

Stymulacja nadwyżką fiskalną

- **W globalnej gospodarce postępuje zsynchronizowane spowolnienie.** Prognozy światowego wzrostu gospodarczego są nieustannie rewidowane w dół (m.in. 5. z rzędu rewizja w dół prognoz MFW). Czynniki, które mogą zmienić negatywne tendencje to: 1) łagodzenie polityki pieniężnej przez banki centralne, 2) możliwe częściowe porozumienie między USA i Chinami oraz 3) redukcja ryzyka twardego brexitu. Kluczowe z polskiego punktu widzenia pytanie dotyczące otoczenia zewnętrznego odnosi się do głębokości, zakresu i długości recesji w Niemczech. Bieżące trendy są negatywne: pogłębia się spadek produkcji przemysłowej i pojawiają się symptomy zarażania sektora usług. Punktem zwrotnym byłoby poluzowanie fiskalne, ale w Berlinie nie widać odpowiedniej woli politycznej.
- **Krajowa gospodarka zaczyna odczuwać skutki trwającego ponad rok pogorszenia koniunktury w Niemczech.** Wskazuje na to stopniowe pogorszenie wyników przetwórstwa przemysłowego i eksportu. Pozostajemy jednak relatywnie odporni na osłabienie popytu zewnętrznego. Nadal uważamy, że kluczową rolę odgrywa w tym przypadku relatywny spadek jednostkowych kosztów pracy. Szczepionką przeciwko niemieckiej dekonunkturze okazał się też m.in. brexit, który zwiększył atrakcyjność Polski jako miejsca lokowania zagranicznych inwestycji typu *greenfield*.
- **Realizacja pakietu fiskalnego** stymuluje popyt wewnętrzny, przy czym bieżące dane sugerują, że zwiększona konsumpcja bardziej dotyczy usług, niż towarów. Podwyższenie płacy minimalnej będzie dodatkowym wsparciem dla konsumpcji w 2020 (szacujemy, że podbije to realną dynamikę konsumpcji o 0,3pp).
- **Prognozowana przez nas ścieżka inflacji CPI ulega wygładzeniu.** Malejące ryzyko wyraźnego wzrostu cen energii na początku 2020 obniża potencjalny szczyt inflacji w 1q20, a wzrost płacy minimalnej podbija ścieżkę dynamiki cen w dłuższym okresie i sprawia, że normalizacja inflacji w 2h20 będzie przebiegała wolniej niż dotychczas zakładaliśmy.
- **Ocena perspektyw polityki pieniężnej RPP pozostaje bez zmian.** Najbardziej prawdopodobny scenariusz to stabilizacja stóp procentowych NBP co najmniej do końca 2020. Wysoka inflacja i obawy o stabilność systemu finansowego wykluczają obniżki stóp, a osłabienie wzrostu gospodarczego i polityka pieniężna głównych banków centralnych ograniczają prawdopodobieństwo podwyżki.
- **Najlepszy w historii stan finansów publicznych i redukcja nierównowagi zewnętrznej** wspierają rating Polski. Pomimo negatywnych tendencji w handlu zagranicznym deficyt na rachunku obrotów bieżących nie przekroczy 1% PKB, a zadłużenie zagraniczne w relacji do PKB pozostanie w trendzie spadkowym. Dalsza poprawa efektywności podatkowo-składkowej, korzystna podatkowo-struktura wzrostu gospodarczego oraz czynniki jednorazowe pozwolą ponownie wyraźnie ograniczyć deficyt fiskalny (0,5% PKB w 2020) oraz utrzymać wyraźnie spadkowy trend relacji długu publicznego do PKB.

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

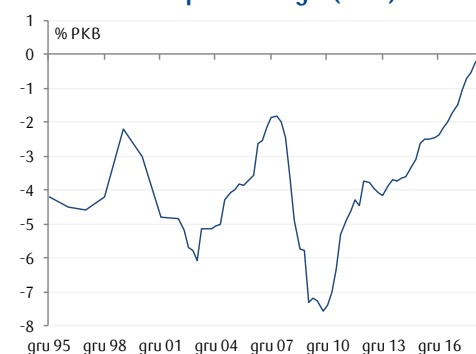
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

Ekonomista

tel. 22 580 34 22

Saldo sektora publicznego (ESA)



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Realny PKB (% r/r)	4,7	4,5	4,2	4,0	4,2	3,8	3,5	3,3	5,1	4,3	3,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,9	3,3	3,6	3,6	3,9	3,5	3,8	3,8	3,8	3,6	3,8
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	1,2	2,4	2,8	2,9	3,7	2,9	2,7	3,0	1,6	2,3	3,1
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	1,1	1,8	2,2	2,8	3,5	3,4	3,5	3,3	0,7	2,0	3,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-1,0	-0,6	-0,8
Saldo fiskalne (% PKB) ^{†*}	0,0	0,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,2	-1,1	-0,5
Dług publiczny (% PKB) ^{†*}	49,1	48,1	47,5	47,3	46,0	45,2	44,9	44,8	48,9	47,3	44,8
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 krocących. Kwartalne dane o PKB i składowych sprzed rewizji.

(1). Otoczenie zewnętrzne

Trendy bieżące

Dane z głównych gospodarek na świecie pokazują dalsze wyhamowanie wzrostu PKB. Po spowolnieniu gospodarki USA w 2q19, miesięczne dane za 3q potwierdzają utrwalenie się negatywnych tendencji: problemy z globalnym popytem uderzyły w przetwórstwo, ale koniunkturę stabilizują wciąż mocny rynek pracy i relatywnie stabilny popyt wewnętrzny. Inaczej wygląda sytuacja w strefie euro, gdzie słabość eksportu (i produkcji przemysłowej) zaczyna się powoli przenosić na usługi i rynek pracy. To może zagrozić konsumpcji (szczególnie w Niemczech). Z kolei w Chinach gospodarka kontynuuje proces „miękkiego lądowania”, a wzrost PKB w 3q był najniższy od prawie 30 lat (6,0% r/r).

Trwa wyraźne luzowanie polityki pieniężnej na świecie: 1) FOMC dwa razy obniżył stopy, 2) EBC ogłosił program QE2, obniżył stopę depozytową (wprowadzając jej różnicowanie) i rozpoczął program TLTRO III, 3) w Chinach władze stymulowały gospodarkę m.in. obniżając stopy procentowe i pozwalając na deprecjację juana.

Prognoza średnioterminowa

Zsynchronizowane spowolnienie na świecie będzie trwać. Co prawda zwrot w polityce pieniężnej głównych banków centralnych na świecie (2 kolejne obniżki stóp Fed, kolejna obniżka stopy depozytowej EBC, prawdopodobna obniżka stóp SNB w ślad za EBC, dalsze obniżanie stopy rezerw obowiązkowych i możliwe cięcia głównej stopy procentowej w Chinach) powinien łagodzić spadek aktywności gospodarczej, ale w naszej ocenie negatywny trend może odwrócić się dopiero w 2h20 (z pewną rolą efektów kalendarzowych).

Najbardziej wrażliwa pozostaje strefa euro, w której nadal negatywnie wyróżniać się będą Niemcy. Zarówno twarde dane z przemysłu, jak i badania nastrojów sugerują, że pomimo potencjalnej technicznej recesji w 2-3q, wzrost PKB nie dotknął jeszcze dna. Ok. 80% przetwórstwa notuje spadki zamówień, ale nie zdążyły się one jeszcze w pełni przełożyć na równie rozległy spadek produkcji. Wyniki ankiet sugerują przenoszenie się problemów przetwórstwa na rynek pracy (przetwórstwo zatrudnia 14% siły roboczej), ale analiza trendów wciąż wskazuje, że konsumpcja pozostanie stabilizatorem gospodarki (chyba, że problemy przetwórstwa wydłużą się poza 1h20, co nie jest wykluczone). W obliczu ograniczeń po stronie polityki pieniężnej, nadzieją pozostaje stymulacja fiskalna.

Źródła niepewności dla prognozy

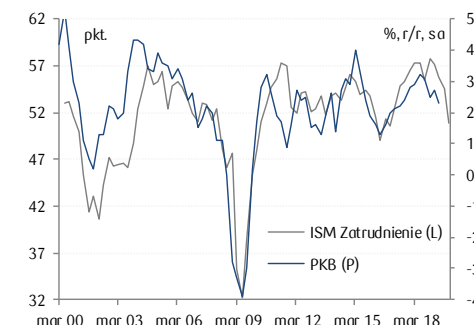
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) „wojny handlowe”, (2) korekta cen aktywów na światowych rynkach, (3) brexit.

Otoczenie zewnętrzne

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	1,3	1,2	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,3	1,9	1,1	1,1
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,4	1,4	1,0	1,2	1,2	1,2	1,1	1,3	1,8	1,3	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	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	2,9	2,2	1,7
USA: Inflacja CPI (% r/r)	1,6	1,8	1,8	2,0	2,3	2,0	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	1,50	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	6,0	5,9	5,9	5,8	6,6	6,2	5,9
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,8	2,6	2,9	2,8	2,8	2,3	2,2	2,0	2,1	2,5	2,3
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,30	4,25	4,25	4,25	4,20	4,35	4,30	4,20

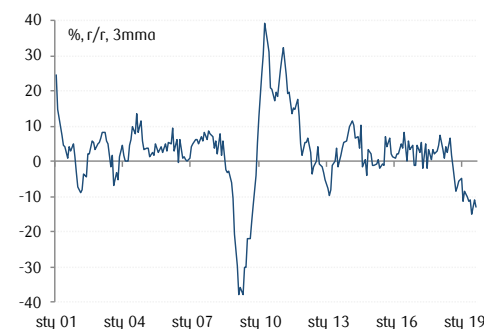
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * k/k SAAR

Oceny zatrudnienia* a PKB w USA



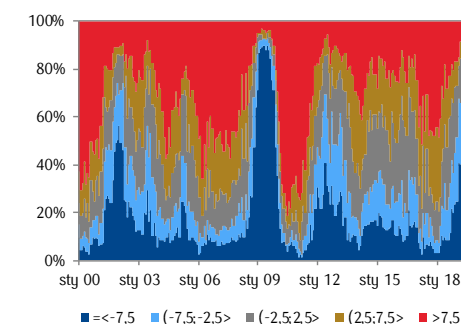
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski. *Średnia dla przetwórstwa i usług dla poprzedzającego kwartału.

Produkcja w sektorze motoryzacji w Niemczech



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Nowe zamówienia* w niemieckim przetwórstwie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski. Odsetek podsektorów niemieckiego przetwórstwa z malejącą / rosnącą / stałą (vide legenda) dynamiką y/y (3mma).

(2). Sfera realna

• Trendy bieżące

Szacujemy, że wzrost PKB w 3q19 wyniósł 4,2% r/r. Wskaźniki miesięczne pokazują, że aktywność w głównych branżach gospodarki (przemysł, budownictwo, handel) w trakcie wakacji obniżała się. Stabilne wyniki handlu mogą oznaczać, że nowe programy fiskalne (13. emerytura, rozszerzenie programu 500+) w dużej mierze wspierają wyniki sektora usługowego. Uwzględniając relatywnie większą rolę mikrofirm w tych sektorach (m.in. zakwaterowanie i gastronomia, edukacja), efekty stymulacji mogą być niedoszacowane w pierwszych szacunkach wzrostu PKB (wyniki mikrofirm za 2019 będą znane w 3q20). Potwierdzeniem pozytywnego obrazu sytuacji mikrofirm są opublikowane właśnie dane za 2018 (wzrost przychodów w 2018 wyniósł 17,9%, a zysków – 1,1% PKB, por. wykres).

• Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że wzrost PKB wyniesie 4,3% w 2019 i 3,7% w 2020. Dekoniunktura w Niemczech zaczyna negatywnie oddziaływać na wyniki polskiej gospodarki (osłabienie tendencji wzrostowych w przemyśle). Rolę stabilizatora gospodarki odgrywać będzie przede wszystkim pakiet fiskalny, którego główna część weszła w życie w trakcie 3q19. Dotychczas mocny publiczny popyt inwestycyjny, po minięciu szczytu napływu środków z bieżącej perspektywy finansowej UE, nie będzie już istotnie pozytywnie oddziaływał na wzrost PKB w 2019, a w 2020 wpływ tego czynnika stanie się negatywny. Relatywnie mocny prywatny popyt inwestycyjny w 2020 także nieco wyhamuje, ze względu na wygasanie efektów wzrostu napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski. Struktura geograficzna nowych inwestycji typu *greenfield* dla krajów UE sugeruje, że paradoksalnie Polska mogła być dotychczas jednym z największych beneficjentów nadchodzącego brexitu (por. wykres). Z drugiej strony w naszych prognozach wciąż nie zakładamy realizacji zdarzeń zerojedynkowych (np. twardego brexitu, którego bezpośrednie skutki mogłyby odjąć od wzrostu PKB w Polsce do 1 pp). W związku z tym nadal zakładamy, że wzrost gospodarczy w 2020 wyniesie 3,7%, przy czym spadającemu wkładowi inwestycji publicznych towarzyszyć będzie działająca pozytywnie (od 2h20), stabilizacja/poprawa sytuacji w otoczeniu zewnętrznym.

• Źródła niepewności dla prognozy

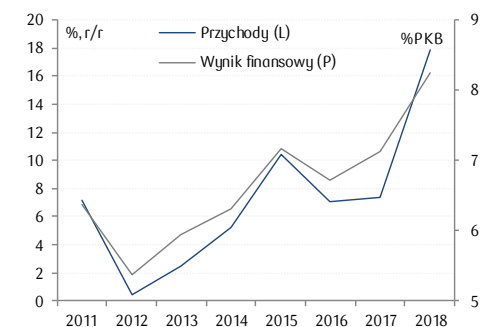
Głównymi źródłami niepewności są: (1) stan globalnej koniunktury („wojny handlowe”, „twardy” brexit), (2) ryzyko szoków podaży (ceny energii, paliw, żywności, ekstremalna pogoda i zmiany klimatyczne); (3) stopień zaawansowania realizacji projektów z wykorzystaniem funduszy UE.

Sfera realna

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

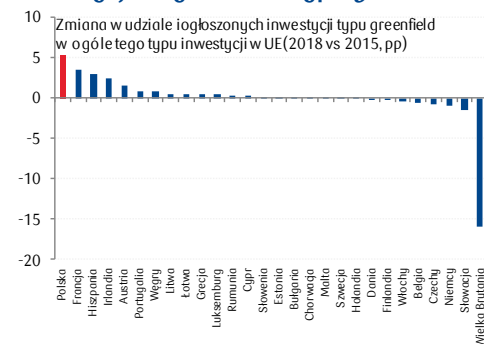
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [†]szacunki własne. Kwartalne dane o PKB i składowych sprzed rewizji.

Przychody mikrofirm



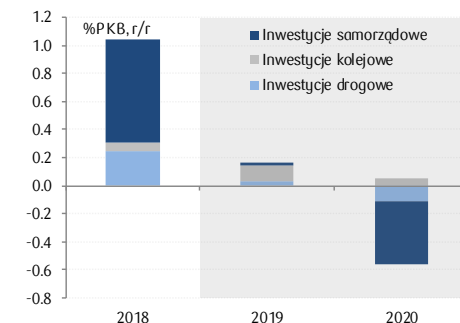
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inwestycje zagraniczne typu *greenfield*



Źródło: UNCTAD, PKO Bank Polski.

Inwestycje infrastrukturalne



Źródło: GDDKiA, PKP PLK, MF, PKO Bank Polski.

(3). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Bieżące trendy na rynku pracy nie uległy istotnym zmianom. Dynamika zatrudnienia stopniowo wyhamowuje odzwierciedlając zarówno czynniki popytowe, jak i podażowe. Osłabienie popytu na pracę wynika zarówno z gorszych niż się wydawało kwartał temu perspektyw gospodarczych, jak i z upowszechniającej się wśród firm strategii wzrostu płac kosztem ograniczania zatrudnienia (wg badań NBP dotyczy ona 35% firm vs 28% w 2q19). Tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się w okolicach 7%. Bezrobocie kontynuuje trend spadkowy, chociaż jego siła nadal stopniowo słabnie (-0,6pp r/r). Tempo wzrostu liczby obcokrajowców zarejestrowanych w ZUS stopniowo wyhamowuje, ale nadal pozostaje wysokie (19% r/r w 2q19 vs 43% r/r w 2q18).

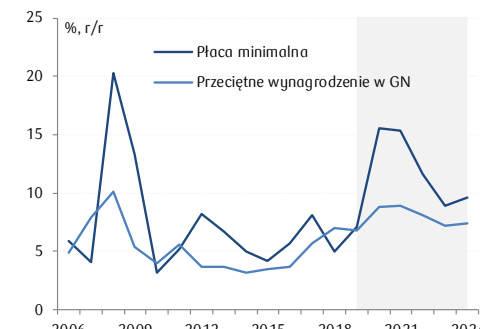
• Prognoza średnioterminowa

Ważnym czynnikiem dla średnioterminowych perspektyw rynku pracy jest plan podwyższenia płacy minimalnej (po ok. 15% w 2020-2021 i ok. 10% w 2022-2024). Szacujemy, że w 2020 wzrost płacy minimalnej spowoduje przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w całej gospodarce do 8,0-9,0% r/r (rewizja w górę o ok. 2pp), co potwierdza rosnący odsetek firm planujących podwyżki płac. Łączny wzrost kosztów pracy będzie jeszcze silniejszy (wejście w życie PPK, zapowiadana likwidacja 30-krotności), co wg nas będzie (1) dodatkowo osłabiać popyt na pracowników i ograniczać wzrost zatrudnienia, (2) stymulować działania zwiększające wydajność pracy. Wśród branż najbardziej ekspozowanych na skutki wzrostu płacy minimalnej są głównie branże usługowe (ze względu na wysoki udział kosztów pracy w kosztach ogółem) oraz m.in. handel detaliczny i nieliczne branże przetwórcze (obecne przeciętne wynagrodzenie blisko minimalnego). Sądzymy, że presja kosztowa oraz wyzwania inwestycyjne w średnioterminowej perspektywie zaowocują zmianą struktury zatrudnienia w gospodarce w kierunku ograniczenia roli najmniejszych, najmniej wydajnych firm.

• Źródła niepewności dla prognozy

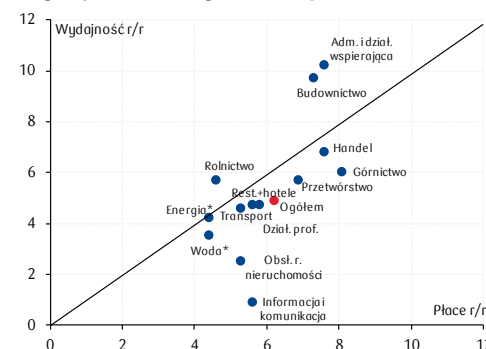
Główne źródła niepewności dla prognozy to: (1) zmiany salda migracji; (2) polityka płacowa w sektorze publicznym, (3) wdrożenie PPK oraz zmiany regulacyjne (opodatkowanie i oskładkowanie pracy), (4) zmiany aktywności zawodowej; (5) faktyczne skutki wzrostu płacy minimalnej.

Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce vs płaca minimalna



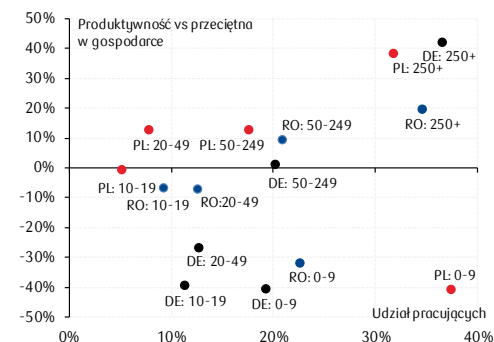
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wydajność vs dynamika płac



Źródło: GUS, Pont, PKO Bank Polski, średnio w okresie 2017-2018.

Produktywność vs struktura zatrudnienia w Polsce, Rumunii i Niemczech



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Rynek pracy

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	3,0	2,8	2,7	2,8	0,3	0,3	0,5	0,6	3,4	2,8	0,4
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	5,3	5,4	5,1	5,2	5,5	5,8	5,3	5,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,9	3,3	3,6	3,6	3,9	3,5	3,8	3,8	3,8	3,6	3,8
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	7,0	8,3	8,5	8,4	7,9	7,1	6,9	8,3
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	6,8	6,1	6,5	7,6	8,8	8,8	8,8	8,8	7,2	6,8	8,8
Wydajność pracy (% r/r)	5,1	5,1	5,0	4,5	4,9	4,8	4,5	3,5	4,8	4,9	4,4
ULC (% r/r)	1,6	1,0	1,4	3,0	3,7	3,8	4,2	5,1	2,3	1,7	4,2

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

(4). Procesy inflacyjne

Trendy bieżące

Inflacja CPI znajduje się w trendzie wzrostowym (2,8% r/r w 3q19 vs 2,4% r/r w 2q19), czego nie zmienia przejściowy spadek we wrześniu (do 2,6% r/r vs 2,9% r/r w sierpniu i lipcu). Dynamiczny wzrost inflacji dokonuje się przede wszystkim przez komponenty bazowe - we wrześniu inflacja bazowa była najwyższa od ponad 7 lat (2,4% r/r). Do niedawna czynnikiem proinflacyjnym były też ceny żywności, ale wprowadzenie do sprzedaży produktów z tegorocznych zbiorów odwróciło trend wzrostowy. Ceny paliw i energii spadają, co przekłada się m.in. na stabilizację inflacji PPI na umiarkowanym poziomie.

Prognoza średnioterminowa

Wciąż oczekujemy, że inflacja CPI pod koniec 2019 przekroczy 3% r/r, a na początku 2020 znajdzie się ponad górną granicę dopuszczalnych odchyleń od celu NBP. Trend wzrostowy inflacji bazowej jest silniejszy niż dotychczas szacowaliśmy, ale w coraz większym stopniu jego motorem są czynniki podażowe (płace i ceny usług), a nie tylko popytowe (boom konsumpcyjny). Wzrost cen będzie szczególnie widoczny w sektorze usług, gdzie płace są kluczowym elementem kosztotwórczym. Nie bez znaczenia będzie również zapowiadana seria podwyżek płacy minimalnej. Wzrost do 2600 zł z 2250 zł na początku 2020 może podbić inflację bazową o 0,5pp, inflację a CPI o ok. 0,3pp. To zredukuje skalę spadku inflacji w 2h20, która wynikałoby z osłabienia presji popytowej w wyniku zamykania dodatknej luki popytowej.

Istotną rolę w kształtowaniu ścieżki inflacji będą odgrywały regulacje (wyższa akcyza od alkoholu i tytoniu, wzrost opłat za wywóz śmieci, ceny prądu i prawo wodne). Wprowadzenie części z nich od początku roku będzie oznaczało, że przyszłoroczny szczyt inflacji zostanie osiągnięty już w 1q20. Po tym czasie inflacja pozostanie podwyższona, ale będzie się już utrzymywała w dopuszczalnym paśmie odchyleń od celu NBP. Pomoże w tym m.in. normalizacja cen żywności (choć jej skala będzie umiarkowana, m.in. z uwagi na rosnące koszty produkcji rolnej).

Mimo tendencji dezinflacyjnych na świecie (spowolnienie gospodarcze), inflacja PPI umiarkowanie wzrośnie ze względu na czynniki kursowe (mocniej w branżach wrażliwych na wzrost cen energii).

Źródła niepewności dla prognozy

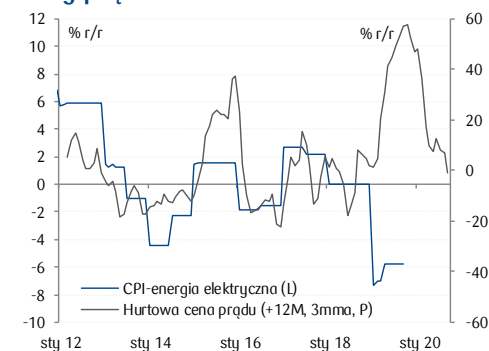
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji pozostają: (1) zmiany regulacyjne i administracyjne, (2) notowania PLN, (3) globalne ceny surowców, (4) skala presji inflacyjnej z rynku pracy, (5) wojny handlowe i inflacja w strefie euro.

Procesy inflacyjne

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

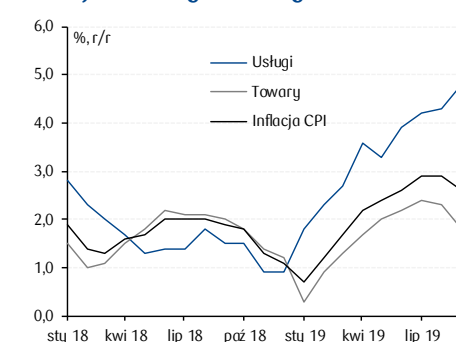
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu. Kwartałne dane o PKB i składowych sprzed rewizji.

Ceny prądu: hurt vs detal



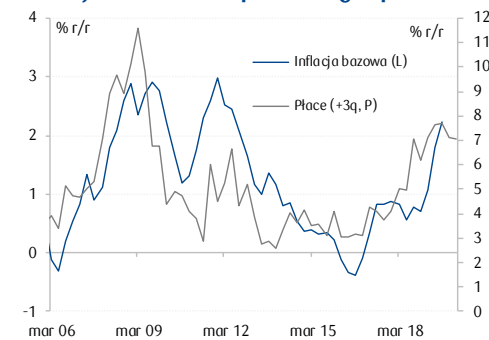
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja: towary vs usługi



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja bazowa vs płace w gospodarce



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

• Trendy bieżące

Wzrostu eksportu towarów hamuje, w 3q19 do poniżej 5% r/r. Pomimo skrajnie niekorzystnego otoczenia zewnętrznego, dynamika eksportu jest jednak nadal dodatnia, co jest dowodem na utrzymującą się odporność na spowolnienie/recesję w gospodarkach głównych partnerów handlowych. **Trend dynamiki importu również wyhamował**, co jest konsekwencją słabszego eksportu (import zaopatrzeniowy) oraz spadku towarowej importochłonności i dynamiki inwestycji. **Spowolnieniu wolumenów towarzyszy poprawa salda handlowego**: po sierpniu deficyt handlowy wyniósł 0,3% PKB wobec 0,4% po czerwcu i 0,6% po marcu. W przypadku handlu usługami, również widać wyhamowanie importu i eksportu przy stabilizacji nadwyżki na poziomie 4,4% PKB. **W konsekwencji saldo rachunku obrotów bieżących uległo dalszej poprawie, do -0,3% PKB po sierpniu.**

• Prognoza średnioterminowa

Relatywnie pozytywny obraz tendencji w eksporcie to w dużej mierze efekt napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich. W 2018 napływ (netto) zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski wzrósł o 45%, głównie za sprawą reinwestowanych zysków. Spodziewamy się, że ten komponent BIZ pozostanie stabilny, a zmiany w BIZ w kolejnych kwartałach będą determinowane przez pożyczki wewnątrz firm, co będzie przekładało się na utrzymywanie relatywnej odporności sektora eksportowego na spowolnienie za granicą. **Oczekujemy, że saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego ulegnie tylko nieznacznemu pogorszeniu**, ze względu na wzrost siły importu. W ostatnich latach towarowa importochłonność zarówno konsumpcji, jak i inwestycji rosła, jednak w 1h19 w przypadku inwestycji widzimy jej niewielki spadek. Podczas gdy import towarów konsumpcyjnych będzie wspierany przez programy socjalne, a zużycie pośrednie przez odporny eksport, import inwestycyjny może dalej hamować ze względu na spadek importochłonności oraz dynamiki inwestycji. Ze względu na stabilny napływ inwestycji zagranicznych oraz środków z UE oczekujemy dalszego ograniczenia zadłużenia zagranicznego.

• Źródła niepewności dla prognozy

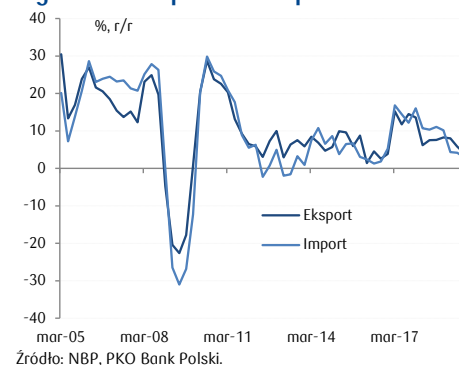
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) polityka handlowa USA (2) ceny surowców (głównie ropy), (3) importochłonność impulsu fiskalnego, (4) brexit.

Równowaga zewnętrzna

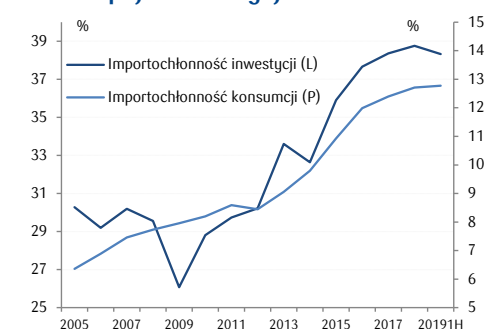
	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-1,0	-0,6	-0,8
Bilans handlowy (% PKB)	-0,6	-0,4	-0,4	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2	-1,0	-0,8	-1,2
Eksport (% r/r)	8,0	5,8	4,5	4,4	5,0	4,7	4,6	5,2	8,3	4,4	5,2
Import (% r/r)	4,3	4,2	4,3	7,6	6,6	6,5	5,3	5,1	10,1	7,6	5,1
Saldo usług (% PKB)	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,5	4,5
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,0	-3,9	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,6	-3,6	-4,1	-3,8	-3,6
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,3	-0,5	-0,6
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,0	2,2	2,4	2,4	2,8	3,0	2,8	2,3	2,1	2,4	2,3
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	-0,8	0,5	-0,8	-0,5	0,0	0,7	1,2	1,3	0,9	-0,5	1,3
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	2,8	2,1	1,5	1,9	1,5	1,9	1,8	1,7	2,5	1,9	1,7
Zmiana rezerw (% PKB)*	0,2	-1,6	-1,1	-1,3	-2,4	-3,0	-3,2	-2,9	-1,2	-1,3	-2,9
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,8	-0,7	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	-0,7	-0,1	0,1
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	62,1	60,2	58,6	57,7	55,5	54,8	53,8	53,0	63,9	57,7	53,0
Sektor publiczny (% PKB)	26,4	25,5	24,9	24,5	23,6	23,3	22,8	22,5	27,1	24,5	22,5
Sektor prywatny (% PKB)	35,7	34,6	33,7	33,2	31,9	31,5	31,0	30,5	36,8	33,2	30,5

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

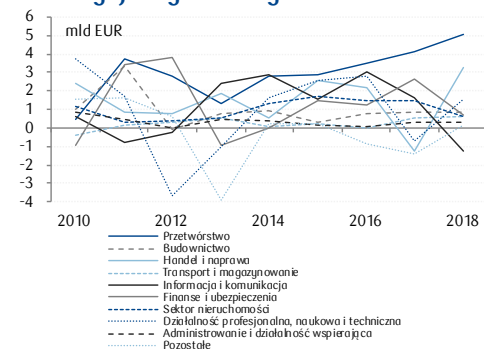
Dynamika importu i eksportu



Towarowa importochłonność* konsumpcji i inwestycji



Napływ (netto) bezpośrednich inwestycji zagranicznych



(6). Polityka pieniężna

Trendy bieżące

W ostatnich miesiącach pogłębiła się dychotomia w sygnałach, które napływają z gospodarki i są istotne z punktu widzenia Rady Polityki Pieniężnej. Z jednej strony, od czterech miesięcy, inflacja zadomowiła się powyżej celu NBP (2,5%). Z drugiej strony, bieżące dane wskazują na hamowanie krajowego wzrostu gospodarczego pod wpływem spowolnienia (recesji) w otoczeniu zewnętrznym. W rezultacie w lipcu pojawił się wniosek o podwyżkę stóp procentowych (poparty przez E.Gatnara i K.Zubelewicza), a we wrześniu i październiku wnioski o obniżkę stóp (zgłoszone najprawdopodobniej przez E.Łona). Zdecydowana większość RPP popiera natomiast stabilizację stóp procentowych.

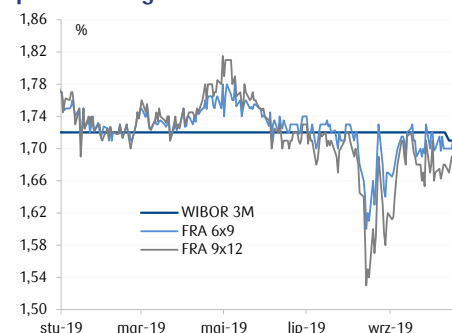
Prognoza średnioterminowa

Sytuacja, kiedy wnioski o podwyżkę i obniżkę stóp proc. dzieli krótki okres, w przeszłości miała miejsce w turbulentnych czasach, ostatnio w 2012, kiedy po majowej podwyżce stóp, we wrześniu pojawił się wniosek o obniżkę. Obecnie mamy jednak raczej do czynienia z występowaniem skrajnych poglądów w ramach RPP. W najbliższych kwartałach rozdźwięk pomiędzy skrajnymi flankami Rady nie zniknie, a sytuacja gospodarcza dostarczy argumentów zarówno jastrzębiom, jak i gołębiom. Listopadowa projekcja inflacji i PKB prawdopodobnie pokaże w 2019 wyższy przebieg ścieżki inflacji oraz niższy wzrost PKB. Podczas konferencji po październikowym posiedzeniu Rady A.Głapiński stwierdził, że obecnie oczekiwana przez NBP średnioroczna inflacja CPI w 2019 wynosi 2,3% (wobec 2,0% w projekcji lipcowej). Aktualna prognoza wzrostu PKB na 2019 wynosi 4,3% (wobec 4,5% w projekcji lipcowej). Oczekiwany wzrost inflacji wyraźnie powyżej celu (nawet jeśli jest tymczasowy) oraz utrzymujące się obawy o stan niektórych instytucji finansowych są argumentem przeciwko obniżkom stóp NBP (które w sierpniu były dość agresywnie wyceniane przez rynek). Osłabienie krajowego wzrostu gospodarczego przy recesji w Niemczech oraz łagodnej polityce zagranicznych banków centralnych nie skłania z kolei do podwyżek stóp. Zdaniem A.Głapińskiego ubywa argumentów za takim ruchem, jednak w naszej ocenie wciąż jest to bardziej prawdopodobny scenariusz, niż obniżka stóp, m.in. ze względu na oczekiwane wyraźne przyspieszenie inflacji bazowej. **Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla stóp procentowych NBP pozostaje stabilizacja, być może nawet do końca kadencji RPP, na co wskazuje postawa większości członków RPP.**

Źródła niepewności dla prognozy

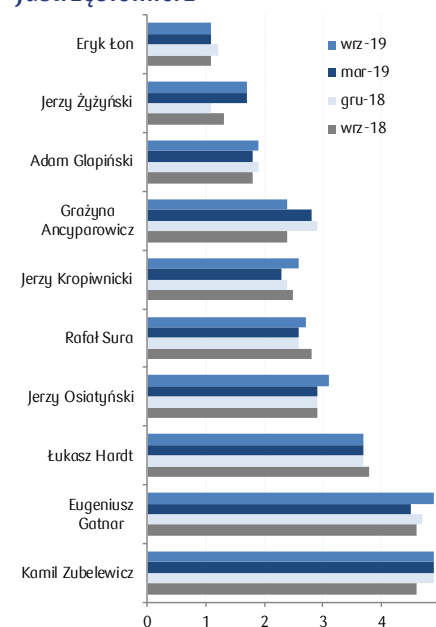
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) zmiany cen regulowanych, (2) notowania złotego i cen surowców, (3) przełożenie sytuacji na rynku pracy na inflację bazową (4) tempo wzrostu cen nieruchomości.

Rynkowe oczekiwania stóp procentowych



Źródło: Datastream, NBP, PKO Bank Polski.

Jastrzębiomierz*



Źródło: PAP, PKO Bank Polski * na podstawie ankiet PAP przeprowadzonych wśród ekonomistów. Nastawienie: 1-gołębie, 3-neutralne, 5-jastrzębie.

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	-1,65	-2,08	-1,29	-1,35	-1,39	0,41	-1,65	-1,39
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	0,13	-0,44	-0,89	-1,51	-2,02	-2,08	-1,92	-1,60	0,90	-1,51	-1,60
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	1,1	2,4	0,3	1,5	1,5	0,6	0,0	1,4
Nominalny PKB (%) r/r	6,8	7,5	5,5	5,6	7,5	7,1	6,8	6,6	6,3	6,3	7,0

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. Kwartałne dane o PKB sprzed rewizji.

(7). Polityka fiskalna

• Trendy bieżące

Sektor finansów publicznych odnotował pierwszą w historii nadwyżkę (w ujęciu skumulowanym za 4 kwartały, wg ESA). Po 2q19 wyniosła ona 0,03% PKB (vs minimalny deficyt -0,03% PKB po 1q19). Wynik fiskalny skorygowany o inwestycje publiczne (nadwyżkę inwestycji ponad zużycie kapitału publicznego) wyniósł 2,3% PKB i był 3. najwyższym w UE (po Luksemburgu i Malcie). Dług publiczny w relacji do PKB spadł w 2q19 do 48,1% (vs 49,1% w 1q19, po wysokim zaawansowaniu realizacji potrzeb pożyczkowych na początku roku). Deficyt budżetu państwa po sierpniu wyniósł zaledwie 4,4 mld PLN, mimo rozpoczęcia nowego programu fiskalnego (13. emerytura, rozszerzenie programu 500+). Dane z samorządów po 2q19 sugerują, że ich wynik ma szansę na dalszą poprawę, biorąc pod uwagę wyraźny spadek dynamiki wydatków inwestycyjnych (por. wykres).

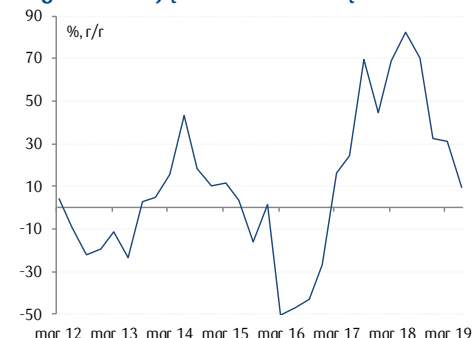
• Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy wzrost deficytu fiskalnego (ESA) na koniec 2019 do 1,1% PKB, a w trakcie 2020 spadek deficytu do 0,5% PKB. Utrzymujący się solidny wzrost nominalnego PKB będzie nadal stymulować stronę dochodową finansów publicznych. Zaplanowany w 2020 - po raz pierwszy w historii - zrównoważony budżet państwa będzie wspierany m.in. przez dalsze działania uszczelniające system podatkowy (m.in. VAT, CIT), a także przez wpływy jednorazowe (widzimy szansę na niezaplanowany w budżecie transfer zysku NBP). 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). W całym 2020 spodziewamy się, że wynik fiskalny (ESA) 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. Jednocześnie przestrzeń do dalszych pozytywnych niespodzianek budżetowych, biorąc pod uwagę fazę cyklu koniunkturalnego, jest według nas nieduża (por. wykres).

• Źródła niepewności dla prognozy

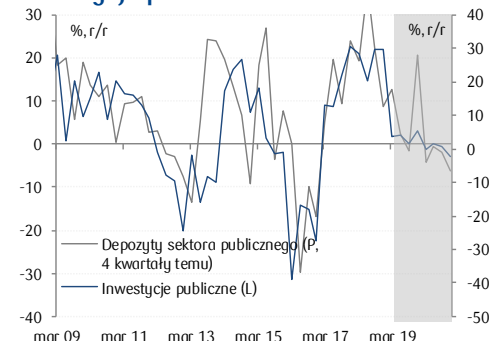
Główne źródła niepewności to: (1) ostateczny kształt ustawy budżetowej na 2020; (2) skala dalszej poprawy ściągalskości podatków, (3) stan cyklicznego komponentu dochodów, (4) ograniczenia podażowe absorpcji środków z UE.

Wydatki majątkowe samorządów



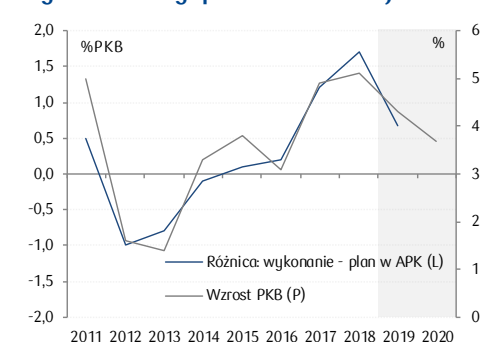
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Depozyty sektora publicznego a inwestycje publiczne



Źródło: NBP, Eurostat, PKO Bank Polski.

Wynik fiskalny: plan* a realizacja



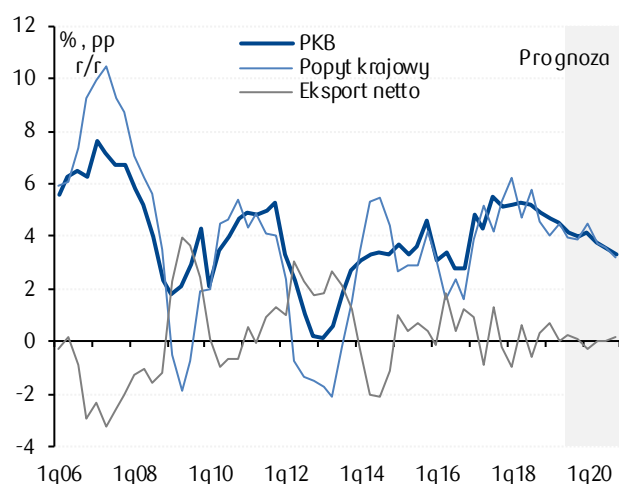
Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski. *na dany rok z APK w danym roku.

Polityka fiskalna†

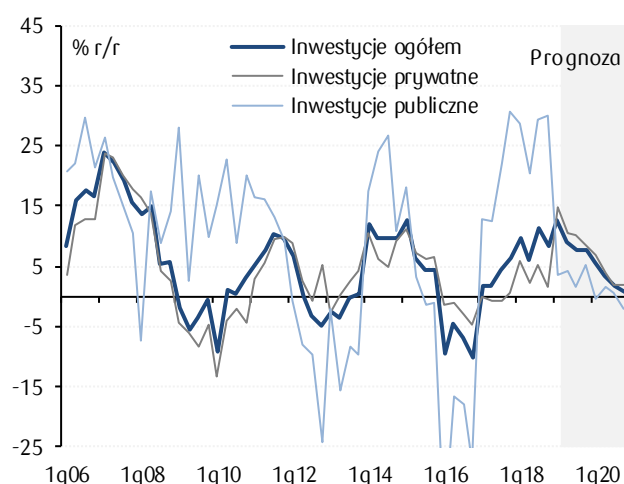
	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	0,0	0,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,2	-1,1	-0,5
Dochody (% PKB, ESA2010)	41,5	41,8	41,9	42,1	42,1	42,0	41,8	41,6	41,4	42,1	41,6
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,6	41,7	42,5	43,2	42,9	42,7	42,5	42,1	41,6	43,2	42,1
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	1,4	1,4	0,8	0,3	0,6	0,7	0,6	0,7	1,2	0,3	0,7
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	1,2	1,2	0,5	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5	1,1	0,0	0,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,1	48,1	47,5	47,3	46,0	45,2	44,9	44,8	48,9	47,3	44,8
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,3	x	x	x	-0,2	-0,5	-1,3	-0,2
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,4	x	x	x	0,1	-0,6	-1,4	0,1
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	45,2	x	x	x	-43,0	46,5	45,2	43,0

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

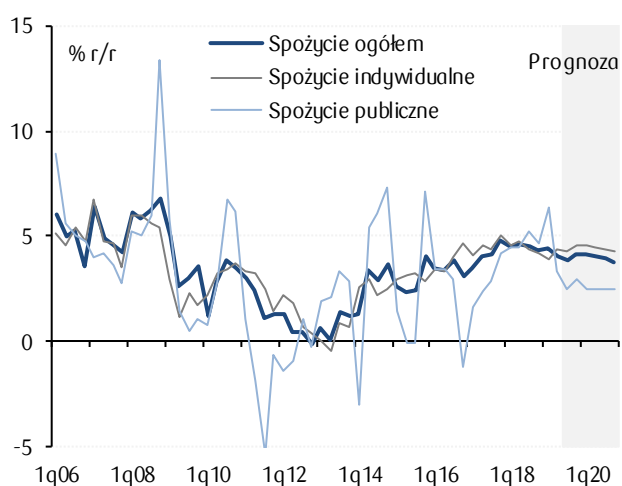
Realny PKB



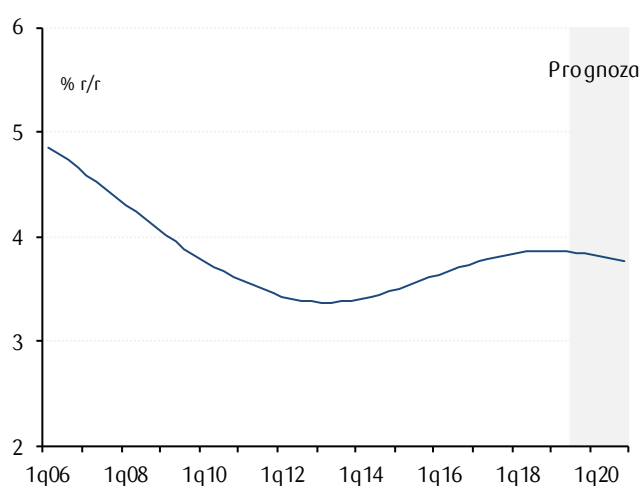
Popyt inwestycyjny



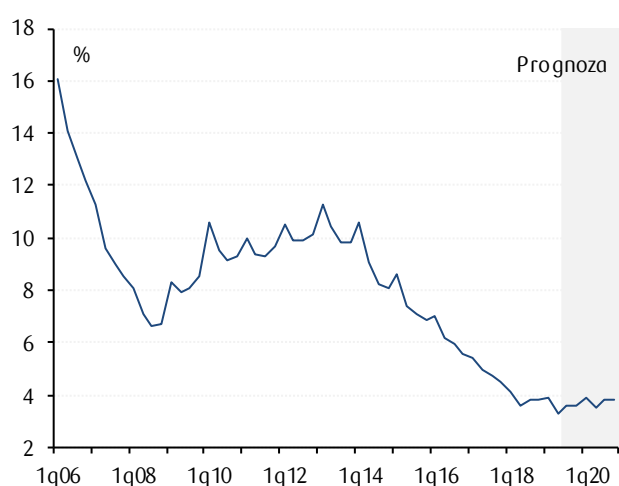
Popyt konsumpcyjny



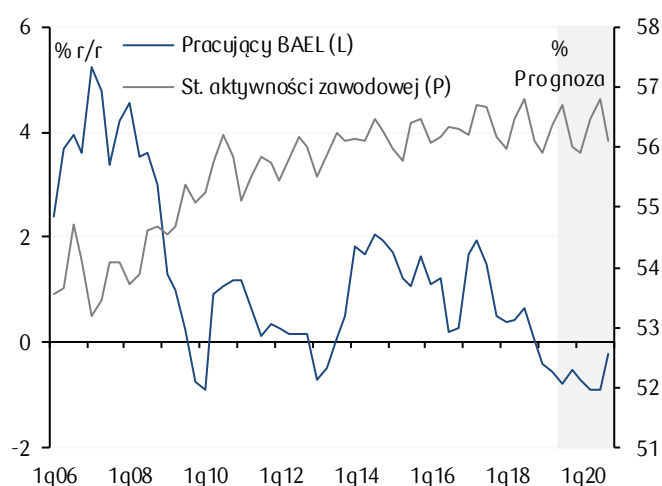
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

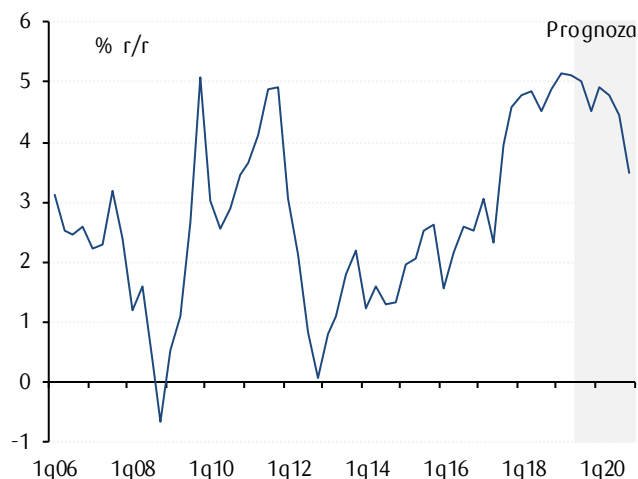


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

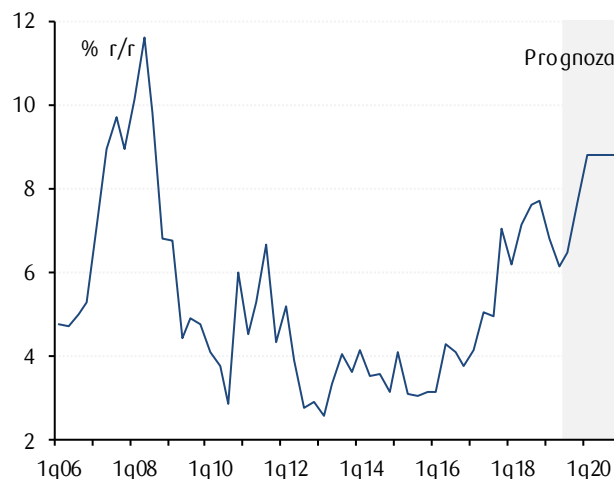


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

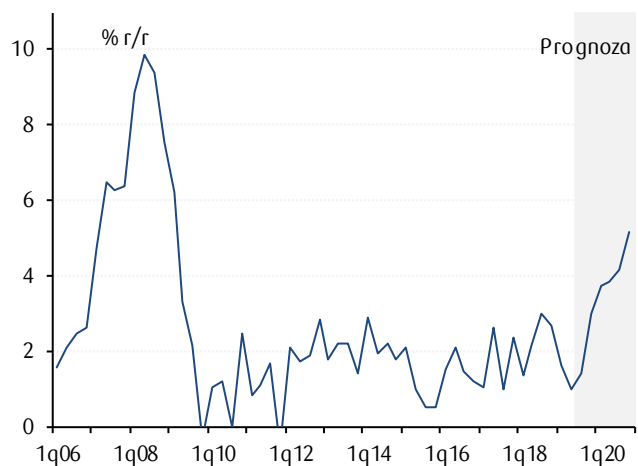
Wydajność pracy*



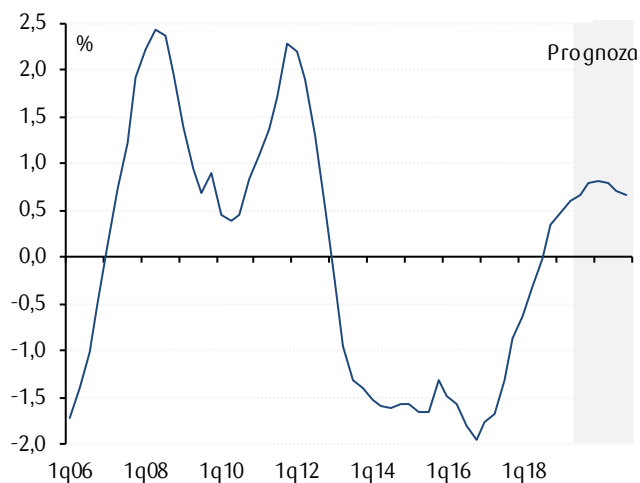
Płace w gospodarce narodowej



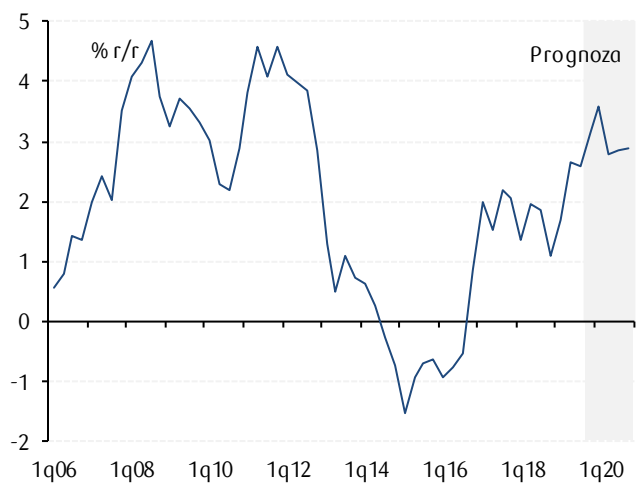
Jednostkowe koszty pracy*



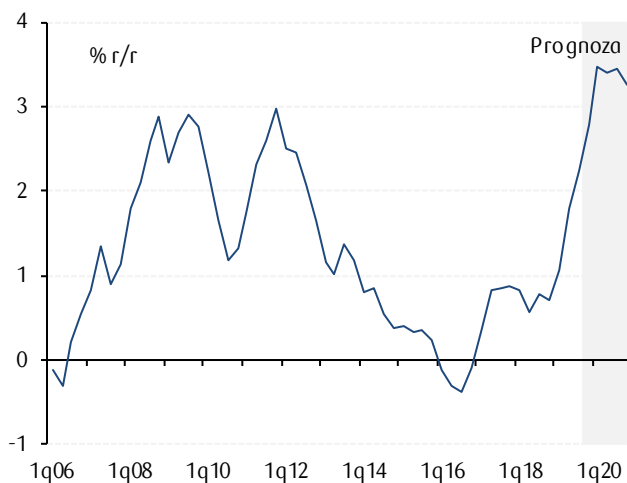
Luka popytowa



Inflacja CPI

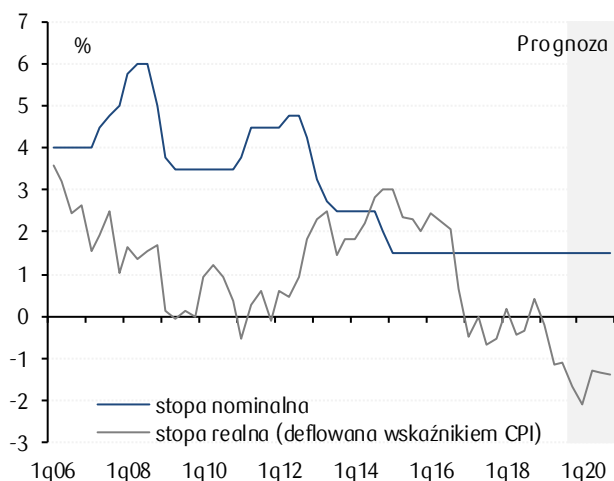


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

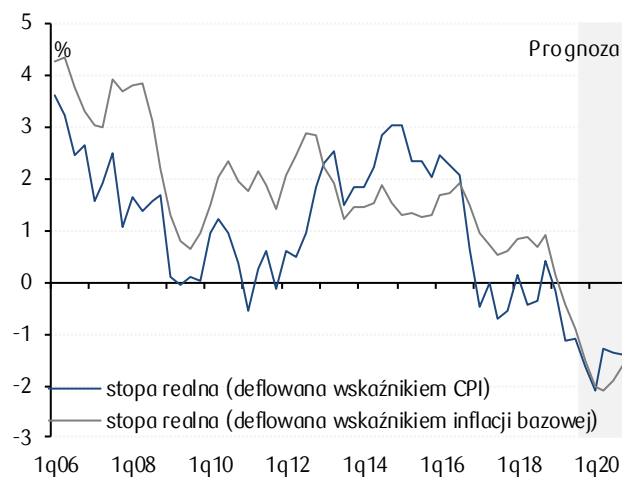


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

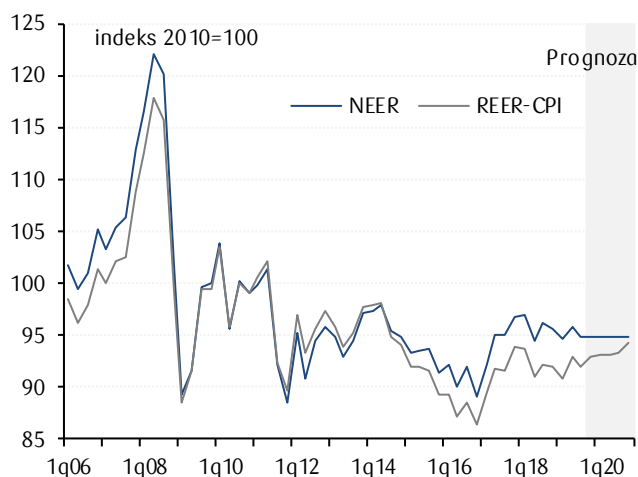
Stopy nominalne vs realne



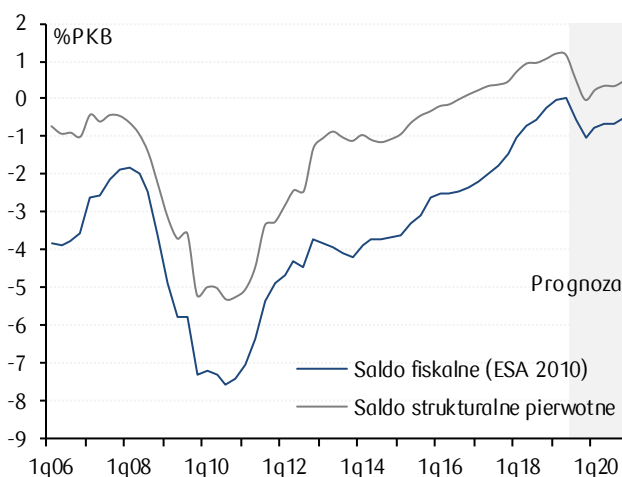
Stopy realne



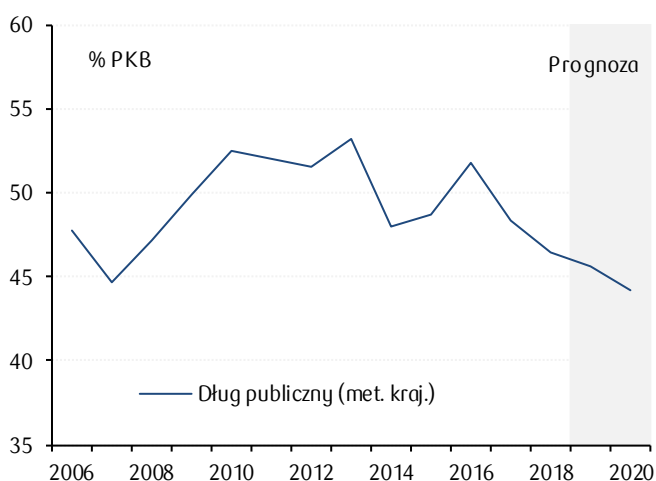
Założenia dotyczące NEER i REER*



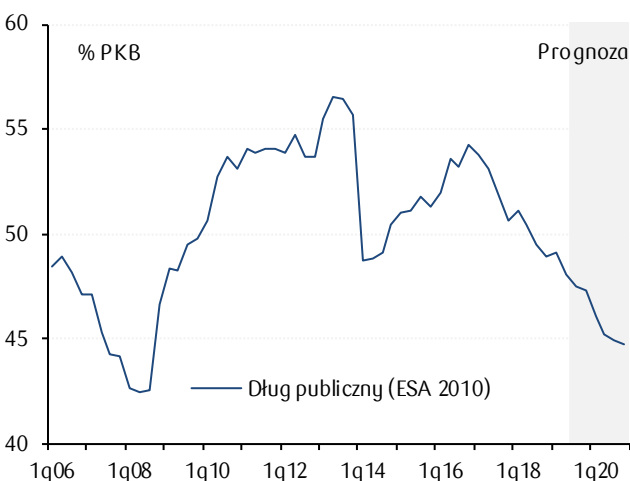
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

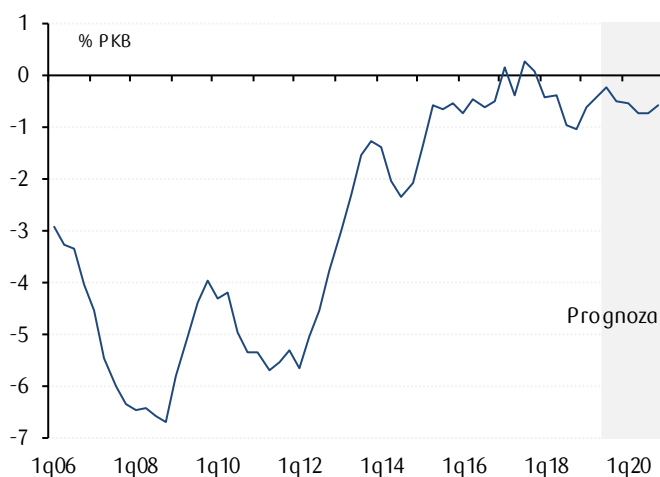


Dług publiczny (ESA 2010)

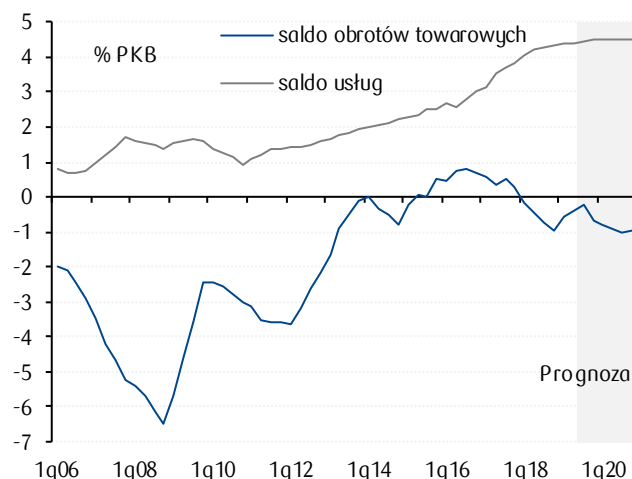


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

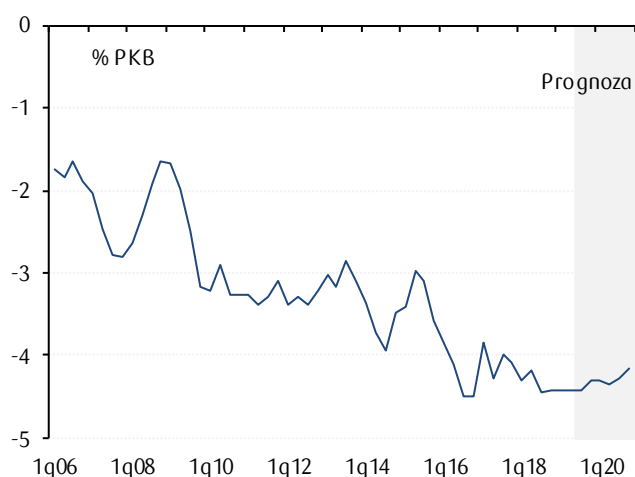
Saldo rachunku obrotów bieżących



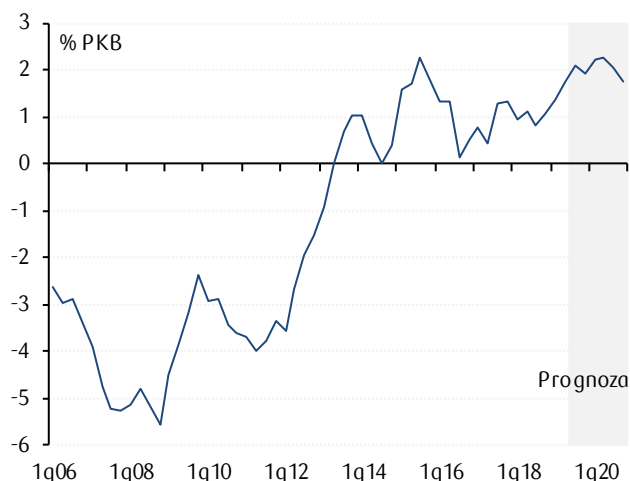
Saldo handlu zagranicznego



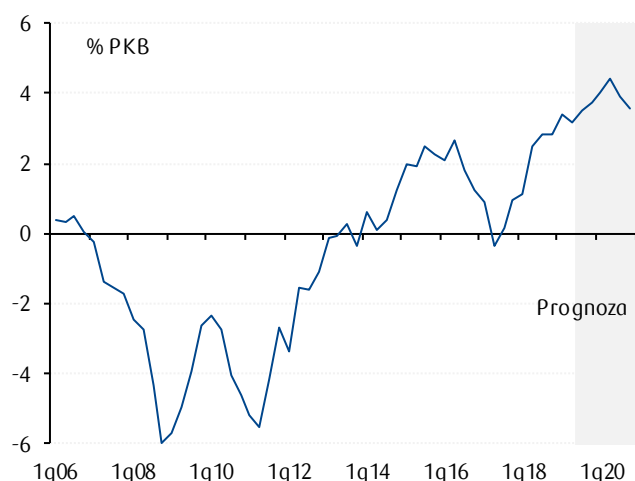
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



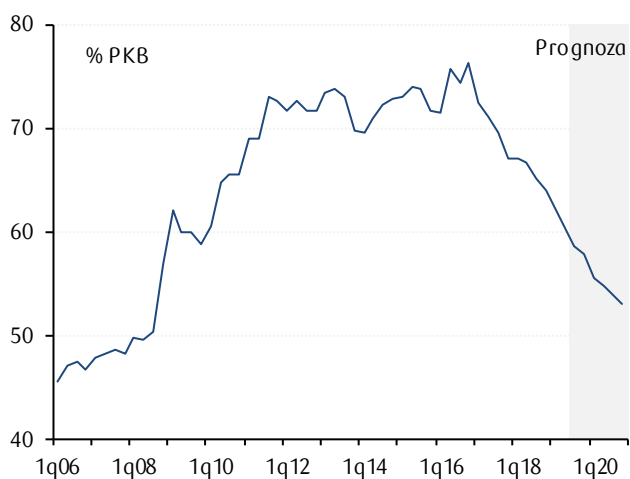
Saldo CAB i CAP*



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	4,3	3,7
Popyt krajowy (% r/r)	4,2	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,3	4,2	3,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,3	4,3	4,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,9	8,7	2,3
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	3,3	0,0	0,3	4,2	3,5	1,1	4,1	4,9	4,8	3,6
Zapasy (pkt. proc.)	0,9	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,2	0,8	0,4	-0,6	0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	0,8	2,1	2,0	-1,5	0,5	0,8	0,0	-0,2	0,2	0,0
Produkt potencjalny (% r/r)	3,5	3,4	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9	3,8
Nominalny PKB (mld PLN)	1567	1629	1657	1720	1745	1861	1989	2115	2249	2405
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	3,6	3,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,3	5,5
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,5	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	6,8	8,8
Wydajność pracy (% r/r)	4,4	1,5	1,5	1,4	2,3	2,2	3,5	4,8	4,9	4,4
ULC (% r/r)	0,8	2,1	1,9	2,2	1,0	1,6	1,7	2,3	1,7	4,2
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,1
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	0,7
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	0,0	0,3
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,0
Inflacja bazowa (% r/r)	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	2,0	3,4
Deflator PKB (% r/r)	3,2	2,4	0,3	0,6	0,8	0,4	1,9	1,1	1,9	3,2
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	4,8	4,6
Kredyty ogółem (mld PLN)	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1349,8	1435,3
Kredyty ogółem (% r/r)	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	7,2	6,3
Depozyty ogółem (mld PLN)	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1396,3	1499,1
Depozyty ogółem (% r/r)	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	7,4	7,4
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,1	-1,0	-0,6	-0,8
Bilans handlowy (% PKB)	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,3	-1,0	-0,8	-1,2
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,4	2,5	1,9	1,7
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,5	71,7	69,8	72,7	71,8	76,4	67,0	63,9	57,7	53,0
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-4,9	-3,7	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-1,1	-0,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-2,3	-1,1	-1,7	-1,7	-0,9	-0,7	0,1	1,2	0,3	0,7
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-3,3	-1,3	-1,1	-1,1	-0,3	0,1	0,5	1,1	0,0	0,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	54,1	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,9	47,3	44,8
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	-1,65	-1,39
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,61	0,90	-1,51	-1,60
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	0,0	1,4

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 Kolesnikow

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.