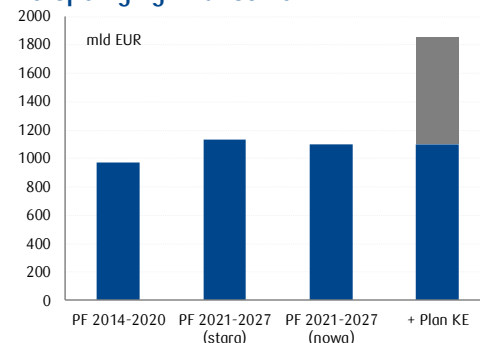
Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Podział funduszu odbudowy (% PKB)



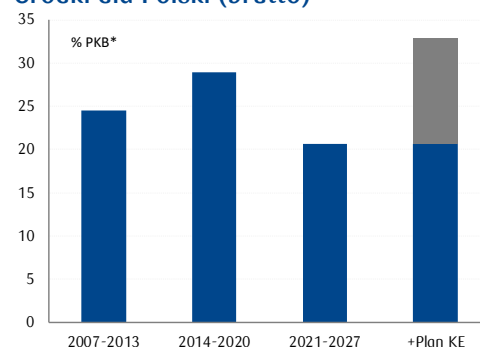
Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Perspektywy finansowe KE



Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Środki dla Polski (brutto)



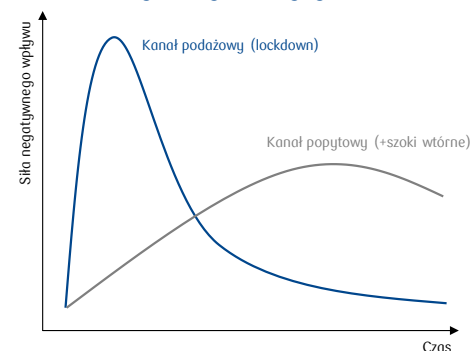
Źródło: KE, Eurostat, PKO Bank Polski. * vs PKB za 2006, 2013 i 2019.

Sekcja specjalna #7: Cykl życia kryzysu i czynniki ryzyka

Każdy kryzys ma swój cykl życia. W miarę upływu czasu zmienia się natężenie zjawisk kryzysowych, w tym głębokość spadku aktywności gospodarczej oraz zasięg kryzysu w wymiarze geograficznym i sektorowym. Obecny kryzys rozpoczął się od niezwyklej dramaturgii i dynamiki wydarzeń, niczym filmy z serii o agencie 007, otwierające się zawsze spektakularną sceną (w tym roku nawet James Bond przegrał z pandemią i nowy film o jego przygodach musi poczekać na premierę do jesieni). Po drastycznym początku sytuacja może się potencjalnie szybko normalizować. Wynika to z faktu, że źródłem obecnego kryzysu nie są poważne strukturalne słabości najważniejszych gospodarek, lecz szok o egzogenicznym charakterze (nowy koronawirus i wywołana nim pandemia). Początkowy szok związany z *lockdownem* był jednak tak silny, że uruchomił standardowe mechanizmy kryzysowe, przede wszystkim załamanie popytu konsumpcyjnego związane z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy oraz osłabienie popytu inwestycyjnego związane z drastycznym pogorszeniem sytuacji finansowej firm i skrajnie wysoką niepewnością. Spadek popytu był początkowo w obecnym kryzysie „zamaskowany” przez dużo silniejszy wpływ kanału podażowego (zamknięcie zakładów produkcyjnych oraz punktów handlowych i usługowych). Dopiero teraz będziemy dostrzegać „czysty” efekt osłabienia popytu połączony z działaniem szoków wtórnych (por. wykres obok). Dostrzegamy szereg czynników, które mogą spowodować szoki wtórne i w efekcie utrwalanie się oraz pogłębianie zjawisk kryzysowych:

- **Nawrót pandemii.** Potencjalnie najpoważniejszy i niestety dość prawdopodobny szok wtórny to kolejna fala pandemii. Opracowanie skutecznej terapii lub szczepionki jest obciążone niepewnością i może się opóźniać względem oczekiwań (najwcześniej jesienią br.), co rodzi ryzyko nawrotu pandemii i konieczności ponownego wprowadzania dotkliwych dla gospodarki restrykcji.
- **Załamanie rynku obligacji korporacyjnych.** Ten segment rynku finansowego na świecie zyskiwał na znaczeniu od poprzedniego kryzysu. Jednocześnie wartość obligacji, których rating został zredukowany poniżej poziomu inwestycyjnego, czyli tzw. *fallen angels*, jest obecnie najwyższa w historii. Obawy przed falą bankructw firm (emitentów obligacji korporacyjnych) groziły zamrożeniem tego segmentu rynku, a jego destabilizacja groziłaby wieloma wtórnymi wstrząsami (brak dostępu do finansowania dla wielu firm, poważne straty wielu instytucji finansowych z dużą ekspozycją na obligacje korporacyjne, itd.). W efekcie, Fed rozpoczął na dużą skalę interwencję na tym rynku i przygotowują się do tego innego banku centralne.
- **Niewypłacalność państw.** Ponad 100 krajów, czyli ponad połowa państw na świecie zwróciła się o pomoc finansową do MFW lub Banku Światowego.
- **Załamanie rynku nieruchomości.** Głębokie i trwałe pogorszenie sytuacji na rynku pracy może doprowadzić do gwałtownego pogorszenia sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych, szczególnie w krajach, gdzie wcześniej te rynki były nadmiernie „rozgrzane”.
- **Pogorszenie stabilności systemu finansowego.** Spadek rentowności związany z obniżkami stóp procentowych i spadkiem rentowności papierów dłużnych za sprawą realizacji programów QE oraz potencjalna eksplozja kosztów ryzyka kredytowego mogą zdestabilizować banki w wielu krajach.
- **Wzrost napięć geopolitycznych i destabilizacja polityczna.** Najbardziej niepokojący element to wznowienie „wojny handlowej”, a właściwie bardziej przejście do pełnej „zimnej wojny” pomiędzy USA a Chinami.

Schemat „cyklu życia kryzysu”



Źródło: opracowanie własne.

Sekcja specjalna #8: Jaki kształt ożywienia?

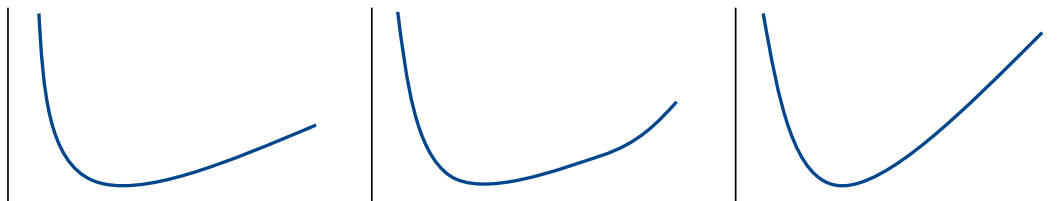
Kształt przebiegu poziomu PKB w ramach recesji i ożywienia może przypominać różne litery alfabetu (V, U, W, L) lub ich modyfikacje. Najbardziej pożądanym jest kształt V z krótszym lewym „ramieniem”, czyli szybkie odbicie po niezbyt głębokiej recesji. Wiemy już jednak, że recesja będzie głęboka (na miarę każdej z gospodarek), a do rozstrzygnięcia pozostaje skala i tempo ożywienia.

Droga do normalności będzie zależać od dwóch zasadniczych parametrów: 1) rozwoju sytuacji epidemicznej oraz 2) skuteczności antykryzysowej polityki makroekonomicznej i wtórnych szoków gospodarczych. W zależności od kształtowania się tych parametrów otrzymujemy różne warianty przebiegu ożywienia gospodarki (lub brak ożywienia). Różne kombinacje wskazanych parametrów i w efekcie różne warianty wychodzenia gospodarki w kryzysu prezentujemy na uproszczonym schemacie poniżej.

Większość formułowanych obecnie prognoz wskazuje na ożywienie U-kształtne lub V-kształtne z przechylnym prawym ramieniem, czyli wpisują się one w najbardziej korzystny wariant w prawym górnym rogu schematu. Rzeczywisty przebieg ożywienia może być jednak gorszy, jeśli na drodze gospodarki do normalności zmaterializują się istotne czynniki ryzyka (por. Sekcja specjalna #7). Działania antykryzysowe rządów i banków centralnych tworzą wg nas tak silny impuls fiskalno-monetarny, że zasadniczo będziemy się poruszać w ramach prawej kolumny schematu poniżej, a czynnikiem efektywnie różnicującym kształt ożywienia będzie rozwój sytuacji epidemicznej.

Pandemia pod pełną kontrolą

Liczba zakażeń zbiega do zera lub utrzymuje się na niskim poziomie. Służba zdrowia jest w pełni wydolna i mały wzrost zakażeń nie wymaga ograniczania aktywności gospodarczej.



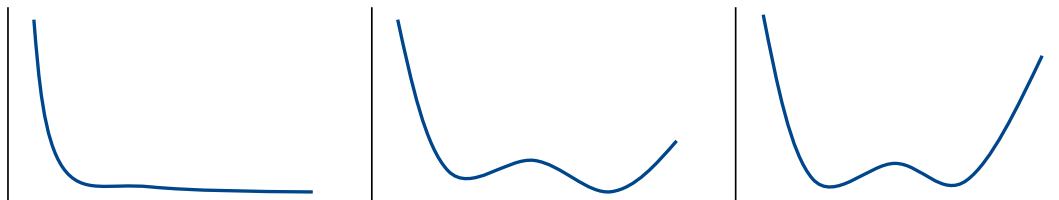
„Pandemiczny taniec”

Przejęciowo następują umiarkowane fale wzrostu zakażeń, co zmusza do ponownego wprowadzania restrykcji w niektórych regionach lub sektorach gospodarki.



Druga fala pandemii poza kontrolą

Liczba zakażeń ponownie gwałtownie przyspiesza, co przy niewystarczającej wydolności służby zdrowia prowadzi do ograniczenia aktywności gospodarczej, nawet do momentu opracowania terapii lub szczepionki.



Nieskuteczna polityka makroekonomiczna, silne negatywne szoki wtórne

Wsparcie rządu i banku centralnego jest niewystarczające (np. przez słabość fundamentów makro i brak przestrzeni do reakcji). Materializują się czynniki ryzyka i następują wtórne szoki gospodarcze.

Częściowa skuteczność antykryzysowych działań, niewiele szoków wtórnych

Impuls fiskalno-monetarny częściowo łagodzi problemy firm i negatywny wpływ kryzysu na rynek pracy. Uda się uniknąć silnych szoków wtórnych.

Impuls fiskalno-monetarny w pełni skuteczny, brak lub niewiele szoków wtórnych

Dzięki sprawnej i w pełni wystarczającej interwencji państwa aktywność gospodarcza szybko wraca do poziomu sprzed epidemii.

Sekcja specjalna #9: Perspektywy rynku mieszkaniowego

Przewidujemy, że w krótkim terminie aktywność rynku mieszkaniowego będzie obniżona, a ceny mieszkań będą pod presją. W 1q20 ceny mieszkań w dalszym ciągu rosły, a w kwietniu pozostały stabilne. Jest to efekt aktywności sprzed epidemii (rozpoczęte negocjacje; opóźnione domknięcia transakcji) oraz polityki deweloperów, tj. ograniczania liczby mieszkań wprowadzanych na rynek i rozpoczynanych nowych projektów, które pozwalają im utrzymać wysokie ceny i zyski przy mniejszej produkcji.

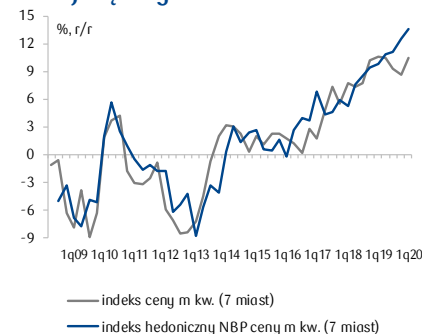
Oceniamy, że w najgorszym wariancie utrzymywania się recesji i wzrostu bezrobocia do końca 2020 spadek cen mieszkań może wynieść do ok. 15%, czyli zniwelować roczny wzrost cen sprzed kryzysu (wykres obok). Nasza ocena wynika z kombinacji następujących czynników:

- 1) pogorszenie sytuacji na rynku pracy, co uderza w potencjalnych najemców długoterminowych oraz nabywców mieszkań (od wybuchu pandemii spadek sprzedaży mieszkań o 50-60%);
- 2) prawdopodobnie trwałe ograniczenie ruchu turystycznego w dużych aglomeracjach, co uderza w rynek najmu krótkoterminowego;
- 3) wysoka produkcja mieszkań w toku (rekordowa liczba mieszkań do wprowadzenia na rynek przez deweloperów w 2020-2021);
- 4) wycofywanie się klientów z transakcji inwestycyjnych (ok. 20-30% klientów wg deweloperów) lub wstrzymywanie takich decyzji ze względu na niepewność co do koniunktury gospodarczej i w odniesieniu do własnej sytuacji finansowej;
- 5) presja podażowa związana z trudną sytuacją deweloperów, którzy finansują budowę mieszkań kapitałami własnymi i przedpłatami klientów;
- 6) zaostrzenie polityki kredytowej przez banki (większy wymagany wkład własny i wzrost marży) oraz spadek liczby i wartości wniosków o kredyt mieszkaniowy (ok. 20% r/r)
- 7) obniżenie dynamiki kosztów budowy.

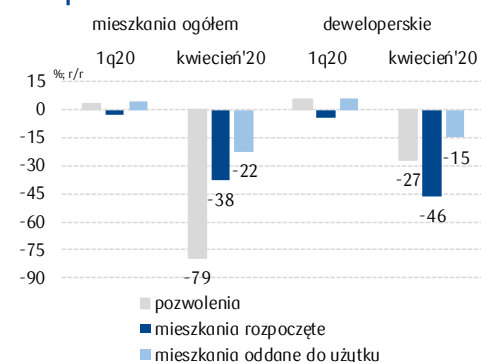
Po korekcie w najbliższych kilku- lub kilkunastu miesiącach, spodziewamy się wzmocnienia aktywności rynku mieszkaniowego i powrotu wzrostowego trendu cen mieszkań w średnim i długim terminie. Będzie to związane z następującymi czynnikami:

- 1) ograniczenie przyszłej podaży mieszkań na skutek decyzji deweloperów podejmowanych w trakcie kryzysu;
- 2) oczekiwane najdalej od 2021 ożywienie gospodarki i poprawa sytuacji na rynku pracy;
- 3) małe nasycenie polskiego rynku kredytami mieszkaniowymi (w relacji do PKB nieco ponad 20% wobec ok. 50% przeciętnie w UE);
- 4) ultra-łagodna polityka pieniężna NBP obniżająca oprocentowanie depozytów niemal do zera (wykres obok), a rentowność obligacji do rekordowo niskich poziomów (nawet poniżej 1% dla obligacji 5-letnich); to może być czynnik generujący znaczną inflację cen aktywów w Polsce, w szczególności na rynku nieruchomości mieszkaniowych;
- 5) strukturalny niedobór mieszkań w Polsce z liczbą mieszkań na 1000 mieszkańców na prawie najniższym poziomie w UE (por. wykres obok).

Zmiana ceny m kw. mieszkania w największych miastach

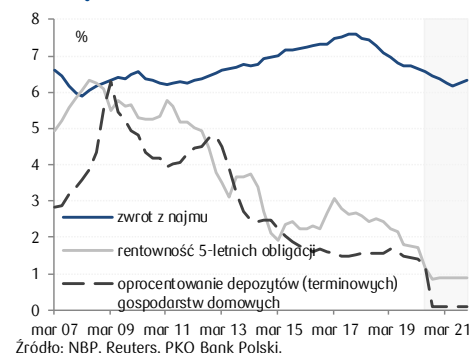


Liczba pozwoleń na budowę, mieszkań rozpoczętych i oddanych do użytku w 1q20 i kwietniu 2020



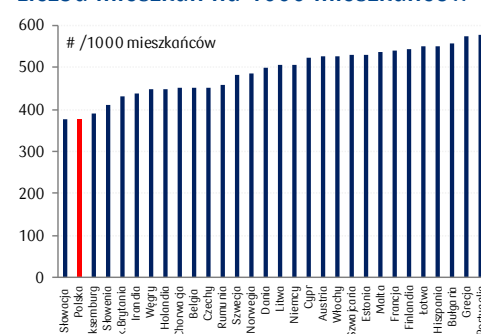
Źródło: GUS, PKO Bank Polski

Rentowność alternatywnych form oszczędności



Źródło: NBP, Reuters, PKO Bank Polski.

Liczba mieszkań na 1000 mieszkańców



Sekcja specjalna #10: Długoterminowe skutki kryzysu

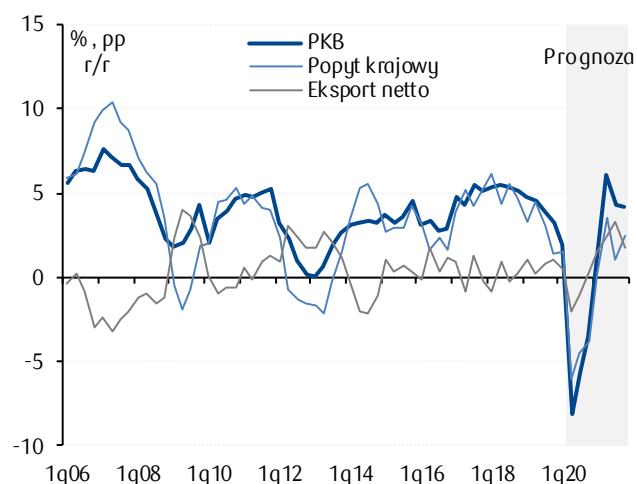
Każdy kryzys przynosi trwałe, przełomowe zmiany. „Nigdy nie marnujcie dobrego kryzysu” – mawiał brytyjski premier Winston Churchill. W języku chińskim słowo „kryzys” składa się z dwóch znaków. Pierwszy z nich odznacza niebezpieczeństwo lub zagrożenie, a drugi początek nowej drogi lub szansę. Kryzys jest okazją do przeprowadzenia zmian, a czasem jest wręcz szansą, której nie wolno zmarnować.

Obecny kryzys nakłada się na wiele poważnych problemów globalnej gospodarki. Można nawet powiedzieć, że to kolejny kryzys, który jednocześnie dotyka świat. Równolegle mamy kontynuację kryzysu zadłużeniowego w strefie euro i wielu innych gospodarkach, kryzys klimatyczny, czy kryzys modelu społeczno-gospodarczego. Ten ostatni związany jest z nadmiarem globalizacji i nadmiernym wzrostem roli międzynarodowych korporacji, co z jednej strony zmniejszyło różnice rozwojowe pomiędzy krajami, ale z drugiej strony zwiększyło nierówności dochodowe w poszczególnych państwach, szczególnie w najwyżej rozwiniętych gospodarkach uprzemysłowionych, gdzie podważona została spójność społeczna.

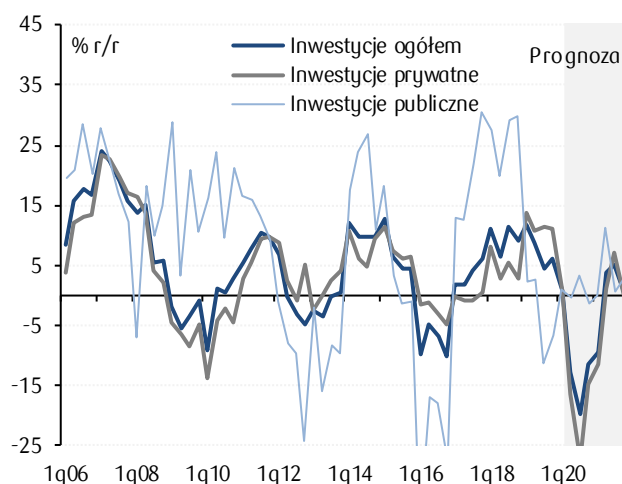
Dostrzegamy kilka pokryzysowych trendów, które mogą sprzyjać rozwiązaniu globalnych problemów i wyzwań, ale przeplatają się one z poważnymi wyzwaniami i negatywnymi implikacjami obecnego kryzysu w długim terminie. Będziemy się tym czynnikiem z pewnością przyglądać uważnie w przyszłości, ponieważ będą one kształtować życie społeczne i gospodarcze:

- **Deglobalizacja** poprzez ograniczenie funkcjonowania międzynarodowych korporacji w modelu ścisłej specjalizacji i koncentracji produkcji, większa dywersyfikacja dostaw i skracanie łańcuchów produkcyjnych, m.in. przenoszenie produkcji z Chin bliżej konsumentów w USA oraz Europie Zachodniej (potencjalna szansa dla polskiego przemysłu oraz sektora usług)
- **Przyspieszenie cyfryzacji** poprzez większe wykorzystanie technologii informatycznych i telekomunikacyjnych (szansa dla mającego duży potencjał polskiego sektora ICT)
- **Nasilenie procesów automatyzacji i robotyzacji procesów produkcyjnych** (szansa dla krajowej gospodarki wobec negatywnych trendów demograficznych i spadającej łącznej produktywności czynników wytwórczych, ale jednocześnie wyzwanie przy ograniczonej zdolności absorpcji takich rozwiązań)
- **Wzrost znaczenia idei zrównoważonego rozwoju** (większe znaczenie jakości środowiska, edukacji i ochrony zdrowia oraz innych usług publicznych, a mniejsze znaczenia samego tempa wzrostu PKB)
- **Deurbanizacja** (migracje poza duże miasta wraz z upowszechnianiem się pracy zdalnej oraz realizacją idei bardziej zrównoważonego rozwoju)
- **Wzrost roli państwa w gospodarce** (większe znaczenie interwencjonizmu państwowego w obliczu nieefektywności rynku w kryzysowych warunkach)
- **Wzrost zadłużenia publicznego i sektora przedsiębiorstw** (koszty antykryzysowych działań pozostawią ślad w postaci wzrostu obciążenia długiem)
- **Długi okres realnie ujemnych stóp procentowych** (konieczne, aby nie obniżyć długu poprzez recesyjno-deflacyjne dostosowania fiskalne)
- „Zimna wojna” na linii USA-Chiny (walka o prymat w światowej gospodarce)
- **Wzrost protekcjonizmu na świecie i zaburzenie jednolitego rynku w UE**

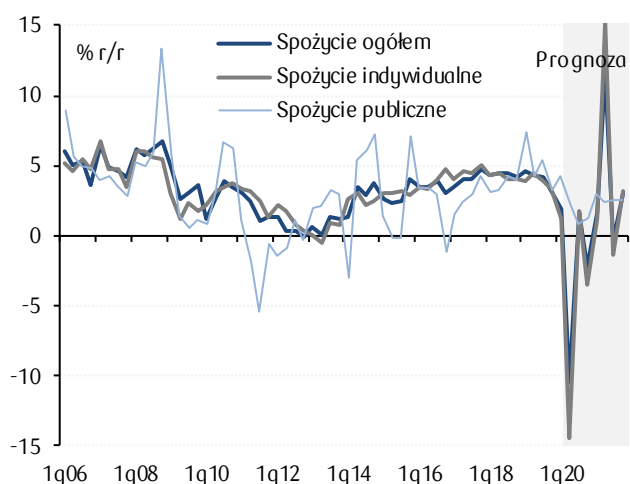
Realny PKB



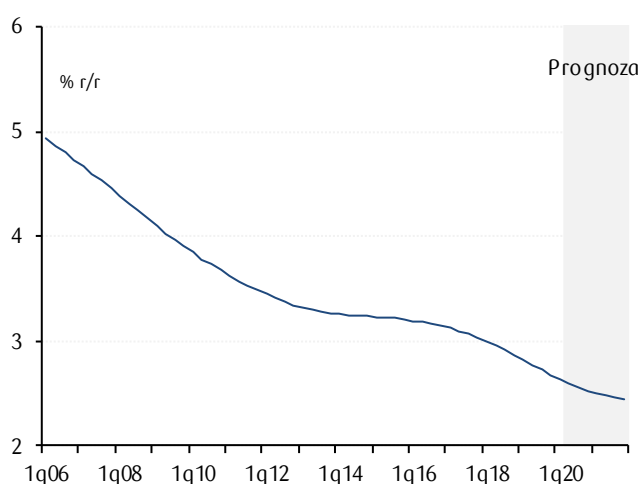
Popyt inwestycyjny



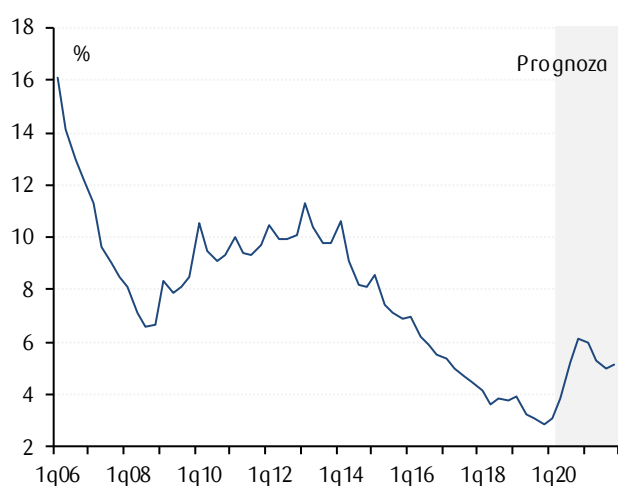
Popyt konsumpcyjny



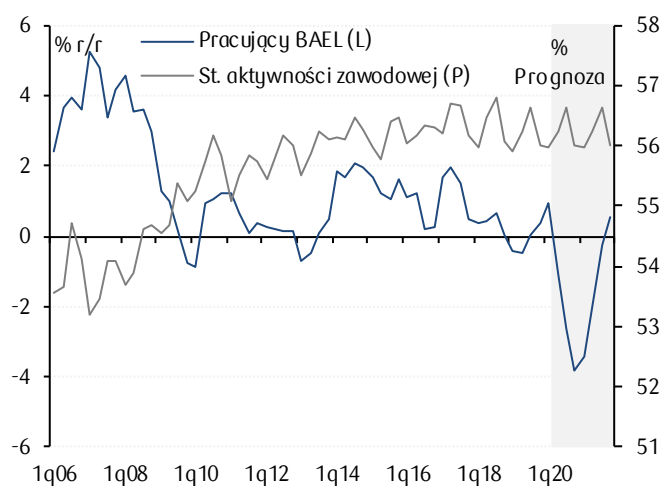
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

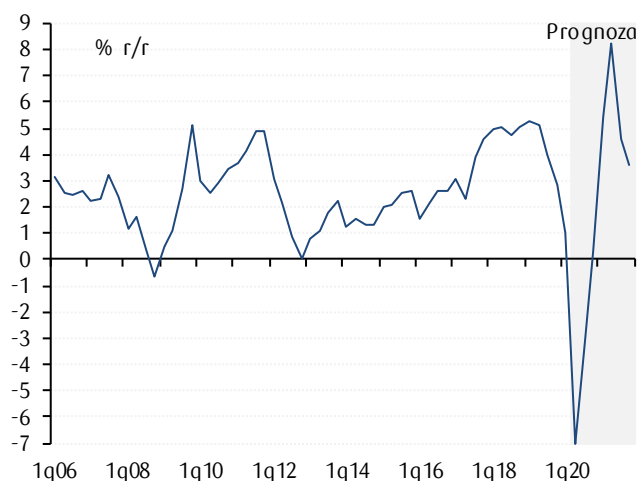


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

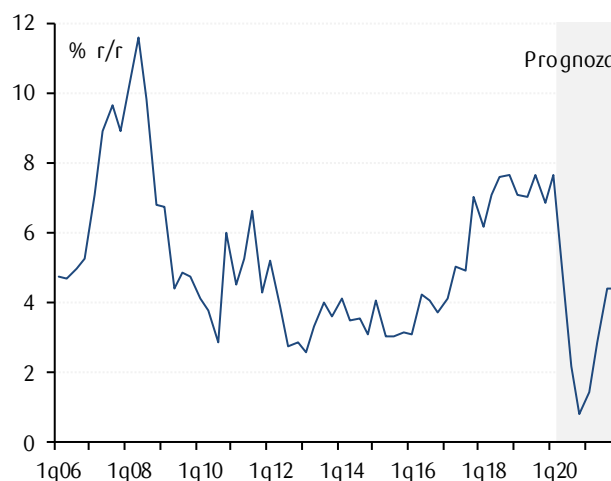


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

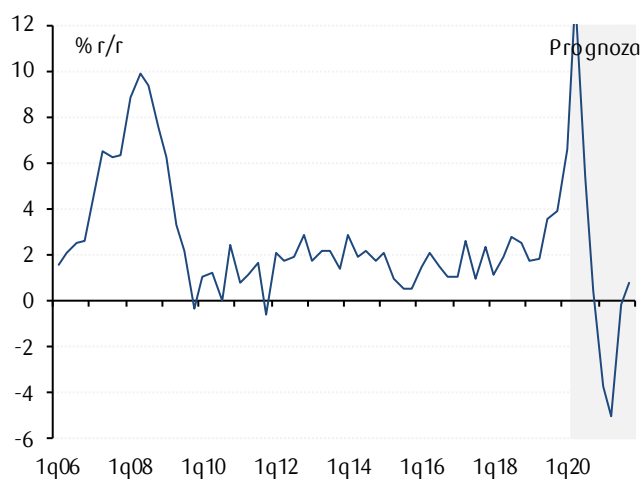
Wydajność pracy*



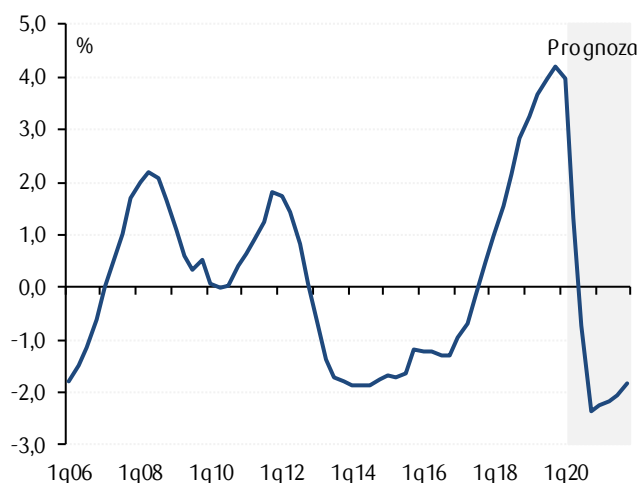
Płace w gospodarce narodowej



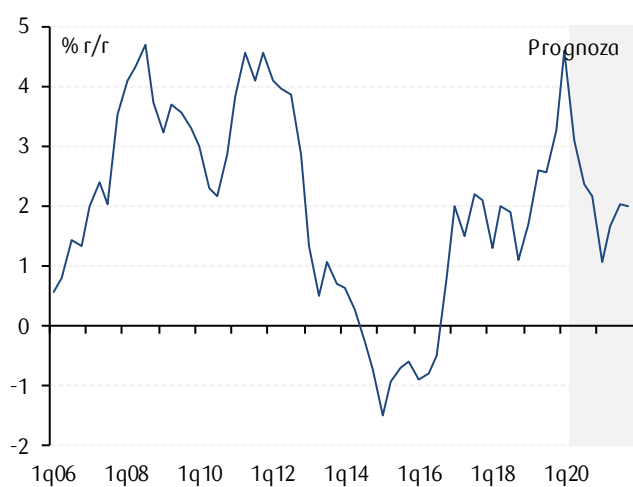
Jednostkowe koszty pracy*



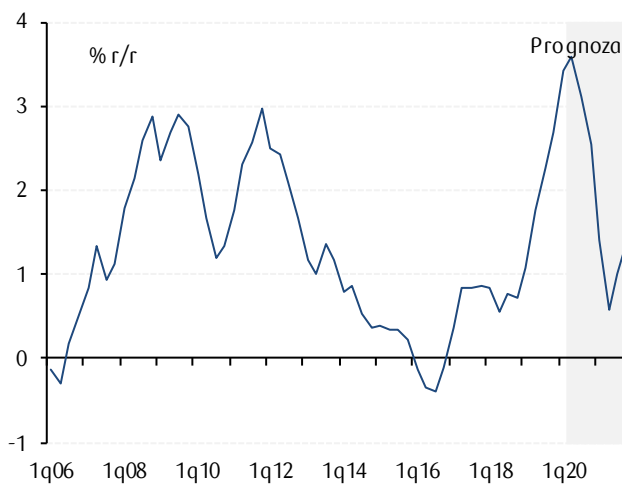
Luka popytowa



Inflacja CPI

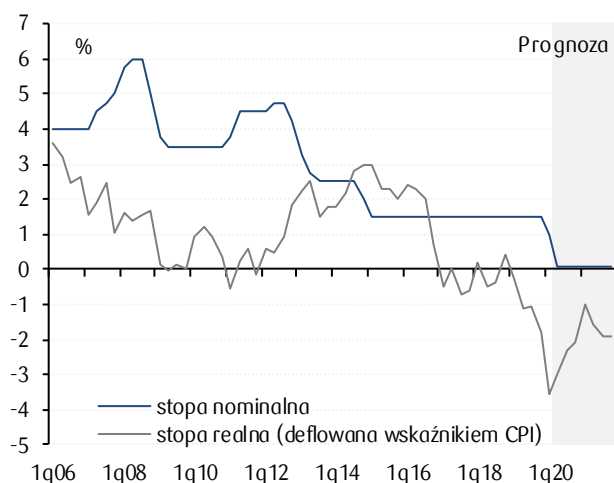


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

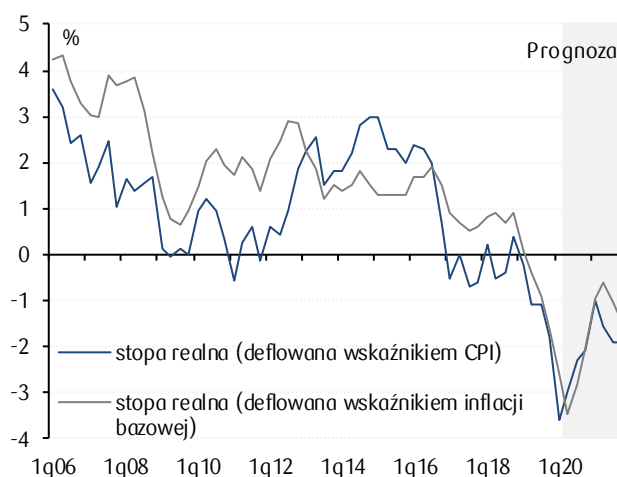


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. * dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011

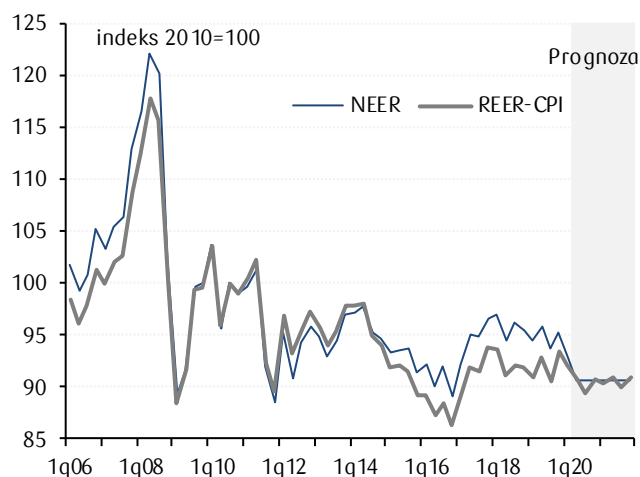
Stopy nominalne vs realne



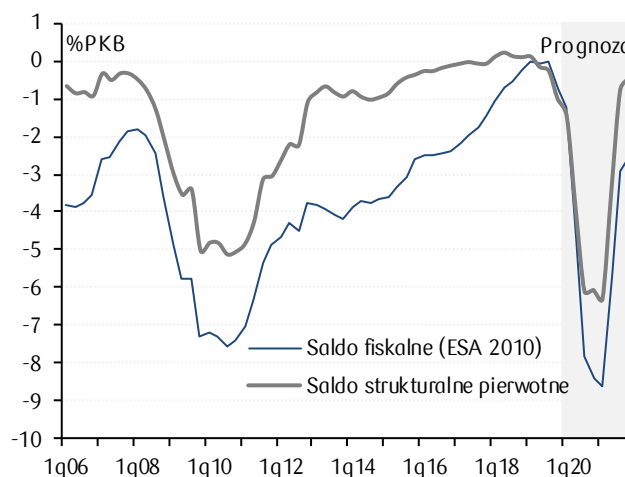
Stopy realne



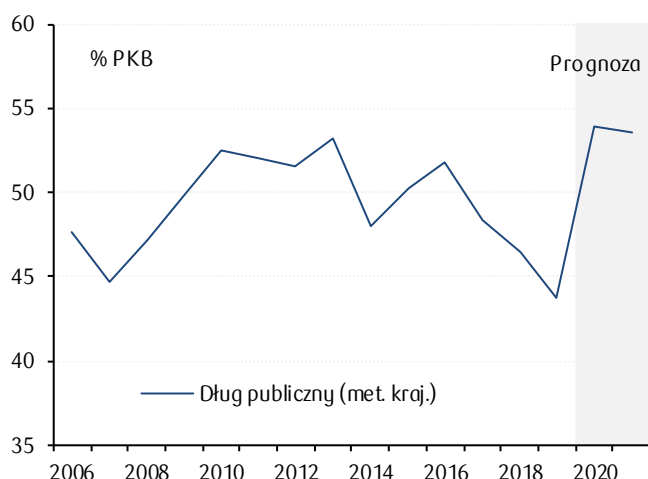
Założenia dotyczące NEER i REER*



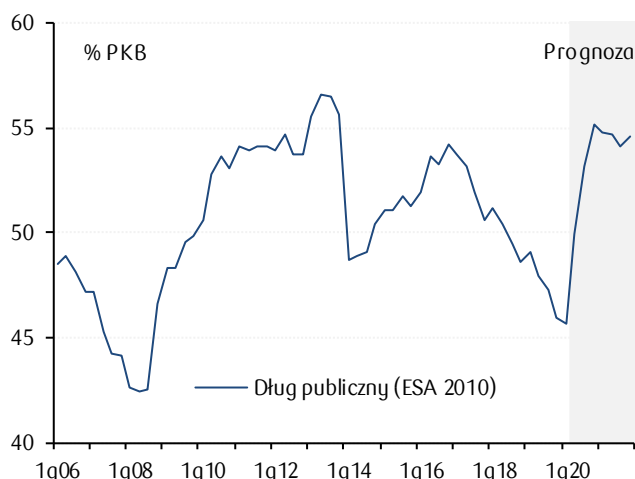
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

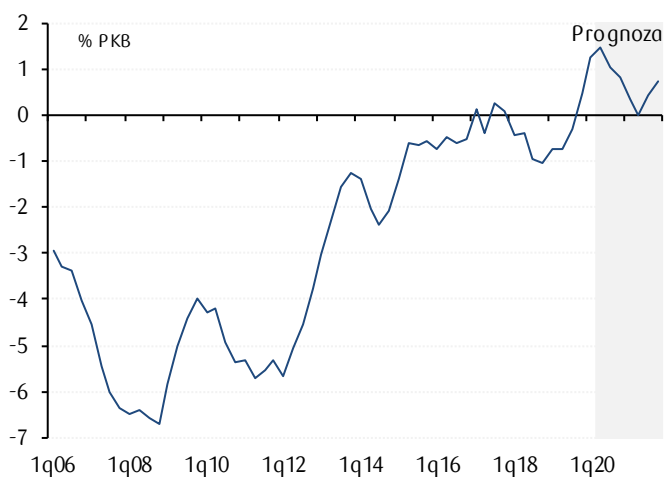


Dług publiczny (ESA 2010)

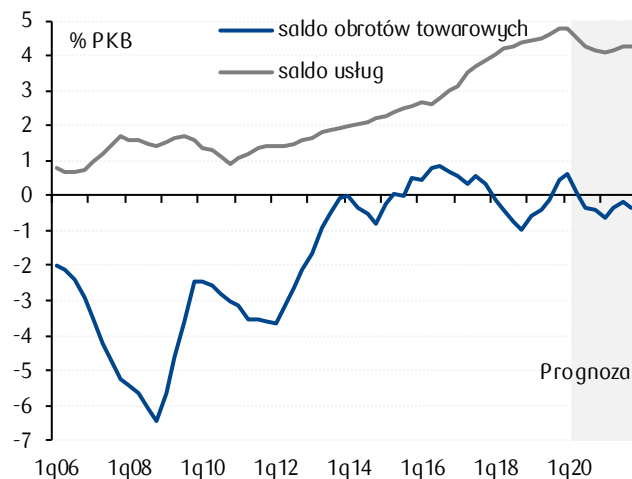


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

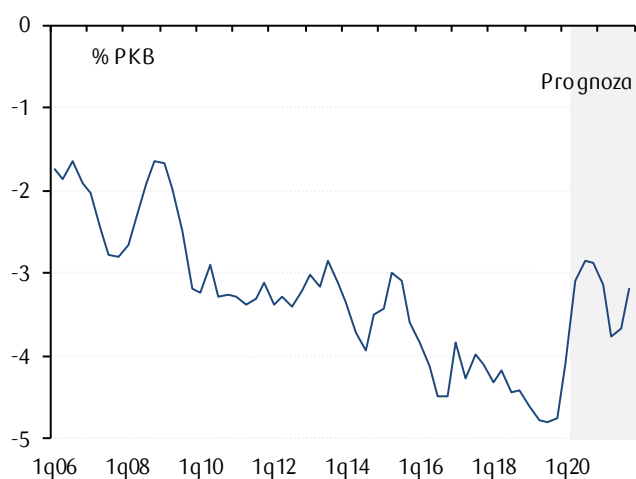
Saldo rachunku obrotów bieżących



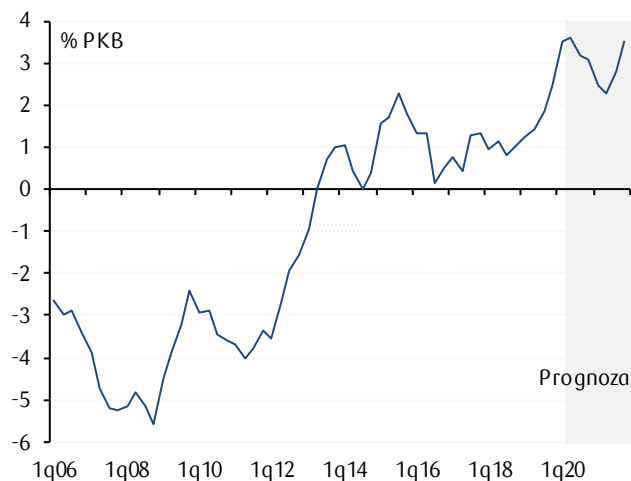
Saldo handlu zagranicznego



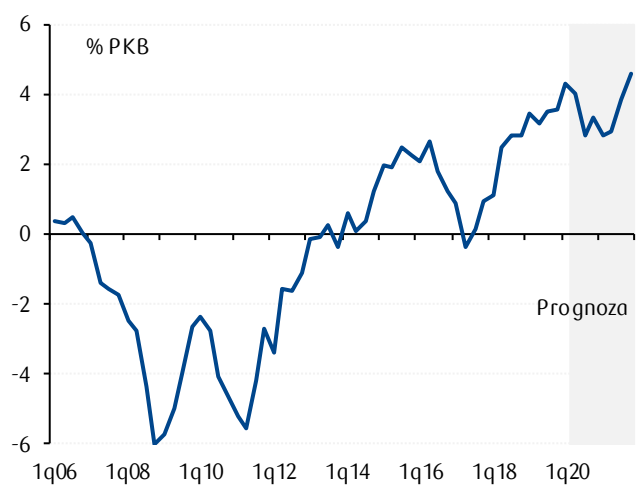
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



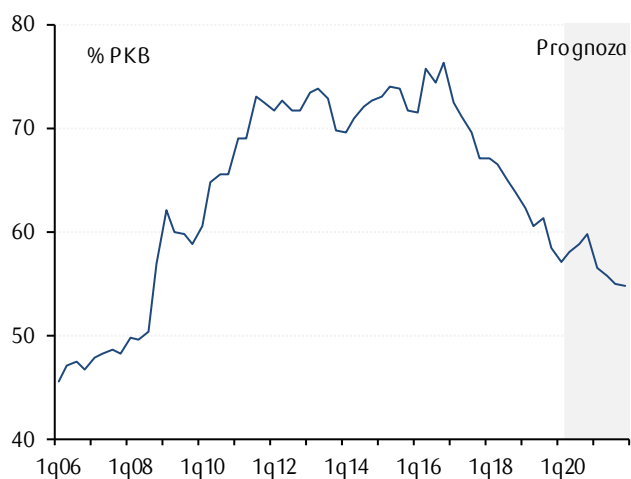
Saldo CAB i CAP*



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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-3,9	4,1
Popyt krajowy (% r/r)	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,6	3,0	-3,4	1,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,7	4,1
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-11,7	0,3
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	0,0	0,3	4,2	3,5	1,0	4,1	5,1	4,4	-4,1	3,0
Zapasy (pkt. proc.)	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,3	0,8	0,5	-1,4	0,6	-1,1
Eksport netto (pkt. proc.)	2,2	1,3	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,2	-0,6	2,3
Produkt potencjalny (% r/r)	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2	3,1	2,9	2,7	2,6	2,5
Nominalny PKB (mld PLN)	1567	1629	1657	1720	1745	1861	1989	2120	2274	2242
Rynek pracy										
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	-1,7	-1,3
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,4	56,3	56,2	56,2	56,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	3,8	2,9	6,1	5,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	8,1	7,5
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	4,0	3,3
Wydajność pracy (% r/r)	1,5	1,5	1,4	2,3	2,2	3,5	5,0	4,3	-2,2	5,5
ULC (% r/r)	2,1	1,9	2,2	1,0	1,5	1,7	2,1	2,8	6,4	-2,0
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,2	1,7
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,6
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	1,9	0,6
Inflacja bazowa (% r/r)	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,2	1,5
Deflator PKB (% r/r)	2,4	0,3	0,6	0,8	0,3	1,9	1,2	3,0	2,4	1,8
Agregaty monetarne										
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	11,7	5,5
Kredyty ogółem (mld PLN)	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,7	1376,5	1412,6
Kredyty ogółem (% r/r)	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	4,0	2,6
Depozyty ogółem (mld PLN)	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1598,3	1669,8
Depozyty ogółem (% r/r)	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,6	4,5
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,1	-1,0	0,5	0,8	0,8
Bilans handlowy (% PKB)	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,3	-1,0	0,5	-0,4	-0,3
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,4	2,5	1,9	0,9	1,7
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	71,7	69,8	72,7	71,8	76,4	67,0	63,8	58,4	59,8	54,7
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-3,7	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-8,4	-2,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,1	-1,7	-1,7	-0,9	-0,7	0,1	1,2	0,6	-7,0	-1,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1,1	-1,0	-1,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,1	-1,0	-6,1	-0,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,7	46,0	55,2	54,6
Polityka pieniężna										
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	-2,08	-1,90
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	2,85	1,50	1,50	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-2,04	-1,43
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	-0,3	-1,3	-0,2

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
dr Marcin Czaplicki, CFA
Urszula Kryńska
dr Michał Rot

marta.petka-zagajewska@pkobp.pl

22 521 67 97

marcin.czaplicki@pkobp.pl

22 521 54 50

urszula.krynska@pkobp.pl

22 521 51 32

michal.rot@pkobp.pl

22 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl

22 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek
dr Mariusz Dziwulski
Michał Kolesnikow
Piotr Krzysztofik
Wojciech Matysiak
Katarzyna Piętka-Kosińska
Filip Romanowski
Anna Senderowicz

agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl

22 521 81 22

mariusz.dziwulski@pkobp.pl

22 521 81 88

michal.kolesnikow@pkobp.pl

22 521 81 23

piotr.krzysztofik@pkobp.pl

22 521 81 25

wojciech.matysiak@pkobp.pl

22 521 51 80

katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl

22 521 65 15

filip.romanowski@pkobp.pl

22 521 87 39

anna.senderowicz@pkobp.pl

22 521 81 24

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki
Aleksandra Majek

marcin.morawiecki@pkobp.pl

22 521 72 24

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.