

### Banki centralne w natarciu

- **Kluczowe zagrożenia dla światowej gospodarki** od kilku kwartałów pozostają te same (wojny handlowe i twardy brexit), ale jeszcze nigdy nie wydawały się one tak bliskie realizacji, jak obecnie. Świątecznym w ciemnym tunelu prognoz dla świata stał się zdecydowany zwrot w polityce banków centralnych. Politykę pieniężną łagodzi Fed, zapowiedział to EBC, a za nimi podąża wiele innych banków centralnych.
- **Pomimo pogorszenia sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polska gospodarka radzi sobie zaskakująco dobrze.** Silny rynek pracy i transfery podtrzymują optymizm konsumentów i stymulują konsumpcję. „Owoce” napływu inwestycji zagranicznych jest poszerzenie palety produktowej polskich firm o dobra nowych technologii, co czyni Polskę relatywnie mało wrażliwą nie tylko na obecne spowolnienie światowego popytu, ale także na zagrażające wielu państwom zmiany strukturalne np. w przemyśle motoryzacyjnym.
- **Silny wzrost gospodarczy w połączeniu z ograniczeniami podażowymi na rynku pracy prowadzi do pożądanych zmian strukturalnych.** Postępuje przesuwanie siły roboczej z mniej wydajnych do bardziej produktywnych sektorów oraz z mniejszych do większych firm, a część przedsiębiorstw redukuje plany zatrudnienia by móc zwiększać płace (w efekcie powstają bardziej „wartościowe” miejsca pracy). Presja płacowa nie narasta, ale pomimo wyhamowania tempa wzrostu gospodarczego dynamika wynagrodzeń pozostanie wg nas wysoka.
- **Efekt wzrostu płac zaczął się (wreszcie) przekładać na inflację.** Inflacja bazowa pozostaje w silnym trendzie wzrostowym, który swój szczyt osiągnie w 1h20. Na ten trend obecnie nakładają się silne wzrosty cen żywności (m.in. susza i ASF), a na początku 2020 nałożyć się mogą liczne zmiany regulacyjne i podwyżki cen regulowanych. W efekcie coraz bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest to, że w 1q20 nastąpi przejściowy wzrost inflacji CPI powyżej górnego ograniczenia wahań wokół celu inflacyjnego.
- **Chociaż oczekujemy dalszego silnego wzrostu inflacji, wciąż oceniamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla krajowej polityki pieniężnej jest brak zmian stóp procentowych.** Za ich stabilizacją przemawiają m.in.: struktura oczekiwanego wzrostu inflacji, przejściowy charakter tego wzrostu, a także dokonana zmiana w nastawieniu głównych banków centralnych w stronę łagodzenia polityki pieniężnej.
- **Kolejny fiskalny rekord (po 1q19 deficyt sektora finansów publicznych wyniósł zaledwie 0,1% PKB) i bieżące wyniki budżetu centralnego potwierdzają, że realizacja tegorocznego budżetu, pomimo nowego pakietu fiskalnego, nie rodzi trudności.** Zaplanowane na 2020 dochody jednorazowe (przy ich pełnej realizacji) mogą utrzymać przyszłoroczny deficyt sektora poniżej zakładanego przez nas jako scenariusz bazowy poziomu 1% PKB.

#### Główny Ekonomista

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

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

 @PKO\_Research

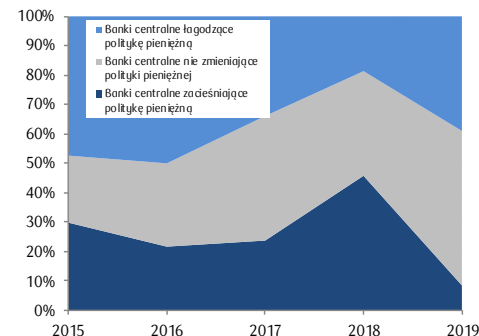
**Marta Petka-Zagajewska**  
Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

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

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

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

#### Polityka pieniężna na świecie



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

#### Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Realny PKB (% r/r)	4,7	4,4	4,7	4,4	4,1	3,8	3,6	3,4	5,1	4,6	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	3,0	4,2	3,4	2,8	2,8	1,6	2,3	3,3
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	1,1	1,8	2,1	2,5	3,3	3,1	3,0	2,8	0,7	1,9	3,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	0,0	-0,2	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,8
Saldo fiskalne (% PKB) <sup>†*</sup>	-0,1	-0,4	-0,7	-1,1	-1,1	-1,2	-1,4	-1,0	-0,4	-1,1	-1,0
Dług publiczny (% PKB) <sup>†*</sup>	49,1	48,8	47,9	47,6	46,7	46,6	46,2	45,9	48,9	47,6	45,9
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), <sup>†</sup>ESA2010, <sup>\*</sup>dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

## (1). Otoczenie zewnętrzne

### Trendy bieżące

**Światowa gospodarka spowalnia.** USA zaczynają odczuwać skutki wojny handlowej z Chinami oraz osłabienia globalnej koniunktury. Wzrost PKB w USA w 2q19 spowolnił do 2,1% k/k saar (vs 3,1% k/k saar w 1q19) przy silnej konsumpcji (wspieranej przez silny rynek pracy i optymistyczne nastroje) i osłabieniu inwestycji (w ślad za pogorszeniem aktywności przemysłu). Jednocześnie inflacja pozostaje poniżej celu Fed. Gorzej niż w USA wygląda sytuacja w strefie euro, gdzie wzrost PKB w 2q19 spowolnił do 1,1% r/r (vs 1,2% r/r w 1q19), a niemiecka gospodarka balansuje na granicy recesji. Na razie sytuacja w usługach jest relatywnie dobra, ale stopniowo na ten sektor przechodzą problemy znajdującego się w recesji przemysłu, co może popsuć sytuację na rynku pracy i osłabić konsumpcję. Nadal spowalnia gospodarka Chin, ale stymulacja fiskalna i monetarna (w tym osłabienie CNY) pozwalają uniknąć „twardego lądowania”.

W reakcji na pogorszenie perspektyw gospodarki i osłabienie presji inflacyjnej nastąpił zwrot w polityce głównych banków centralnych (obniżka stóp Fed o 25pb w lipcu i zapowiedź złagodzenia polityki pieniężnej EBC we wrześniu), który wywołał falę łagodzenia polityki pieniężnej na świecie (m.in. Australia, Chile, Filipiny, Indie, Indonezja, Malezja, Nowa Zelandia, Rosja, Tajlandia, Turcja).

### Prognoza średnioterminowa

Nadal uważamy, że przed końcem 2019 globalny wzrost gospodarczy przestanie się obniżać, ale jednocześnie istotne przyspieszenie w 2020 jest coraz mniej prawdopodobne wobec ciągłej eskalacji napięć na linii USA-Chiny i potencjalnego nałożenia amerykańskich ceł na europejskie samochody. Z drugiej strony, ryzyko niekontrolowanego pogorszenia globalnej koniunktury jest ograniczane przez zwrot w polityce głównych banków centralnych. Przewidujemy, że obniżki stóp procentowych Fed będą kontynuowane (oczekujemy jeszcze dwóch obniżek po 25pb w 2019 i jednej w 2020). Osłabienie wzrostu w strefie euro (słaby popyt zewnętrzny, ryzyko bezumownego brexitu, niski poziom wody w Renie) oznacza, że EBC obniży stopę depozytową (zakładamy, że zacznie we wrześniu) oraz wprowadzi program QE2. W przypadku banku centralnego Chin stopy procentowe pozostaną drugorzędym instrumentem wobec redukcji stopy rezerw obowiązkowych oraz kontrolowanej deprecjacji CNY. Bank Anglii również może złagodzić politykę pieniężną, jeżeli zmaterializuje się rosnące ryzyko nieuporządkowanego brexitu.

### Źródła niepewności dla prognozy

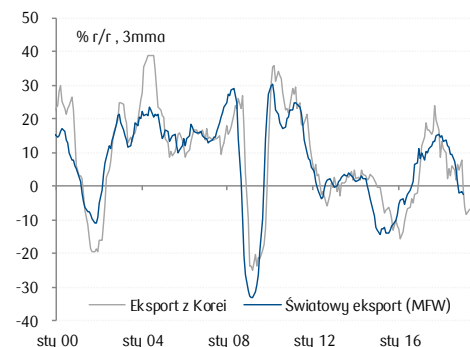
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) „wojny handlowe”, (2) ewentualna korekta cen aktywów, (3) „twardy” brexit.

### Otoczenie zewnętrzne

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,9	1,1	1,2
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5	1,8	1,4	1,4
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	2,1	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	2,9	2,3	1,8
USA: Inflacja CPI (% r/r)	1,6	1,8	2,0	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2	2,4	1,8	2,2
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	6,2	6,1	6,0	5,9	5,9	5,8	6,6	6,2	5,8
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,8	2,6	2,5	2,6	2,6	2,3	2,2	2,0	2,1	2,4	2,3
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,10	4,35	4,30	4,10

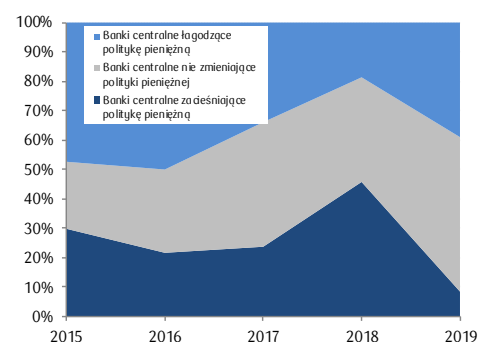
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; \* k/k SAAR

### Handel na świecie vs Korea Południowa



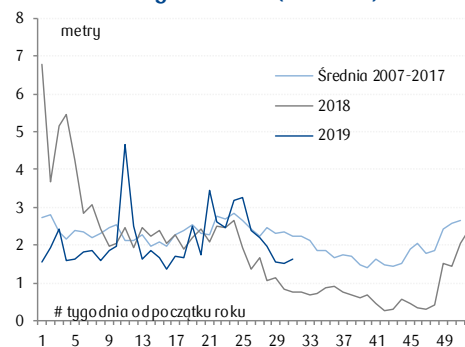
Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

### Polityka pieniężna na świecie



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

### Poziom wody w Renie (w Kaub)



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

## (2). Sfera realna

### Trendy bieżące

Szacujemy, że wzrost PKB w 2q19 wyniósł 4,4% r/r. Taki relatywnie dobry wynik potwierdziłby odporność krajowej gospodarki na niekorzystne trendy w otoczeniu zewnętrznym. Stabilizatorem wzrostu PKB było odbicie dynamiki konsumpcji prywatnej przy poprawie sytuacji na rynku pracy, rekordowym optymizmie konsumentów i transferach socjalnych. Dynamika inwestycji obniżyła się, na co wskazuje wyhamowanie wzrostu produkcji budowlano-montażowej. Przy ocenie wyników za 2q19 trzeba pamiętać, że czerwiec był pod wpływem silnego, negatywnego efektu kalendarzowego i ekstremalnych warunków pogodowych.

W danych za ostatnie miesiące widoczna była dywergencja w dwóch wymiarach: 1) dobra kondycja krajowej gospodarki vs spowolnienie głównych partnerów handlowych oraz 2) słabe wyniki badań ankietowych (zwłaszcza PMI) vs dobre twarde dane z gospodarki. Według nas wiąże się to z tym, że istniejące dotychczas przedsiębiorstwa zostały dotknięte przez osłabienie popytu z zagranicy (na co wyraźnie wskazuje PMI), ale eksport rośnie dzięki nowym jednostkom, których powstanie to wynik napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (ostatnio Polska zaczęła eksportować m.in. nowe produkty wysokiej technologii: akumulatory litowo-jonowe oraz silniki benzynowe nowej generacji).

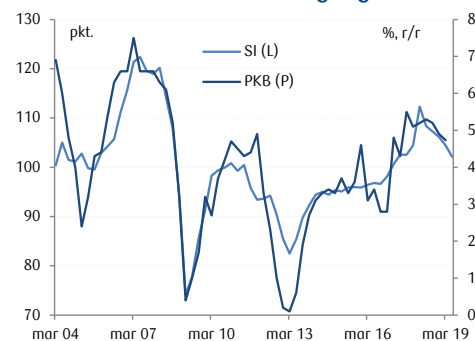
### Prognoza średnioterminowa

Nadal prognozujemy, że wzrost gospodarczy w 2019 wyniesie 4,6% przy odbiciu dynamiki PKB w 2h19 za sprawą efektów pakietu fiskalnego. Zakładając pozytywne skutki łagodzenia polityki pieniężnej na świecie i stabilizację koniunktury w strefie euro, a także kontynuację pozytywnych zmian strukturalnych w polskiej gospodarce (efekty przenoszenia bazy przemysłowej do Polski, rozwój sektora nowoczesnych usług, relatywny spadek kosztów pracy) i dalsze efekty krajowego pakietu fiskalnego (rozszerzenie 500+ objemie cały rok), przewidujemy, że **wzrost PKB w 2020 pozostanie zbliżony do potencjalnego tempa i wyniesie 3,7%**. Scenariusz ten ma szansę realizacji przy braku nowych zaburzeń w otoczeniu zewnętrznym.

### Źródła niepewności dla prognozy

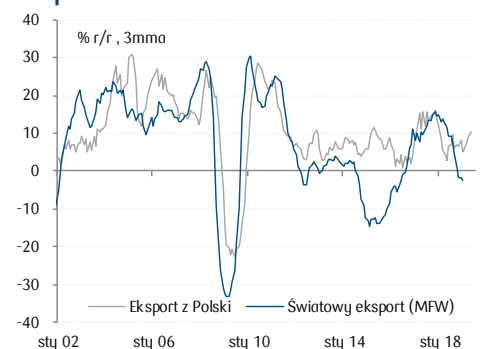
Głównymi źródłami niepewności są: (1) stan globalnej koniunktury („wojny handlowe”, „twardy” brexit), (2) skala i tempo absorpcji środków UE, (3) ryzyko szoków podaźowych (ceny energii, paliw, żywności, ekstremalna pogoda i zmiany klimatyczne).

### PKB i wskaźnik koniunktury wg GUS



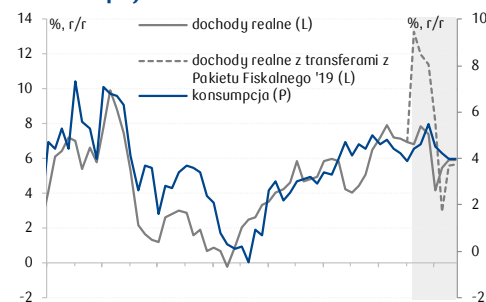
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Eksport Polska vs świat



Źródło: Reuters Datastream, NBP, PKO Bank Polski.

### Dochody gospodarstw domowych a konsumpcja



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Sfera realna

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Realny PKB (% r/r)	4,7	4,4	4,7	4,4	4,1	3,8	3,6	3,4	5,1	4,6	3,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	4,0	4,1	5,0	5,1	4,4	3,7	3,6	3,3	5,3	4,6	3,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,9	4,4	4,7	5,3	4,5	4,2	4,0	4,0	4,5	4,6	4,2
Sprzedaż krajowa (% r/r)	5,1	4,8	4,8	5,4	4,0	3,5	3,1	2,7	4,8	5,0	3,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	12,6	8,0	8,8	9,0	5,5	3,3	1,6	0,8	8,7	9,3	2,3
Publiczne <sup>‡</sup> (% r/r)	3,6	13,0	11,3	12,9	0,6	3,6	3,0	-2,1	27,6	11,4	0,7
Prywatne <sup>‡</sup> (% r/r)	14,8	6,4	7,7	7,5	6,6	3,2	1,0	2,0	3,2	8,5	2,8
Zapasy (pkt. proc.)	-1,1	-0,7	0,2	-0,2	0,4	0,2	0,5	0,6	0,4	-0,4	0,4
Eksport netto (pkt. proc.)	0,7	0,4	-0,3	-0,7	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6,1	4,7	6,5	5,0	4,8	5,5	5,0	5,5	5,8	6,2	5,2
Potencjalny PKB <sup>‡</sup> (% r/r)	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9
Luka popytowa (% pot. PKB)	0,4	0,4	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	-0,3	0,6	0,8

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

### (3). Rynek pracy

#### • Trendy bieżące

**Sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia, ale w nieco słabszym tempie.** Wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach w 2q19 spowolnił do 2,8% r/r z 3,0% r/r w 1q19, ale dane z sektora przedsiębiorstw w ostatnich kwartałach obrazują raczej przesunięcie siły roboczej między sektorami (rolnictwo -> przemysł) oraz klasami przedsiębiorstw (mikro -> większe jednostki), niż zmiany zasobu pracy. Mimo trwającego od 2014 spadku populacji w wieku produkcyjnym, przepływ do zatrudnienia z nieaktywności lub bezrobocia umożliwił wzrost zatrudnienia. Badanie ankietowe NBP sugeruje jednak, że czynnikiem ograniczającym wzrost zatrudnienia jest nie tylko zbyt mała podaż na rynku pracy, ale także pogorszenie sytuacji części przedsiębiorstw. Dane BAEL (ludność rezydująca) pokazały, że zatrudnienie w 1q19 spadło (-0,4% r/r) po raz pierwszy od czerwca 2013. Dane BAEL nie obejmują jednak większości Ukraińców (tych przebywających w Polsce krócej niż rok), a faktyczny zasób siły roboczej prawdopodobnie nadal rośnie. Liczba Ukraińców ubezpieczonych w ZUS stale rośnie (choć w coraz słabszym tempie), a obcokrajowcy stanowią w ostatnich kwartałach około połowy nowych ubezpieczonych w ZUS.

**Trend wzrostu płac lekko hamuje** przy rosnącej zmienności dynamiki płac w ostatnich miesiącach. Na osłabienie presji płacowej wskazuje badanie NBP (spada odsetek firm planujących podwyżki oraz odczuwających presję płacową).

**Stopa bezrobocia rejestrowanego w lipcu osiągnęła rekordowo niski poziom 5,2%, a wzrost stopy bezrobocia wg BAEL od połowy 2018 to statystyczny efekt spadku liczby aktywnych zawodowo (mianownik w stopie bezrobocia), a nie wzrostu liczby bezrobotnych (licznik).** Nie jest więc zaskakujące, że w badaniach ankietowych nie widać wzrostu obaw związanych z utratą pracy (por. wykres).

#### • Prognoza średnioterminowa

**Oczekujemy dalszego, stopniowego łagodzenia napięć na rynku pracy.** Nominalny wzrost wynagrodzeń będzie delikatnie spowolniać. Jak wskazuje NBP, część firm będzie w dłuższym horyzoncie dążyć do zwiększania pracownikom płac kosztem ograniczania zatrudnienia (transformacja miejsc pracy na bardziej wartościowe). Przewidujemy nieznaczne ograniczenie napływu obcokrajowców oraz dalszy spadek zatrudnienia wg BAEL, w przeważającej mierze za sprawą ograniczeń podaźowych.

#### • Źródła niepewności dla prognozy

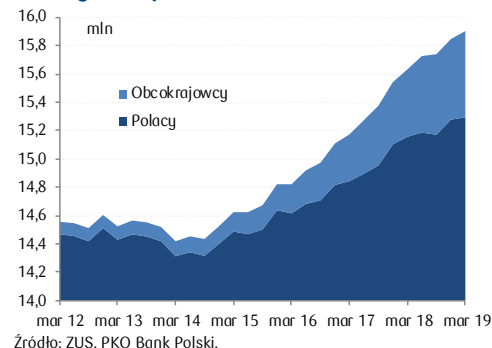
Główne źródła niepewności dla prognozy to: (1) zmiany salda migracji; (2) polityka płacowa w sektorze publicznym, (3) wdrożenie PPK oraz zmiany regulacyjne (opodatkowanie i oskładkowanie pracy).

#### Rynek pracy

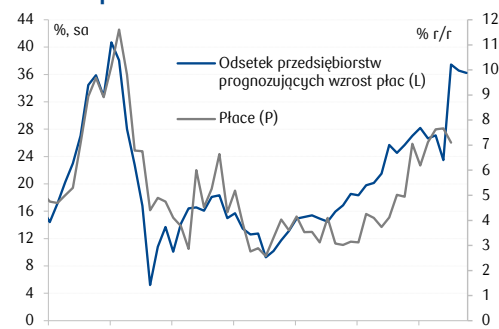
	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	3,0	2,8	2,8	3,0	0,4	0,5	0,6	0,6	3,4	2,9	0,5
Pracujący BAEL (% r/r)	-0,4	-0,6	-0,8	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,2	0,4	-0,6	-0,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,9	5,3	5,2	5,4	5,4	5,1	5,3	5,6	5,8	5,4	5,6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

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

#### Osoby ubezpieczone w ZUS

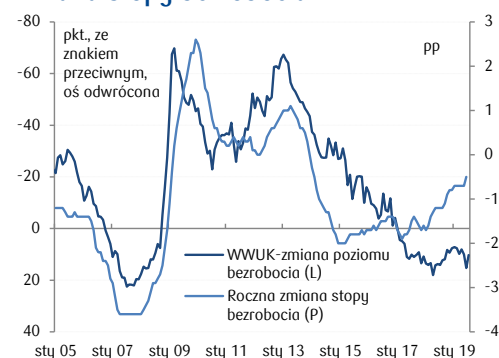


#### Odsetek przedsiębiorstw prognozujących wzrost płac\*



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.\*w 1q19 nastąpiła zmiana metodyczna, która mogła podnieść odczyt.

#### Zmiana stopy bezrobocia



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## (4). Procesy inflacyjne

### Trendy bieżące

**Inflacja CPI wyraźnie rośnie** (2,4% r/r w 2q19 vs 1,2% r/r w 1q19). Wstępne dane za lipiec pokazały dalsze przyspieszenie do 2,9% r/r, najwyższego poziomu od października 2012. **Przyspieszenie inflacji to efekt wzrostu dynamiki cen żywności** (ASF w Chinach, susza i wzrost kosztów produkcji rolnej) **oraz inflacji bazowej** (wg naszych szacunków 2,1-2,2% w lipcu vs 0,7% w 2018). Wzrost inflacji bazowej odzwierciedla w szczególności rosnące ceny usług, potwierdzając, że widoczne od kilku lat napięcia na rynku pracy w końcu przenoszą się na procesy cenotwórcze. Innymi motorami wzrostu inflacji bazowej są: podnoszone ceny wywozu śmieci, presja popytowa widoczna w szczególności w rekreacji i kulturze oraz hotelarstwie, a także odwrócenie trendu spadkowego w łączności (podwyżki cenników telekomów). Stabilizacja ceny ropy naftowej w połączeniu z wysoką bazą statystyczną przełożyła się na spadek dynamiki cen paliw. Z kolei brak definitywnych rozwiązań ws. cen prądu utrzymuje dynamikę cen energii elektrycznej na ujemnym poziomie.

### Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że inflacja CPI pod koniec 2019 przekroczy 3% r/r, a na początku 2020 znajdzie się ponad górną granicę dopuszczalnych odchyśleń od celu NBP, ale w dalszej części przyszłego roku będzie powracać do celu. Efekty suszy w połączeniu ze wzrostem kosztów pracy w rolnictwie oznaczają, że mimo wysokiej bazy i odwrócenia trendu wzrostowego na świecie dynamika cen żywności (szczególnie owoców – zob. wykres na marginesie) pozostanie wysoka. Jednocześnie inflacja bazowa przynajmniej do połowy 2020 będzie nadal podsycana przez czynniki podażowe (podwyższona dynamika płac) oraz popytowe (mocna konsumpcja i rosnąca dodatnia luka popytowa). Dodatkowo trzeba uwzględnić liczne impulsy regulacyjne (podatek handlowy, wyższa akcyza od alkoholu, tytoniu i wyrobów pochodnych, prawo wodne, opłaty za wywóz śmieci, ceny prądu, a być może także podatek cyfrowy). Od połowy 2020 inflacja CPI powinna zacząć spadać za sprawą osłabienia presji kosztowo-popytowej oraz efektów wysokiej bazy (żywność). Tendencje dezinflacyjne na świecie (spowolnienie gospodarcze), a także oczekiwana stabilizacja kursu PLN oznaczają, że presja na przyspieszenie inflacji PPI nie będzie znaczna (z wyłączeniem branż wrażliwych na wzrost cen energii).

### Źródła niepewności dla prognozy

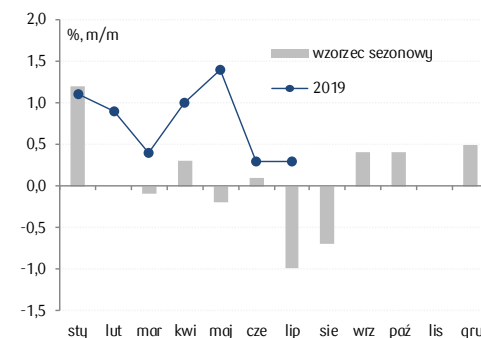
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji są: (1) zmiany regulacyjne i administracyjne (m.in. ceny prądu), (2) notowania PLN, (3) globalne ceny surowców, (4) skala presji inflacyjnej z rynku pracy, (5) wojny handlowe i inflacja w strefie euro.

### Procesy inflacyjne

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

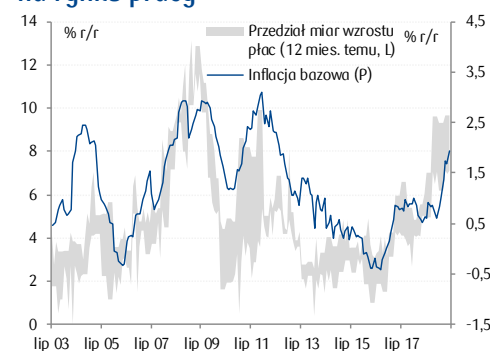
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, Źdane na koniec okresu.

### Zmiany cen żywności w 2019 a wzorce sezonowy\*



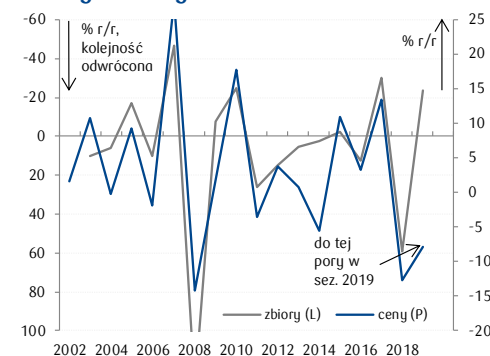
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.\* mediana dla lat 2014-2018.

### Inflacja bazowa vs miary nierównowag na rynku pracy



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

### Zbiory vs ceny owoców



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## (5). Równowaga zewnętrzna

### Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących poprawiło się do 0% PKB po maju (w ujęciu 12-miesięcznym). Wynikało to głównie ze wzmocnienia wzrostu eksportu (do 13,3% r/r w maju, najwyżej od stycznia 2018), co przy umiarkowanym wzroście importu przełożyło się na spadek deficytu handlowego do 0,5% PKB po maju z 0,7% PKB po marcu. Nadwyżka w handlu usługami ustabilizowała się na poziomie 4,5% PKB (osłabienie europejskiej gospodarki przełożyło się na wolniejszy wzrost eksportu usług transportowych). Wraz ze wzrostem napływu środków z UE, nadwyżka na rachunku kapitałowym powiększyła się do 2,1% PKB po maju z 1,9% PKB po marcu. Trwa napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, co wg nas stanowi jedną z przyczyn stojących za ekspansją polskiego eksportu. Korzystna sytuacja w bilansie płatniczym powoduje, że **utrzymuje się spadek zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB** (62,0% PKB po marcu wobec 63,9% PKB na koniec 2018).

### Prognoza średnioterminowa

Zaskakująca siła polskiego eksportu (obok inwestycji zagranicznych sprzyja mu struktura towarowa z relatywnie wysokim udziałem dóbr konsumpcyjnych, a także dywersyfikacja geograficzna i rosnąca konkurencyjność) oznacza, że deficyt obrotów bieżących w 2019 będzie niższy niż wcześniej zakładaliśmy. Rosnące ryzyko przelania się światowej dekonunktury na polski przemysł i eksport oraz wzmocnienie wzrostu importu na skutek solidnego wzrostu inwestycji i stymulacji konsumpcji przez pakiet fiskalny oznaczają jednak wg nas, że **kolejne kwartały przyniosą powrót niewielkiego deficytu na rachunku obrotów bieżących** (do 0,6% PKB na koniec 2019 i 0,8% PKB na koniec 2020).

Przy kontynuacji napływu kapitału długoterminowego do Polski (oczekujemy stabilnego napływu BIZ i przyspieszenia napływu transferów kapitałowych z UE do maksymalnego poziomu w cyklu finansowym UE) oraz umiarkowanym wzroście nadwyżki w usługach, **przewidujemy dalszy spadek zadłużenia zagranicznego** (w tym roku, po raz pierwszy od 2009, może się ono znaleźć poniżej 60% PKB).

### Źródła niepewności dla prognozy

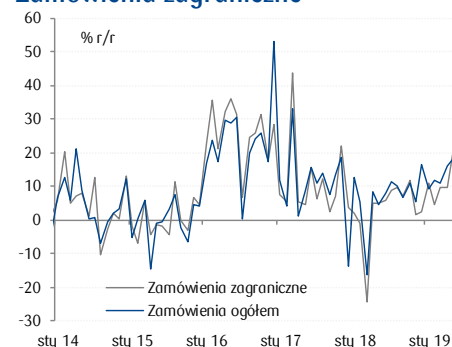
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) polityka handlowa USA (2) ceny surowców (głównie ropy), (3) importochłonność impulsu fiskalnego.

### Równowaga zewnętrzna

	1q19	2q19	3q19	4q19	1q20	2q20	3q20	4q20	2018	2019	2020
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	0,0	-0,2	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,8
Bilans handlowy (% PKB)	-0,7	-0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,0	-0,9	-1,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,9	6,3	5,3	5,3	5,5	5,0	5,7	8,0	5,3	5,7
Import (% r/r)	3,9	6,1	7,9	8,6	6,3	6,8	6,0	5,3	10,0	8,6	5,3
Saldo usług (% PKB)	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,7	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	-3,8	-3,7	-3,6	-3,7	-3,8	-3,6
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,3	-0,4	-0,6
Rachunek kapitałowy (% PKB)	1,9	2,1	2,5	2,6	2,9	3,2	2,8	2,3	2,0	2,6	2,3
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	-1,3	0,7	0,5	1,0	1,5	1,7	1,7	1,8	0,3	1,0	1,8
Bezpośrednie inwestycje zagr. netto (% PKB)	2,4	2,1	1,6	2,1	1,7	1,8	1,8	1,7	1,9	2,1	1,7
Zmiana rezerw (% PKB)*	0,2	-2,5	-2,6	-2,7	-3,7	-3,7	-3,4	-3,1	-1,2	-2,7	-3,1
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,6	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,2
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	62,0	61,4	60,7	59,8	57,7	57,3	56,7	56,0	63,9	59,8	56,0
Sektor publiczny (% PKB)	26,3	26,1	25,8	25,4	24,5	24,3	24,1	23,8	27,1	25,4	23,8
Sektor prywatny (% PKB)	35,7	35,3	34,9	34,4	33,2	32,9	32,6	32,2	36,8	34,4	32,2

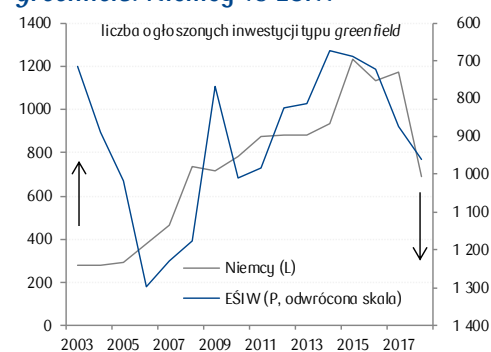
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; \*prezentacja jak w Bilansie Płatniczym - znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

### Zamówienia zagraniczne



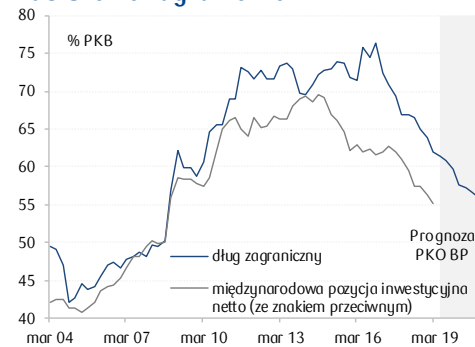
Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Inwestycje bezpośrednie typu greenfield: Niemcy vs ESIW



Źródło: UNCTAD, PKO Bank Polski.

### Zadłużenie zagraniczne



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

## (6). Polityka pieniężna

### Trendy bieżące

Ostatnie miesiące przyniosły dwa przeciwstawne trendy z punktu widzenia oceny perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Z jednej strony nastąpił wyraźny wzrost bieżącej i prognozowanej inflacji CPI (i podwyższenie projekcji NBP dla wzrostu PKB), a z drugiej strony gwałtowny zwrot w polityce głównych banków centralnych w stronę monetarnego stymulowania gospodarki. Wypadkowa tych sił nie wywołała zmiany w retoryce większości członków RPP, ale jastrzębia frakcja większą uwagę zwróciła na pogorszenie perspektyw inflacji i zaczęła nieco odważniej mówić o podwyżkach stóp NBP (4 z 10 członków Rady nie wyklucza w przyszłości podwyżek stóp procentowych).

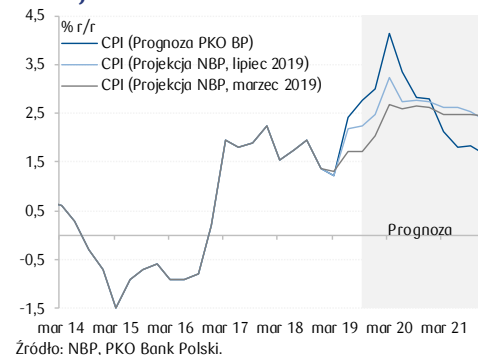
### Prognoza średnioterminowa

Przejsiowy wzrost inflacji CPI powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu nie zmienia naszego bazowego scenariusza dla stóp procentowych NBP: bez zmian co najmniej do końca 2020. Argumentów przeciw podwyżkom stóp jest kilka. Po pierwsze, w strukturze wzrostu inflacji (w tym częściowo inflacji bazowej) kluczową rolę odgrywać będą czynniki regulacyjne, pozostające poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Po drugie, fundamentalna presja inflacyjna osiągnie szczyt w 1h20, a następnie - w ślad za normalizacją wzrostu gospodarczego i redukcją dodatniej luki popytowej, zacznie słabnąć. Po trzecie, otoczenie zewnętrzne to wciąż świat niskiej inflacji, co w połączeniu z niedowartościowaniem PLN oznacza import presji dezinflacyjnej. Po czwarte, nie bez znaczenia jest kształt polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Perspektywa kolejnej fali ekspansji monetarnej EBC i Fed w obliczu stabilnych stóp NBP oznacza relatywne zacieśnienie warunków monetarnych w Polsce, mimo braku podwyżek stóp. Postulowane przez niektórych przedstawicieli RPP podniesienie stóp procentowych pod koniec 2019 mogłoby mieć charakter procykliczny. Podwyżki stóp byłyby jednak według nas uzasadnione w wypadku redukcji zagrożeń dla globalnego wzrostu gospodarczego oraz istotnego ryzyka pojawienia się efektów drugiej rundy związanych ze wzrostem cen regulowanych i wysoką dynamiką płac. Jednocześnie w mocy pozostaje kluczowy argument przeciw obniżkom stóp NBP: obawy o stabilność systemu finansowego. W sumie, nadal uważamy, że bilans ryzyka dla naszej prognozy stabilnych stóp jest asymetryczny w stronę podwyżek.

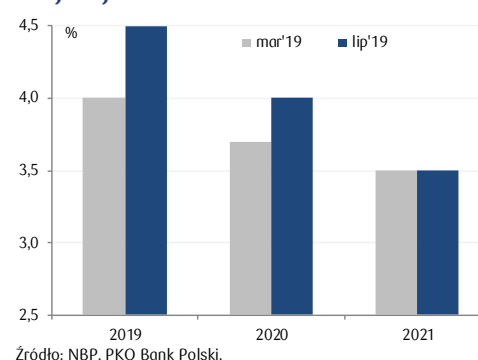
### Źródła niepewności dla prognozy

Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) zmiany cen regulowanych, (2) notowania złotego i cen surowców, (3) przełożenie presji kosztowej na ceny konsumpcyjne (4) tempo wzrostu cen nieruchomości.

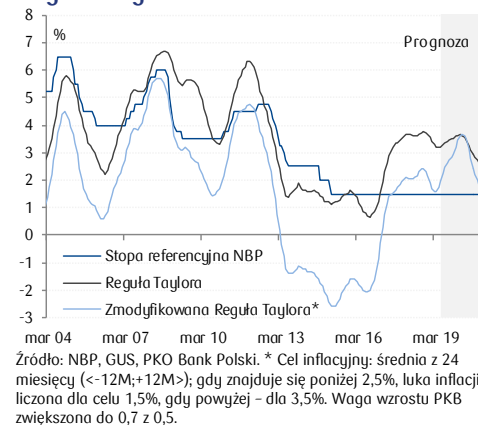
### Projekcja NBP vs prognozy PKO dla inflacji



### Projekcja NBP dla wzrostu PKB



### Reguła Taylora



## 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	-1,13	-1,23	-1,64	-2,57	-1,72	-1,25	-1,30	0,41	-1,64	-1,30
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	0,13	-0,44	-0,72	-1,09	-1,81	-1,62	-1,46	-1,21	0,90	-1,09	-1,21
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	0,9	1,9	3,8	1,5	1,1	1,1	0,6	0,5	1,9
Nominalny PKB (% r/r)	6,8	6,0	6,0	6,0	6,4	6,1	5,9	5,7	6,4	6,2	6,0

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

## (7). Polityka fiskalna

### • Trendy bieżące

W 1q19 utrzymany został trend, w którym każdy kolejny kwartał przynosi nowy, najlepszy w historii wynik fiskalny. Deficyt sektora finansów publicznych (wg ESA2010, 4kw. skum) spadł do 0,1% PKB (vs 0,4% PKB w 2018). Nadwyżka pierwotna wyniosła 1,3% PKB, a szacowana przez nas strukturalna nadwyżka pierwotna 1,1% PKB (vs 1,1% i 1,0% PKB w 2018). Wynik fiskalny skorygowany o nadwyżkę inwestycji publicznych ponad zużycie kapitału publicznego wyniósł +2,3% PKB, co było 4. najlepszym wynikiem w UE (vs 6. miejsce wg stanu na koniec 2018). Dług publiczny w relacji do PKB w 1q19 wyniósł 49,1% (vs 48,9% na koniec 2018) ze względu na relatywnie duże zaawansowanie realizacji planu emisji obligacji na początku roku. Deficyt budżetu centralnego po 2q19 wyniósł 5,04 mld PLN (17,7% całorocznego planu). Chociaż ten wynik jest gorszy, niż w latach 2017-2018, to potwierdza, że kondycja finansów publicznych pozostaje dobra. Po stronie dochodowej najszybciej rosną wpływy z CIT i PIT (odpowiednio 18,8% r/r i 11,4% r/r na koniec czerwca), podczas gdy wyhamował wzrost dochodów z głównej kategorii dochodowej, tj. VAT (3,6% r/r). Za wzrostem dynamiki wydatków (14,3% r/r po 2q19) stoją: szybsza realizacja części świadczeń (UE, samorządy) oraz „owoce” pakietu fiskalnego (dotacja dla FUS po wypłacie 13 emerytury).

### • Prognoza średnioterminowa

Uwzględniając niewielkie obniżenie nominalnej dynamiki PKB oraz strukturę inflacji (silne wzrosty w relatywnie mało opodatkowanej kategorii żywność) dynamika dochodów może nadal spowalniać, co pokazuje, że przestrzeń do wzrostu wydatków w 2020 w ramach obecnej reguły wydatkowej jest bardzo ograniczona. Jednocześnie strona wydatkowa pokazuje brak zagrożeń w realizacji ustawy budżetowej na 2019. Dobre wyniki sektora samorządowego (11 mld PLN nadwyżki na koniec 1q19) pozwalają na utrzymanie silnej dynamiki wydatków majątkowych (31% r/r po 1q19), co powinno doprowadzić do ponownego przyspieszenia inwestycji publicznych (3,6% r/r w 1q19). Skutkiem będzie wzrost deficytu sektora w kolejnych kwartałach (do 1,1% PKB na koniec 2019). Pełna realizacja dochodów jednorazowych zaplanowanych na 2020 (m.in. opłata przekształceniowa OFE, aukcja częstotliwości 5G, sprzedaż praw do emisji CO2), oznacza, że deficyt sektora może być mniejszy niż prognozowane przez nas w bazowym scenariuszu 1,0% PKB.

### • Źródła niepewności dla prognozy

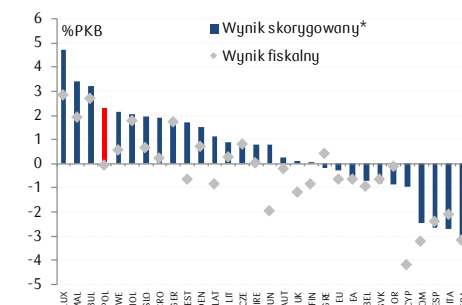
Główne źródła niepewności to: (1) skala poprawy ściągalskości podatków, (2) stan cyklicznego komponentu dochodów, (3) ograniczenia podażowe absorpcji środków z UE, (4) okres wyborczy i związane z nim możliwe nowe obietnice wydatkowe.

### Polityka fiskalna†

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

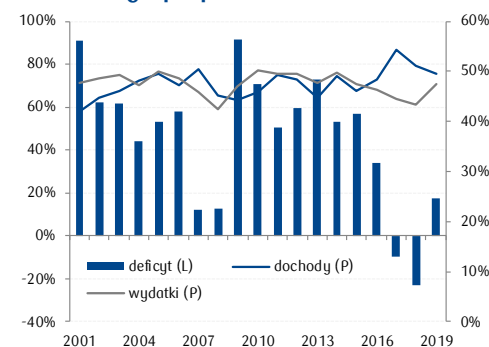
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski. † dane kwartalne sa ilorazem czterokwartalnych sum kroczacuch.

### Wynik fiskalny (ESA) skorygowany o inwestycje publiczne\*



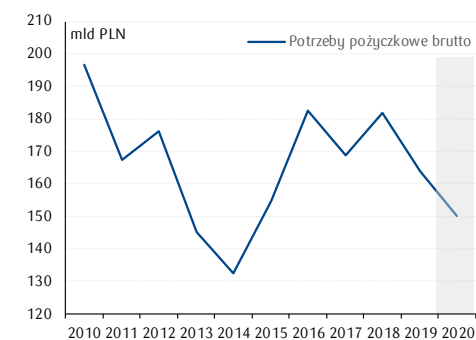
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. \*o nadwyżkę inwestycji publicznych ponad zużycie kapitału publicznego.

### Zaawansowanie wykonania budżetu centralnego po połowie roku



Źródło: MinFin, PKO Bank Polski.

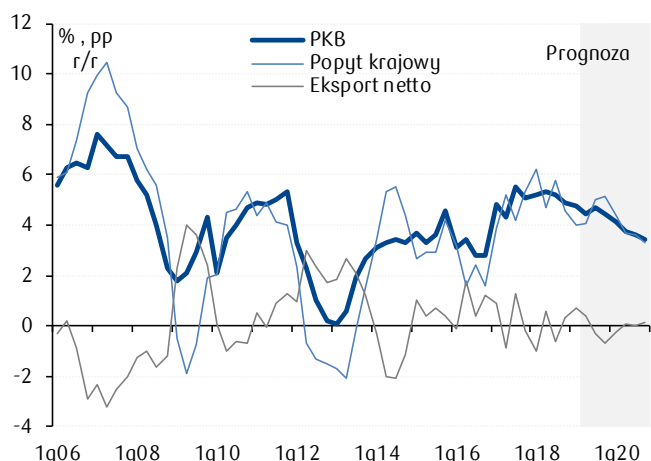
### Potrzeby pożyczkowe brutto



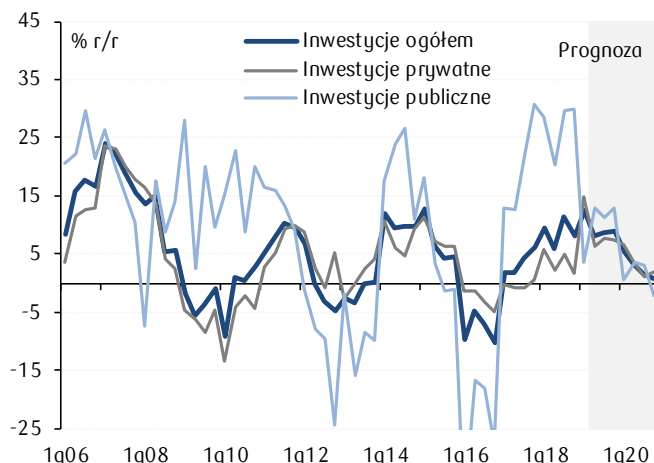
Źródło: MF, PKO Bank Polski.



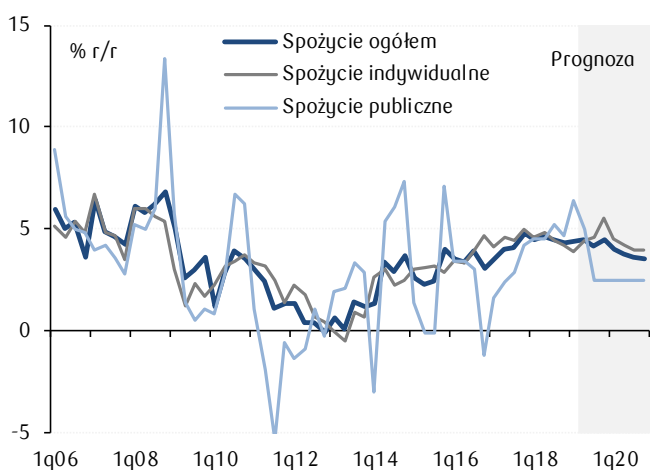
**Realny PKB**



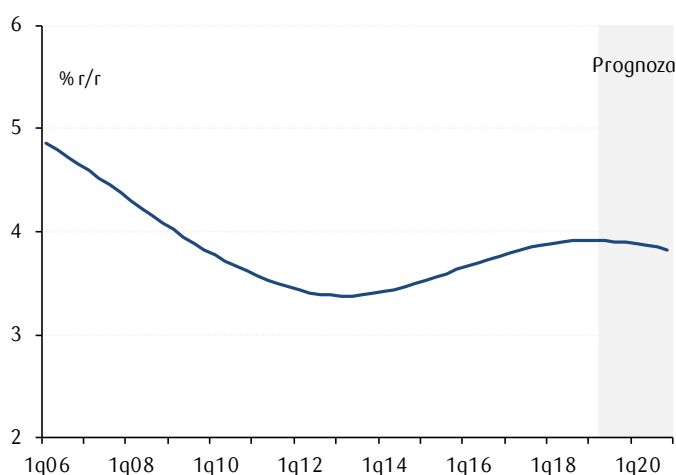
**Popyt inwestycyjny**



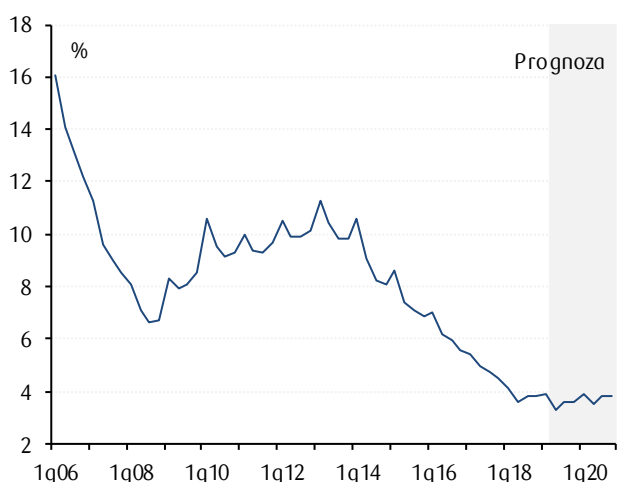
**Popyt konsumpcyjny**



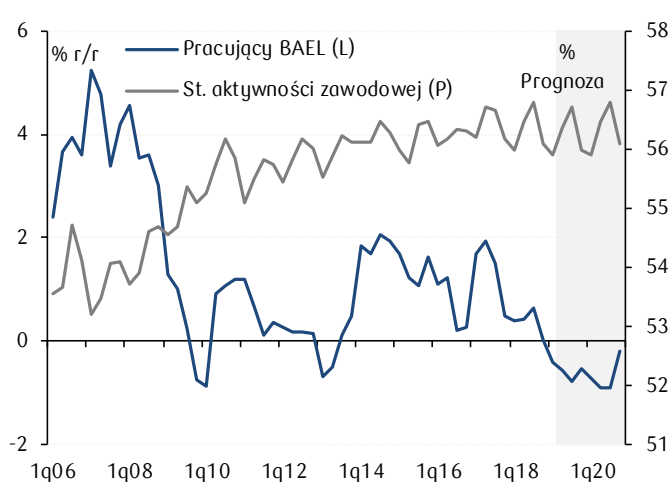
**Produkt potencjalny\***



**Stopa bezrobocia BAEL\*\***

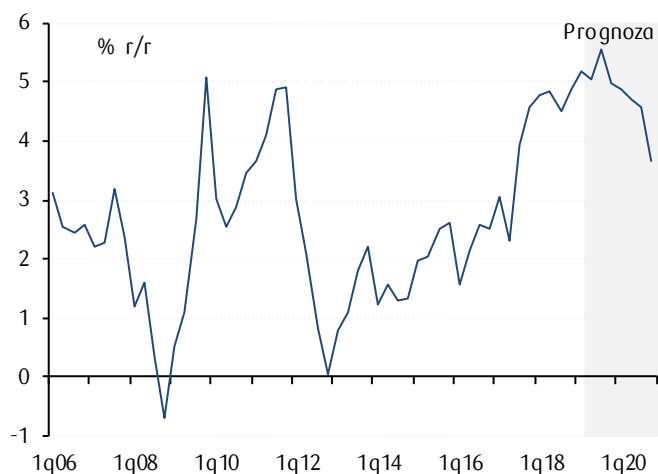


**Pracujący BAEL i aktywność zawodowa\*\***

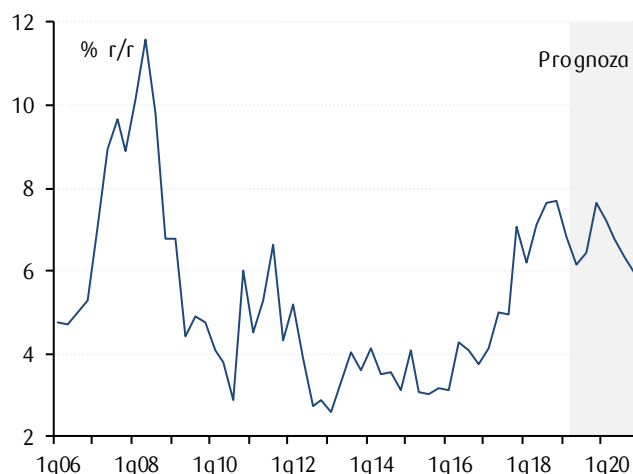


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych, \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

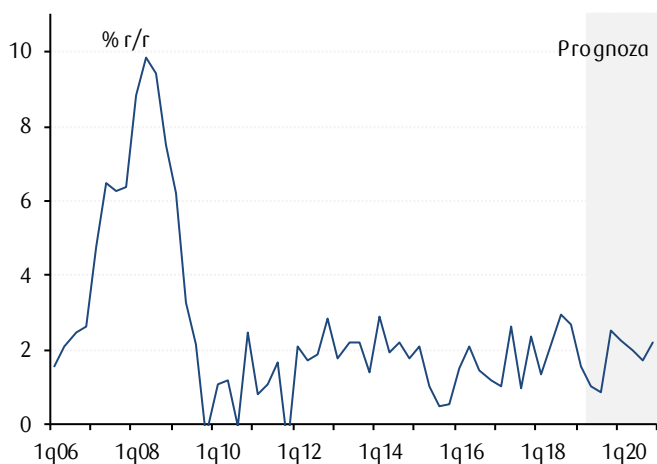
**Wydajność pracy\***



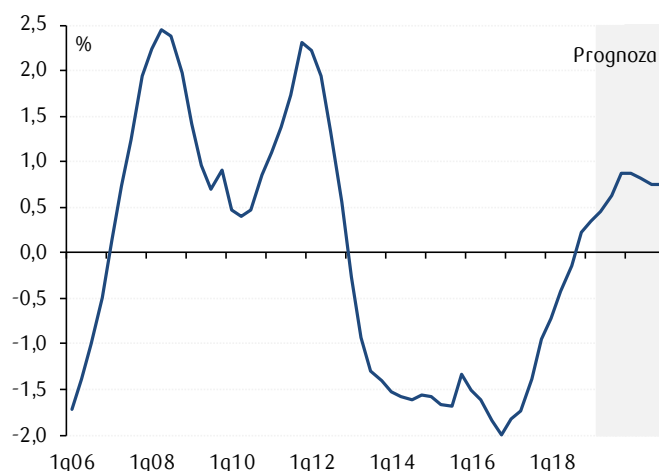
**Płace w gospodarce narodowej**



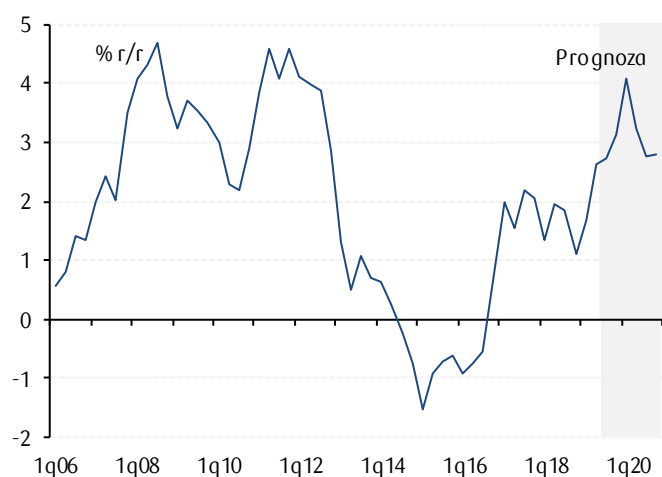
**Jednostkowe koszty pracy\***



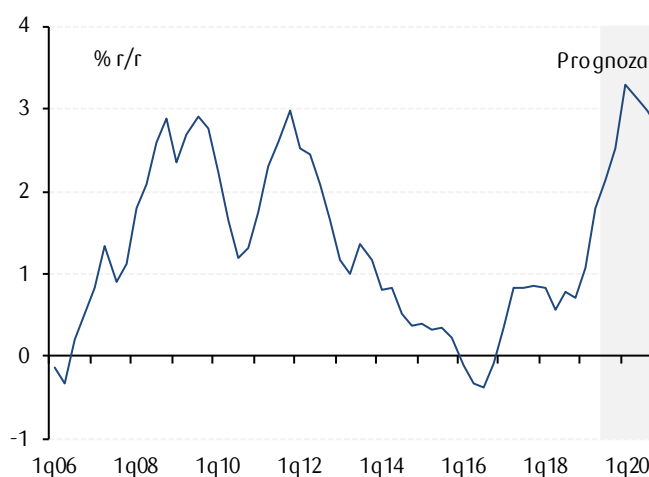
**Luka popytowa**



**Inflacja CPI**

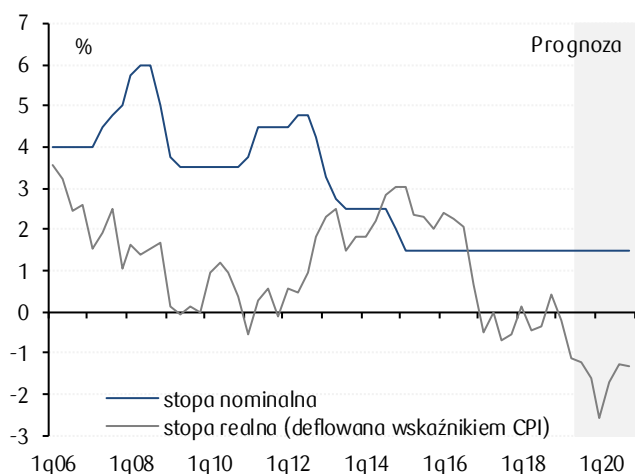


**Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)**

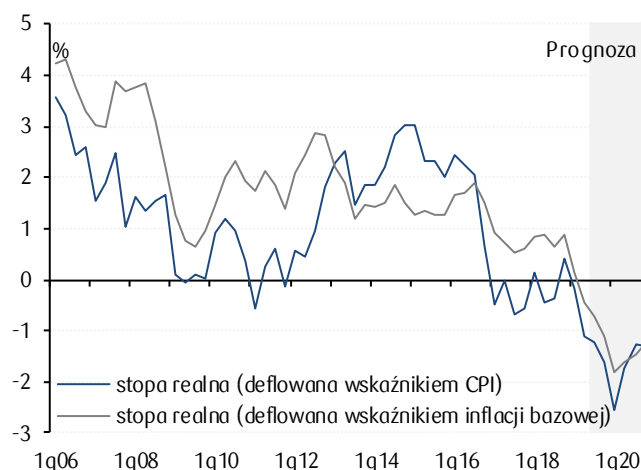


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

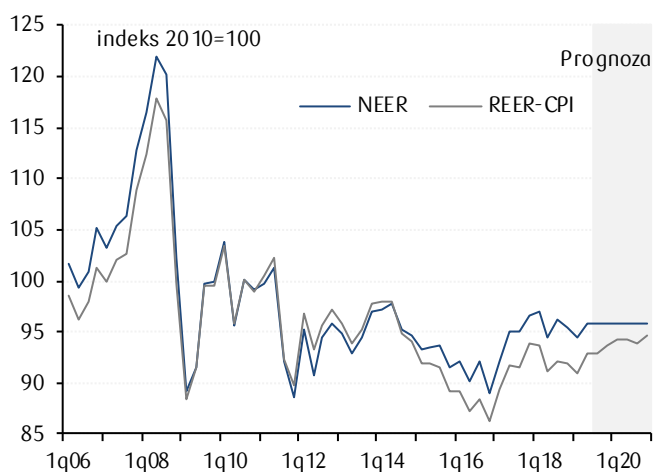
Stopy nominalne vs realne



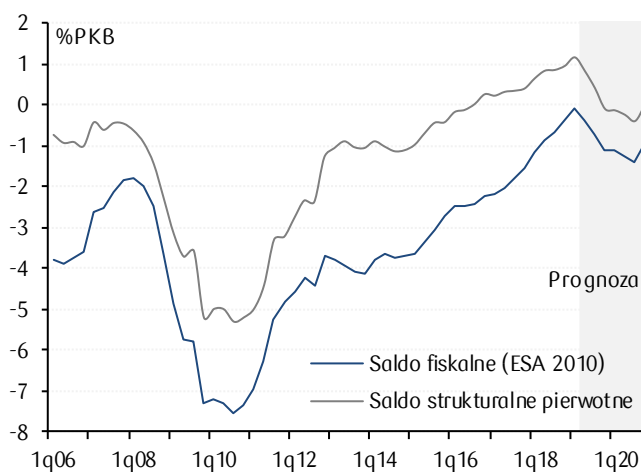
Stopy realne



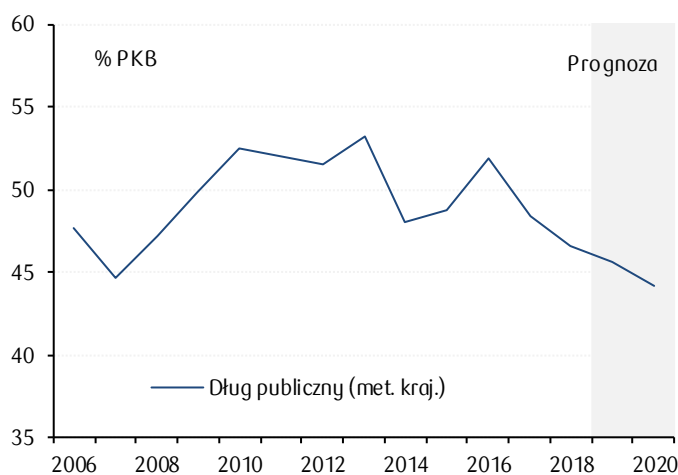
Założenia dotyczące NEER i REER\*



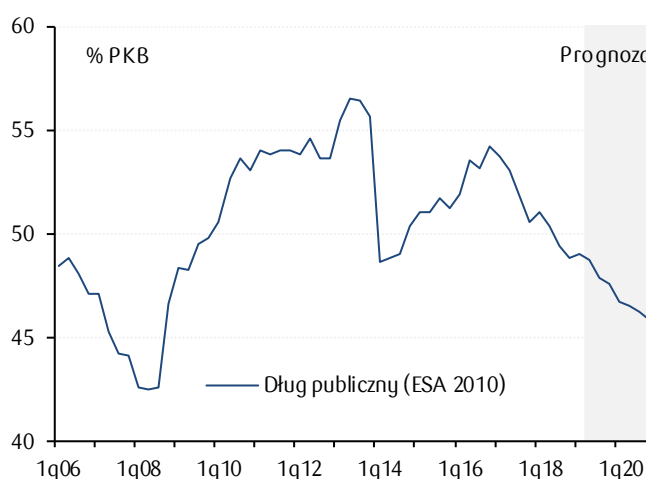
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

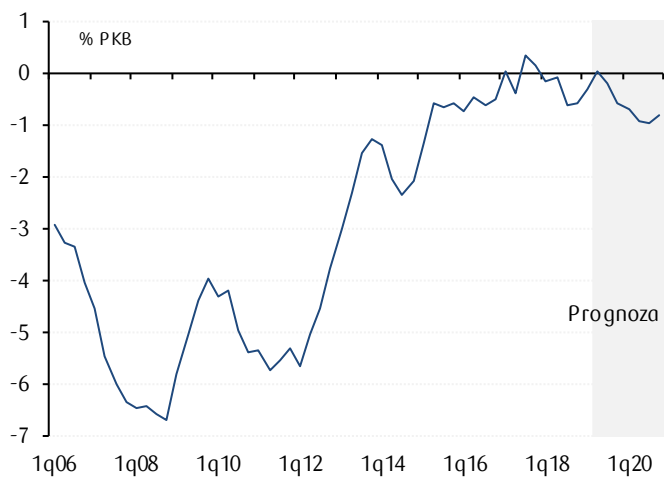


Dług publiczny (ESA 2010)

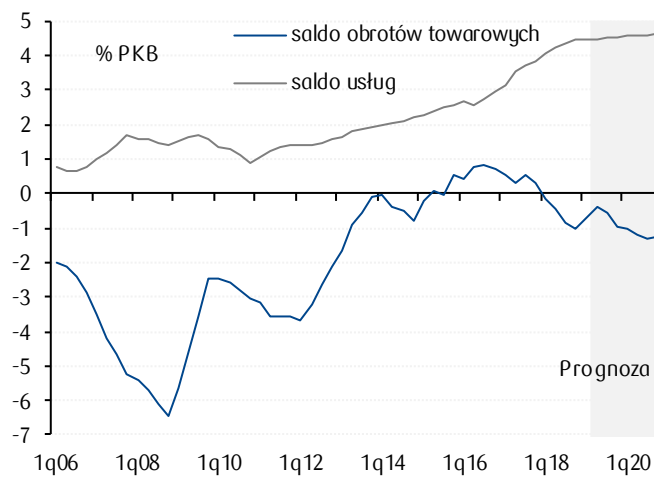


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.\*wzrost oznacza aprecjacje.

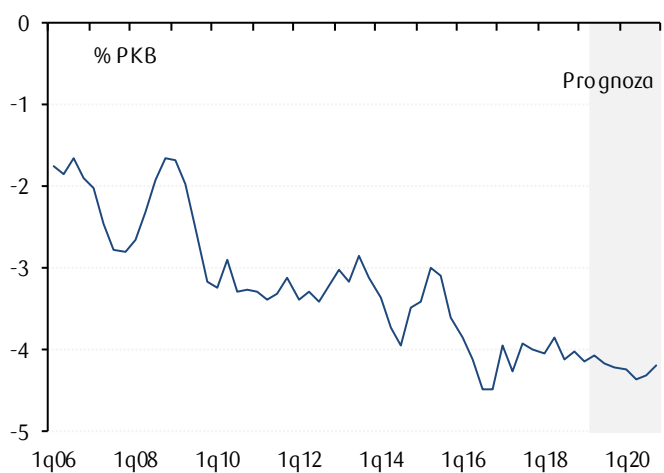
### Saldo rachunku obrotów bieżących



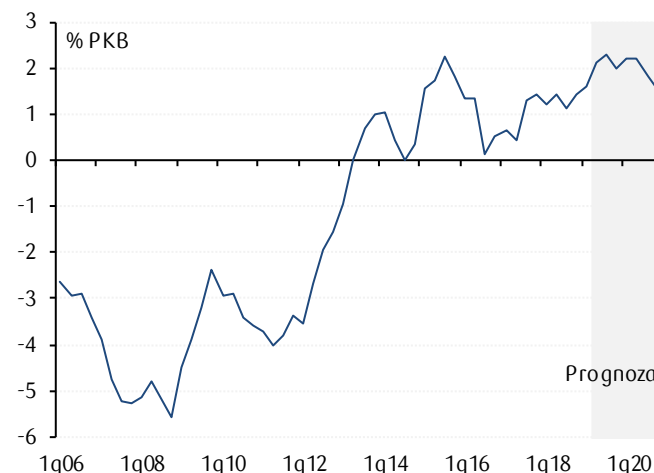
### Saldo handlu zagranicznego



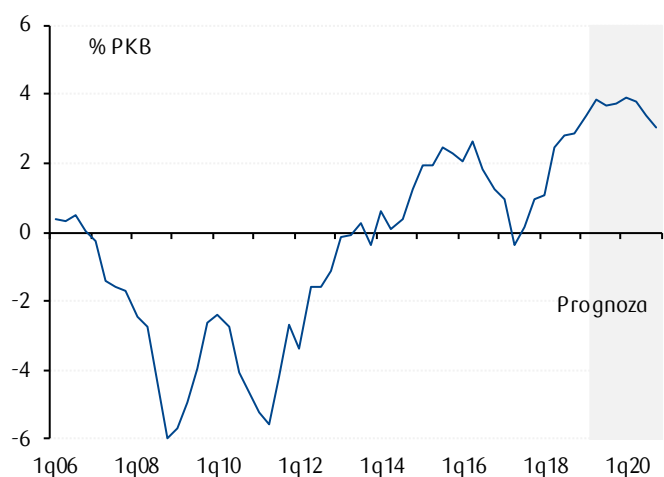
### Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



### Saldo CAB i CAP\*



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



### Zadłużenie zagraniczne



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

## Roczne wskaźniki makroekonomiczne

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Sfera realna</b>										
Realny PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,6	3,7
Popyt krajowy (% r/r)	4,2	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,5	4,8	3,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,6	4,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	9,3	2,3
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	3,3	0,0	0,3	4,2	3,5	1,1	4,1	5,1	5,2	3,4
Zapasy (pkt. proc.)	0,9	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,2	0,8	0,4	-0,4	0,4
Eksport netto (pkt. proc.)	0,8	2,1	2,0	-1,5	0,5	0,8	0,0	-0,2	0,0	0,0
Produkt potencjalny (% r/r)	3,5	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9
Nominalny PKB (mld PLN)	1567	1629	1657	1720	1800	1861	1989	2116	2247	2382
<b>Rynek pracy</b>										
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	5,4	5,6
Place nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,5	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	6,8	6,6
Wydajność pracy (% r/r)	4,4	1,5	1,5	1,4	2,3	2,2	3,5	4,8	5,2	4,5
ULC (% r/r)	0,8	2,1	1,9	2,2	1,0	1,6	1,7	2,3	1,5	2,0
<b>Procesy inflacyjne</b>										
Inflacja CPI (% r/r)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,3
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	0,9
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	0,1	0,6
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,1	1,8
Inflacja bazowa (% r/r)	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,1
Deflator PKB (% r/r)	3,2	2,4	0,3	0,6	0,8	0,4	1,9	1,1	1,6	2,2
<b>Agregaty monetarne</b>										
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	4,9	4,7
Kredyty ogółem (mld PLN)	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,7	1348,2	1436,3
Kredyty ogółem (% r/r)	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,5	7,0	6,5
Depozyty ogółem (mld PLN)	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1394,3	1492,4
Depozyty ogółem (% r/r)	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	7,3	7,0
<b>Bilans płatniczy</b>										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,6	-0,8
Bilans handlowy (% PKB)	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,3	-1,0	-0,9	-1,3
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,2	1,9	2,1	1,7
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,5	71,7	69,8	72,7	71,8	76,4	66,9	63,9	59,8	56,0
<b>Polityka fiskalna</b>										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-1,1	-1,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-2,3	-1,1	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,3	0,3
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-3,2	-1,3	-1,0	-1,1	-0,4	0,3	0,4	1,0	-0,1	0,0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	54,1	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,9	47,6	45,9
<b>Polityka pieniężna</b>										
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	-1,64	-1,30
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,61	0,90	-1,09	-1,21
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	0,5	1,9

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

## Departament Analiz Ekonomicznych

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

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

[piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

(22) 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

(22) 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska

[marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl)

(22) 521 67 97

dr Marcin Czaplicki, CFA

[marcin.czaplicki@pkobp.pl](mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl)

(22) 521 54 50

Urszula Kryńska

[urszula.krynska@pkobp.pl](mailto:urszula.krynska@pkobp.pl)

(22) 521 51 32

dr Michał Rot

[michal.rot@pkobp.pl](mailto:michal.rot@pkobp.pl)

(22) 580 34 22

### Zespół Analiz Sektorowych

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

(22) 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek

[agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl](mailto:agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl)

(22) 521 81 22

dr Mariusz Dziwulski

[mariusz.dziwulski@pkobp.pl](mailto:mariusz.dziwulski@pkobp.pl)

(22) 521 81 88

Michał Koleśnikow

[michal.kolesnikow@pkobp.pl](mailto:michal.kolesnikow@pkobp.pl)

(22) 521 81 23

Piotr Krzysztofik

[piotr.krzyzstofik@pkobp.pl](mailto:piotr.krzyzstofik@pkobp.pl)

(22) 521 81 25

Wojciech Matysiak

[wojciech.matysiak@pkobp.pl](mailto:wojciech.matysiak@pkobp.pl)

(22) 521 51 80

Katarzyna Piętka-Kosińska

[katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl](mailto:katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl)

(22) 521 65 15

Filip Romanowski

[filip.romanowski@pkobp.pl](mailto:filip.romanowski@pkobp.pl)

(22) 521 87 39

Anna Senderowicz

[anna.senderowicz@pkobp.pl](mailto:anna.senderowicz@pkobp.pl)

(22) 521 81 24

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki

[marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl)

(22) 521 72 24

### 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.