

Gospodarka rozwinięta

- **Coraz więcej niepewności w globalnej gospodarce.** Dane za ostatnie miesiące potwierdziły, że wzrost gospodarczy na świecie traci impet. Wzmocniła się przy tym dywergencja pomiędzy mocnym wzrostem w USA (stymulacja fiskalna kosztem największego od 6 lat deficytu) a spowolnieniem w strefie euro i gospodarkach wschodzących. Prognozy dla globalnego wzrostu są obniżane. Główne czynniki ryzyka to: normalizacja polityki pieniężnej Fed, „wojny handlowe”, wzrost cen ropy (najwyższe poziomy od prawie 4 lat), wysokie prawdopodobieństwo „twardego brexitu” i rosnące obawy dotyczące sytuacji we Włoszech (spadek wiarygodności polityki fiskalnej na tle budżetu na 2019).
- **Kontynuacja zrównoważonego wzrostu PKB.** Dane za lipiec-wrzesień implikują, że dynamika PKB w 3q18 zgodnie z oczekiwaniami obniżyła się poniżej 5,0% r/r i polska gospodarka znalazła się w fazie umiarkowanego spowolnienia. Podstawą wzrostu PKB pozostaje konsumpcja wspierana przez mocny wzrost dochodów gospodarstw domowych. Inwestycje są pod negatywnym wpływem ograniczeń podaży (niedobór podaży pracy i znaczny wzrost kosztów). „Spłaszczenie” oczekiwanej ścieżki wzrostu inwestycji jest korzystne dla stabilności gospodarki.
- **Bezrobocie niskie jak w Niemczech.** Przejawem poprawy sytuacji na krajowym rynku pracy jest spadek zharmonizowanej stopy bezrobocia w sierpniu do 3,4%. Tym samym, po raz pierwszy w historii stopa bezrobocia w Polsce jest równie niska jak w Niemczech, a niższą stopę bezrobocia w całej UE mają tylko Czechy. Przy rekordowo niskim bezrobociu źródłem podaży pracy jest rolnictwo i migracja. Miesięczne dane o płacach i zatrudnieniu za lipiec-wrzesień rozczarowały, sugerując, że kombinacja ograniczeń podaży i osłabienia popytu prowadzi do schłodzenia rynku pracy.
- **Inflacja porażona prądem?** Inflacja CPI w 3q18 osiągnęła tegoroczny szczyt (2,0% r/r średnio w kwartale), ale inflacja bazowa pozostała zaskakująco niska jak na obecną fazę cyklu koniunkturalnego oraz w porównaniu do innych gospodarek regionu. Przy stopniowym wzroście inflacji bazowej, kluczowe dla przyszłej ścieżki CPI będą ceny ropy naftowej oraz nośników energii. Wzrost hurtowych cen energii prawdopodobnie tylko w ograniczonym stopniu przełoży się na ceny konsumpcyjne. Szacujemy, że branżami najbardziej narażonymi na wzrost kosztów nośników energii są: transport publiczny, zarządzanie nieruchomościami oraz produkcja żelaza i materiałów budowlanych.
- **Coraz niższy deficyt fiskalny i podwyższenie ratingu.** Utrzymywanie się silnego wzrostu bazy podatkowej (konsumpcja i import, fundusz płac, wyniki firm), wzrost liczby zagranicznych pracowników płacących składki do FUS oraz dalsza poprawa ściągальności podatków przekłada się na redukcję deficytu fiskalnego (prognozujemy tylko 1,2% PKB w 2018 i 1,7% PKB w 2019). Utrzymywanie dyscypliny fiskalnej oraz zrównoważony wzrost gospodarczy (znaczny wzrost realnych dochodów bez narastania nierównowagi zewnętrznej) było jedną z przyczyn podwyższenia ratingu Polski przez agencję S&P.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

[@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)

Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu

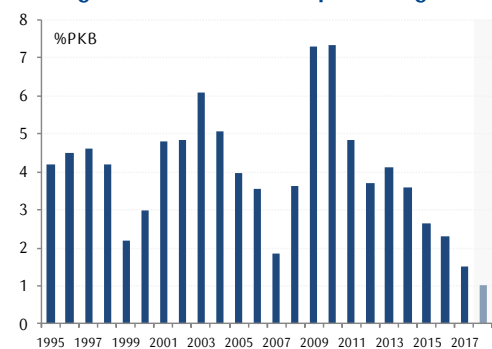
Marcin Czaplicki
Ekonomista

Urszula Kryńska
Ekonomistka

Michał Rot
Ekonomista

Mateusz Sosiński
Stażysta

Deficyt sektora finansów publicznych



Źródło: Eurostat, MF, PKO Bank Polski.

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Realny PKB (% r/r)	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,1	4,8	4,6	4,9	3,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,4	5,0	4,7	4,5	4,2	3,6	3,5	3,5	3,5	3,3
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,0	1,8	1,9	2,2	1,5	1,7	2,0	1,7	1,7	2,4
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	0,3	0,8	0,8	0,9	0,8	0,6	0,8	1,0	0,8	1,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,0	-0,4	0,3	0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Saldo fiskalne (% PKB)**	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,2	-1,1	-1,0	-1,2	-1,2	-1,7
Dług publiczny (% PKB)**	53,9	53,3	52,0	50,6	51,3	50,7	49,9	50,4	50,4	49,2
Stopa referencyjna NBP (%)	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.

(1). Otoczenie zewnętrzne

Trendy bieżące

Dane za ostatnie miesiące potwierdziły, że wzrost gospodarczy na świecie traci impet. Wzmocniła się przy tym dywergencja pomiędzy mocnym wzrostem w USA (stymulacja fiskalna kosztem największego od 6 lat deficytu) a spowolnieniem w strefie euro i gospodarkach wschodzących. Spowolnienie w strefie euro jest związane ze słabszym popytem zewnętrznym (komponent nowych zamówień eksportowych w PMI) i idzie w parze z ograniczeniem wolumenu światowej wymiany handlowej. Ekspansja w USA trwa dzięki impulsowi fiskalnemu (obniżka podatków), który wspiera popyt krajowy. Na kondycję gospodarek wschodzących istotny wpływ mają rosnące ceny surowców energetycznych (odmienny w przypadku eksporterów i importerów). Dla Chin kluczową kwestią są relacje handlowe z USA, i wprowadzenie 24 września ceł na import towarów z Chin o wartości 200 mld USD. Zaostrzeniu polityki pieniężnej Fed (we wrześniu trzecia w tym roku i ósma w cyklu podwyżka stóp) towarzyszy powolne przejście do normalizowania polityki EBC (zakończenie QE z końcem 2018, ale utrzymywanie rekordowo niskich stóp co najmniej do końca lata 2019). W 3q18 stopy podniósł Bank Anglii (sierpień) i Norges Bank (wrzesień). Cykl podwyżek stóp kontynuował czeski bank centralny (we wrześniu trzecie z rzędu posiedzenie z podwyżką).

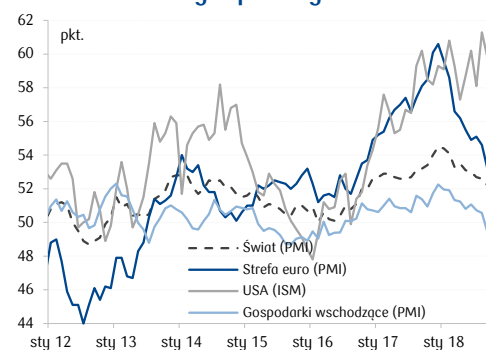
Prognoza średnioterminowa

W 2019 impuls fiskalny w USA będzie słabszy niż w 2018, ale wciąż pozytywny, co powinno zapewnić, że nawet przy opóźnionych skutkach normalizacji polityki pieniężnej Fed amerykańska gospodarka nadal będzie rosła szybciej niż strefa euro. Europejska gospodarka jest znacznie bardziej wrażliwa na trwające obecnie wyhamowanie globalnego handlu (por. wykres). Dodatkowymi czynnikami wpływającymi negatywnie na aktywność gospodarczą w strefie euro są: 1) ryzyko nieuporządkowanego brexitu oraz 2) obawy o sytuację we Włoszech. Znaczny wzrost rentowności 10-letnich obligacji Włoch odzwierciedla niepokój inwestorów związany z polityką fiskalną nowego rządu w Rzymie i rodzi ryzyko niekontrolowanego przyrostu długu publicznego oraz problemów sektora bankowego, co mogłoby negatywnie odbić się na wzroście gospodarczym całej strefy euro.

Czynniki ryzyka dla prognozy

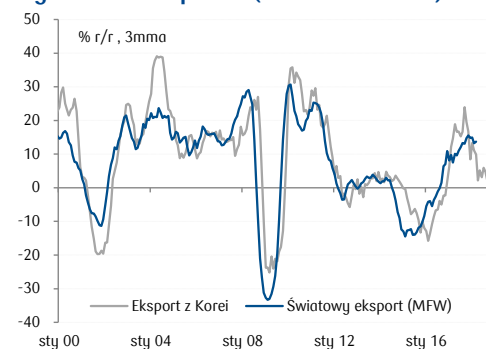
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) działania protekcyjnistyczne i eskalacja „wojen handlowych”, (2) korekta cen aktywów, (3) realizacja scenariusza „twardego” brexitu, (4) zaostrzenie problemów fiskalnych Włoch.

PMI w światowym przemyśle



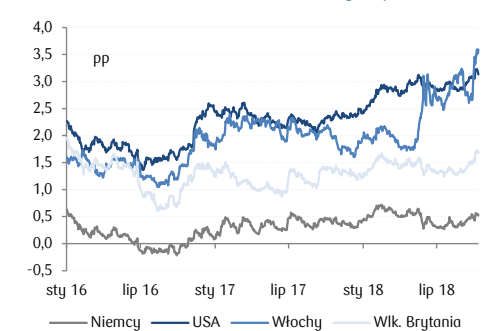
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Dynamika eksportu (Korea vs świat)



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Rentowności 10-letnich obligacji



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Otoczenie zewnętrzne

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	2,0	2,5	2,8	2,7	2,4	2,2	2,0	1,8	1,9	1,7
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,7	2,0	1,9	1,8	1,8
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
USA: Realny PKB* (% r/r)	1,8	3,0	2,8	2,3	2,2	4,2	3,0	2,9	2,9	2,5
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,5	1,9	2,0	2,1	2,2	2,7	2,7	2,5	2,6	2,4
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	3,00
Chiny: Realny PKB (% r/r)	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	6,7	6,5	6,5	6,6	6,4
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,4	1,4	1,6	1,8	2,2	1,8	2,1	2,1	2,1	2,3
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30	4,30

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

(2). Sfera realna

Trendy bieżące

Dane za lipiec-wrzesień implikują, że **dynamika PKB w 3q18 obniżyła się umiarkowanie** (4,7-5,0% r/r vs 5,1% r/r w 2q18) i potwierdzają, że wraz z osłabieniem globalnego wzrostu gospodarczego polska gospodarka wchodzi w późną fazę cyklu koniunkturalnego (por. zegar koniunktury). Inwestycje publiczne napotykać na barierę w postaci niewystarczających mocy produkcyjnych, a dynamika inwestycji prywatnych (biorąc pod uwagę m.in. dynamikę importu oraz potencjalne niedoskonałości statystyk pomiaru popytu inwestycyjnego, por. wykres obok) jest nadal umiarkowana. Głównym motorem wzrostu w 3q18 była nadal konsumpcja, którą wspierają rosnące dochody i dobre nastroje konsumentów. Wkład eksportu netto był wg naszych szacunków nieznacznie ujemny.

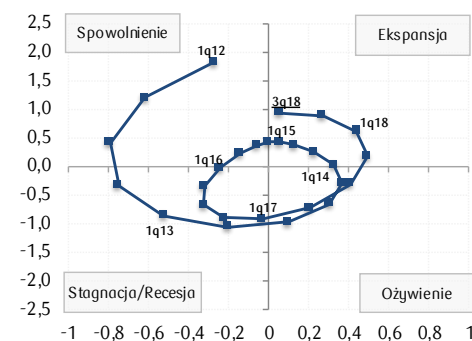
Prognoza średnioterminowa

Nasze prognozy wzrostu gospodarczego w Polsce nie ulegają istotnej zmianie. Przewidujemy, że wzrost PKB w 2018 wyniesie 4,9% (z ryzykiem niższego wyniku w związku z niedawną rewizją danych i podniesieniem dynamiki PKB do 4,8% za 2017). Ze względu na wyraźne hamowanie gospodarki strefy euro, w tym Niemiec, nadal prognozujemy, że w 2019 wzrost gospodarczy powróci w okolice potencjału (nasza prognoza: 3,7%). Oprócz pogorszenia koniunktury w otoczeniu zewnętrznym do spowolnienia przyczyni się również wynikający z czynników egzogenicznych wzrost inflacji (por. sekcja dotycząca procesów inflacyjnych na str. 5), który nie będzie zneutralizowany przez wzrost nominalnej dynamiki dochodów w 2019 (por. str. 4), co przełoży się na osłabienie wzrostu konsumpcji. Dynamika inwestycji pozostanie umiarkowana: inwestycje publiczne będą rosły w miarę stabilnie wraz z pojawiającymi się wolnymi mocami u wykonawców, a relatywnie krótki cykl inwestycyjny przedsiębiorstw będzie dobiegał końca. Osłabienie wzrostu aktywności inwestycyjnej firm będzie się wiązało ze znacznym pogorszeniem oceny siły popytu zewnętrznego oraz wzrostem niepewności (brexit, obawy związane z polityką fiskalną Włoch, zmiany relacji handlowych USA-Chiny) oraz z utrzymującymi się ograniczeniami podaży na krajowym rynku pracy.

Czynniki ryzyka dla prognozy

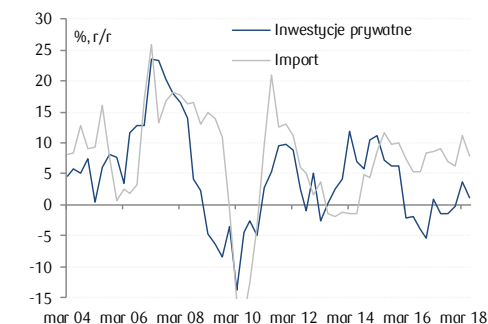
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) stan globalnej koniunktury (podwyżki stóp Fed, „wojny handlowe”, włoski budżet, „twardy” brexit), (2) skala i tempo absorpcji środków UE, (3) deficyt podaży pracy i jego wpływ na aktywność inwestycyjną.

Zegar koniunktury* [PKO-PKB-CLOCK]



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *Szczegóły, por. Raport Specjalny „Monitorowanie gospodarki w czasie rzeczywistym”, 2012-10-17.

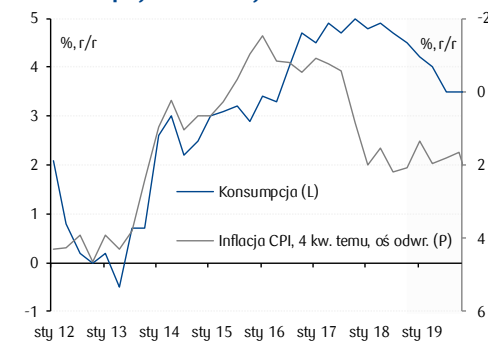
Import a inwestycje prywatne*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. Ostatnia obserwacja 2q18.

*inwestycje ogółem bez sektora general govt.

Konsumpcja a inflacja CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Realny PKB (% r/r)	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,1	4,8	4,6	4,9	3,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,9	5,5	3,9	4,9	6,5	4,8	5,0	5,1	5,3	4,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,5	4,9	4,7	5,0	4,8	4,9	4,7	4,5	4,7	3,8
Sprzedaż krajowa (% r/r)	3,4	3,6	4,0	4,8	4,6	4,6	4,4	4,3	4,4	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	1,4	1,3	3,6	5,4	8,1	4,5	5,1	6,8	6,1	4,9
Publiczne [‡] (% r/r)	4,8	12,7	21,7	30,4	32,4	17,4	9,7	14,4	15,7	7,4
Prywatne [‡] (% r/r)	0,8	-1,4	-1,4	-0,3	3,7	1,1	3,5	4,5	3,4	4,1
Zapasy (pkt. proc.)	0,5	1,9	-0,1	0,1	1,9	0,2	0,7	0,7	0,8	0,6
Eksport netto (pkt. proc.)	0,5	-1,5	1,3	0,0	-1,2	0,5	-0,2	-0,5	-0,4	-0,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,3	4,2	6,4	8,5	5,5	7,0	6,3	6,0	6,3	4,3
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,6	3,7	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7
Luka popytowa (% pot. PKB)	-1,4	-1,3	-1,0	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,4

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. ‡szacunki własne.

(4). Procesy inflacyjne

Trendy bieżące

Inflacja CPI w 3q18 osiągnęła tegoroczny szczyt (2,0% r/r w lipcu i sierpniu) za sprawą cen żywności oraz energii. Sprzyjająca pogoda na wiosnę przyczyniła się do spadku cen owoców, co pociągnęło w dół dynamikę cen żywności. Proinflacyjnie oddziaływały ceny paliw (osłabienie PLN i wzrost cen ropy). Inflacja bazowa pozostała zaskakująco niska jak na obecną fazę cyklu koniunkturalnego, a także w porównaniu do innych gospodarek regionu.

Prognoza średnioterminowa

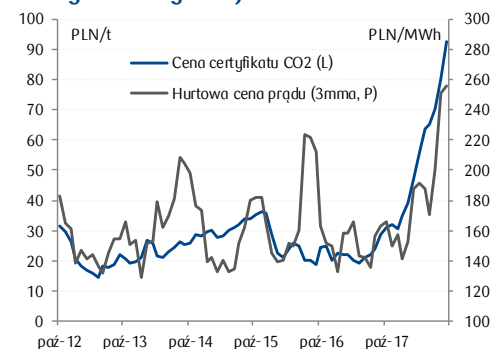
Susza w rolnictwie oznacza, że ceny żywności będą się kształtowały powyżej wzorca sezonowego, co ograniczy skalę ich tegorocznego spadku wynikającego z bardzo wysokiej bazy statystycznej (masło, jaja). W połączeniu z oczekiwaną przez nas stabilizacją cen ropy naftowej w okolicach 80 USD/b oznacza to, że inflacja CPI może do końca roku spaść w okolice 1,6-1,7% r/r z 1,9% r/r we wrześniu. Na początku przyszłego roku oczekujemy powrotu dynamiki cen żywności powyżej długookresowego trendu (co implikują ceny globalne) oraz utrzymania się stabilnych cen paliw (po przejściowym wzroście związanym z wprowadzeniem opłaty paliwowej). Głównym motorem zmian inflacji będą ceny energii (prądu, gazu i centralnego ogrzewania), które na razie nie będą (naszym zdaniem) w pełni odzwierciedlać procesów zachodzących na rynkach hurtowych (większych wzrostów cen detalicznych oczekujemy dopiero na początku 2020). Zakładany przez nas scenariusz umiarkowanego wzrostu cen energii oznacza, że średnioroczna inflacja wzrośnie do 2,4% w 2019 z 1,7% w 2018. Bilans ryzyka przechylony jest jednak w stronę wyższej dynamiki cen.

Rosnące ceny energii przełożą się na wzrost inflacji PPI, co w dłuższej perspektywie powinno znaleźć odzwierciedlenie w inflacji bazowej. Oczekujemy, że do tego czasu będzie ona jednak podążała jedynie umiarkowanym trendem wzrostowym i wyniesie blisko 2% na koniec 2019.

Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji są: (1) przełożenie rosnących hurtowych cen energii na inflację konsumencką, (2) zmiany kursu PLN, (3) wahania globalnych cen surowców i (4) skala wzrostu presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy.

Ceny certyfikatów CO₂ vs ceny hurtowe energii elektrycznej*



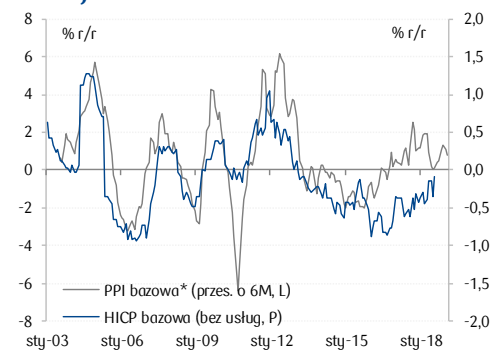
Źródło: CIRE, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. *średnia całodobowa.

Wpływ zmian cen ropy na inflację CPI

	Kurs walutowy (zmiana vs średni kurs USD/PLN we wrześniu 2018)						
	-20%	-10%	0%	10%	20%		
Ropa naftowa (zmiana vs cena USD/b we wrześniu 2018)	-30%	54,3	-0,97	-0,82	-0,66	-0,51	-0,35
	-20%	62,1	-0,80	-0,62	-0,44	-0,27	-0,09
	-10%	69,8	-0,62	-0,42	-0,22	-0,02	0,18
	0%	77,6	-0,44	-0,22	0,00	0,22	0,44
	10%	85,4	-0,27	-0,02	0,22	0,46	0,71
	20%	93,1	-0,09	0,18	0,44	0,71	0,97
	30%	100,9	0,09	0,38	0,66	0,95	1,24

Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. Przy założeniu stałych marż hurtowych.

Inflacja bazowa: PPI* vs CPI



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *Przetwórstwo z wyłączeniem rafinacji ropy naftowej i produkcji koksu.

Procesy inflacyjne

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Inflacja CPI† (% r/r)	2,0	1,5	2,2	2,1	1,3	2,0	1,9	1,7	1,7	2,1
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,0	1,8	1,9	2,2	1,5	1,7	2,0	1,7	1,7	2,4
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,8	0,8	1,1	1,4	1,0	0,8	0,5	0,3	0,7	0,5
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,9	0,5	0,3	0,4	0,1	0,6	1,0	0,8	0,6	0,9
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,5	0,6	0,5	0,9
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	0,3	0,8	0,8	0,9	0,8	0,6	0,8	1,0	0,8	1,6
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	4,4	2,8	2,8	1,7	0,1	2,5	3,1	3,7	2,4	3,6
Deflator PKB (% r/r)	1,8	1,9	2,5	1,6	1,0	0,4	2,0	2,2	1,4	2,2
ULC (% r/r)	1,4	2,9	1,3	2,6	1,3	2,3	3,3	3,7	2,7	2,6
Luka popytowa (% pot. PKB)	-1,4	-1,3	-1,0	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,4

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

(5). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Saldo obrotów bieżących w 3q18 nieznacznie się pogorszyło (do -0,3% PKB w sierpniu z 0,0% PKB w czerwcu), głównie za sprawą pogłębienia się deficytu towarowego. Wzrostowi dynamiki eksportu towarzyszyło wyraźne wzmocnienie importu, wynikające z: (1) wcześniejszych wzrostów cen ropy oraz (2) przyrostu importochłonnych inwestycji. Rewizje danych NBP potwierdziły, że spowolnienie dynamiki eksportu usług jest tylko nieznaczne i pozostaje ona na dwucyfrowym poziomie. Rosnąca nadwyżka w handlu usługami pozwala (mimo wzrostu deficytu towarowego) utrzymać bliski zbilansowania rachunek obrotów bieżących.

Prognoza średnioterminowa

Negatywne efekty wzrostu amerykańskiego protekcjonizmu, podwyżek stóp w USA i umocnienia USD widoczne w osłabieniu wzrostu w gosp. wschodzących przekładają się na spadek popytu na produkty ze strefy euro i pośrednio z Polski. Oznacza to, że dynamika eksportu może po przerwie kontynuować spowolnienie. Jednocześnie słabszy od naszych wcześniejszych oczekiwań wzrost inwestycji oraz stopniowo malejąca importochłonność eksportu oznaczają, że dynamika importu również spowolni, ograniczając presję na spadek salda towarowego. Mniejszy wzrost globalnego wolumenu handlu może stanowić barierę dla dalszej ekspansji branży transportowej, co mogłoby ograniczyć potencjał do wzrostu nadwyżki w usługach. W stronę wzrostu tej nadwyżki działa jednak rosnące znaczenie usług IT i BPO oraz turystyki. Tym samym uważamy, że eksport usług będzie nadal stanowił czynnik równoważący bilans obrotów bieżących.

Przy solidnym napływie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (saldo BIZ powróciło powyżej 2% PKB po przejściowym spadku wywołanym m.in. repolonizacją sektora bankowego) oraz rosnącym napływem środków z UE (rachunek kapitałowy) relacja zadłużenia zagranicznego do PKB będzie kontynuowała trend spadkowy.

Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zmiany kursowe, (2) ceny surowców (w szczególności ropy), (3) działania protekcjonistyczne na świecie i kondycja gospodarek wschodzących.

Równowaga zewnętrzna

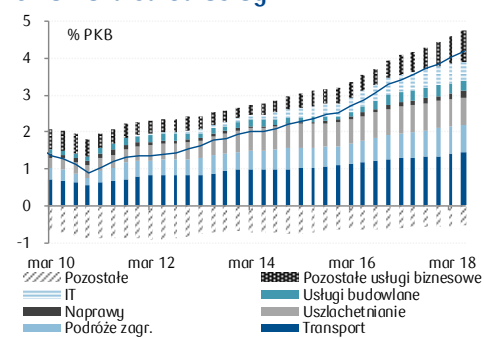
	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	0,0	-0,4	0,3	0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Bilans handlowy (% PKB)	0,6	0,3	0,5	0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-1,0
Eksport (% r/r)	15,2	11,8	14,5	13,6	5,2	5,4	6,2	5,7	5,7	4,5
Import (% r/r)	16,8	14,4	12,2	16,0	9,0	7,1	6,9	7,1	7,1	5,9
Saldo usług (% PKB)	3,2	3,6	3,7	3,9	4,0	4,2	4,3	4,3	4,3	4,5
Saldo do dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,8	-4,0	-3,7	-4,0	-4,0	-3,9	-3,8	-3,6	-3,6	-3,5
Saldo do dochodów wtórnych (% PKB)	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,6	0,8	1,0	1,3	1,4	1,5	2,0	2,0	2,0	2,6
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	2,6	0,1	-1,0	-1,3	0,3	-0,8	0,9	1,0	1,0	2,0
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	0,4	-0,5	-0,3	1,2	1,3	2,1	2,4	2,3	2,3	1,9
Zmiana rezerw (% PKB)*	-3,2	-0,3	0,5	1,5	0,0	0,6	-1,6	-2,1	-2,1	-3,6
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,1	-0,2	-0,8	-1,7	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,0	-0,9
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,5	71,1	69,7	67,1	67,0	66,7	65,4	63,9	63,9	59,9
Sektor publiczny (% PKB)	30,8	30,1	29,6	28,5	28,4	28,4	27,7	27,1	27,1	25,4
Sektor prywatny (% PKB)	41,7	41,0	40,1	38,6	38,6	38,3	37,6	36,8	36,8	34,4

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

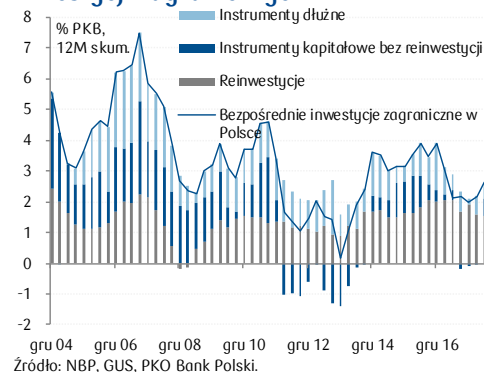
Cena ropy vs import ropy



Struktura salda usług



Struktura napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych



(6). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Stabilizacja inflacji bazowej poniżej 1,0% r/r, utrzymywanie się inflacji CPI poniżej celu NBP oraz oczekiwane spowolnienie wzrostu PKB sprawiają, że większość członków RPP jest niechętna podnoszeniu stóp. Po złagodzeniu postawy na wiosnę, we wrześniu nastąpiło przesunięcie w kierunku bardziej jastrzębiego nastawienia, jednak wciąż jedynie trzy osoby (K.Zubelewicz, E.Gatnar i Ł.Hardt) są oceniane przez ekonomistów jako jastrzębie. Podczas konferencji po posiedzeniu RPP w październiku, A.Głapiński wycofał się ze swoich wcześniejszych stwierdzeń, że stopy mogłyby pozostać stabilne też w 2020. Jednocześnie jednak retoryka członków Rady wskazuje, że nie przekroczenie celu punktowego NBP (2,5%), ale zbliżenie się do poziomu górnego odchylenia od celu (3,5%) mogłoby być czynnikiem, który doprowadzi do podwyżki stóp.

• Prognoza średnioterminowa

Wobec naszej prognozy inflacji, która wprawdzie przekroczy cel NBP, ale nie powinna się mocno od niego odchylić, nie widzimy przesłanek, które mogłyby skłonić obecną RPP do podniesienia stóp procentowych co najmniej do końca 2019. Naszym zdaniem Rada nie będzie chciała walczyć z inflacją kosztem pogłębienia spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Należy jednak podkreślić, że wzrosło prawdopodobieństwo scenariusza alternatywnego (podwyżki stóp), który mógłby się zmaterializować w 2020, w przypadku gwałtowniejszych niż zakładamy wzrostów cen energii przy braku oczekiwanego spowolnienia gospodarki.

W przypadku potrzeby złagodzenia polityki pieniężnej, prawdopodobieństwo obniżek stóp jest wg nas ograniczone ze względu na obawy o stabilność systemu finansowego. Poluzowanie monetarne mogłoby więc przybrać formę niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej (np. wskazywanego otwarcie przez NBP skupu obligacji korporacyjnych). Członkowie Rady obecni na konferencji prasowej po październikowym posiedzeniu zasugerowali, że w ciągu kilku miesięcy możemy poznać szczegóły analizowanych rozwiązań niestandardowych. Prezes NBP zdystansował się przy tym – wg naszej oceny – wobec narzędzi stosowanych na Węgrzech (np. aktywność na rynku IRS).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

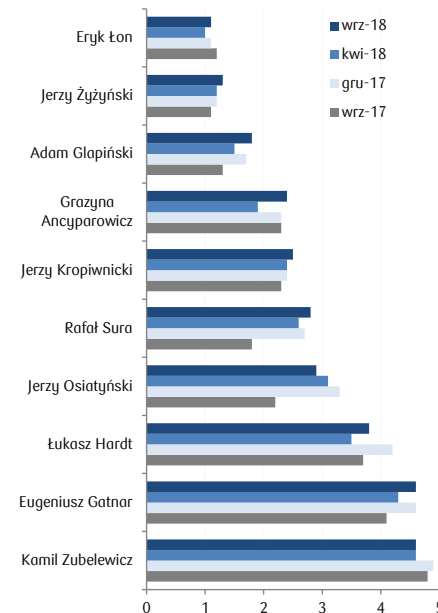
Główne czynniki ryzyka dla naszej prognozy stóp procentowych NBP to: (1) zmiany siły presji płacowej w najbliższych kwartałach, (2) zmiany kursu złotego i cen surowców, (3) polityka EBC oraz (4) tempo wzrostu cen nieruchomości.

Polityka pieniężna

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Stopa referencyjna (%)	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 (%)	-0,48	-0,03	-0,69	-0,56	0,15	-0,45	-0,39	-0,18	-0,18	-0,64
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	0,94	0,72	0,52	0,61	0,85	0,88	0,66	0,46	0,46	-0,26
Stopa lombardowa (%)	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
Stopa redysk. weksli(%)	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)	-0,1	5,1	3,3	8,6	5,0	-0,5	1,1	-1,3	1,0	-0,2
Nominalny PKB (% r/r)	6,2	5,9	7,8	6,6	6,3	5,6	6,9	6,9	6,1	6,0

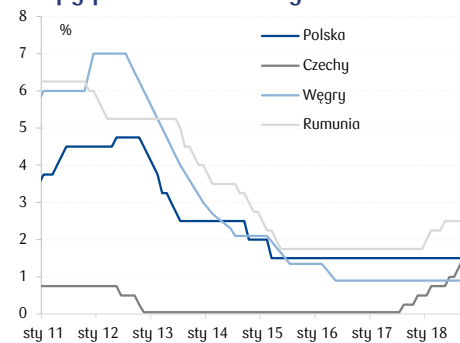
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

„Jastrzębiomierz”*



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

Stopy procentowe w regionie



Źródło: NBP, Datastream, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA2010) po 2q18 był bliski historycznego minimum z 1q18 (1,2% PKB). Dobra sytuacja fiskalna utrzymała się także w miesiącach wakacyjnych - po sierpniu budżet państwa odnotował nadwyżkę (1,1 mld zł), mimo szybszego wykonania części płatności odsetkowych w lipcu. Wzrost liczby obcokrajowców zarejestrowanych w ZUS przekłada się, obok silnego rynku pracy, na wzrost dochodów sektora ubezpieczeń społecznych (ZUS „zrezygnował” już z 8,5 mld zł dotacji do FUS z budżetu państwa) oraz ograniczenie wzrostu wydatków budżetu. Wzrost wydatków jest nadal umiarkowany, przy rosnącym udziale nakładów inwestycyjnych samorządów, które w pierwszej połowie roku prawie podwoiły się. Dług publiczny na koniec 2q18 wyniósł 50,7% PKB (wobec 51,3% po 1q18 oraz 50,6% PKB na koniec 2017). **Skor. o efekty kursowe przyrost długu publicznego w 2q18 wyniósł 0,3% PKB r/r i był rekordowo niski (por. wykres obok).**

Prognoza średnioterminowa

Deficyt budżetowy w 2018 może być o 15-20 mld zł niższy od zaplanowanego. W strukturze dochodów wyraźnie wyższe od planu będzie wykonanie dochodów podatkowych (PIT, CIT, VAT, por. tabela obok), natomiast wyraźnie niższa od planu będzie dotacja do FUS. Umiarkowany wzrost wydatków bieżących (poniżej tempa nominalnego wzrostu PKB), jeżeli utrzyma się w przyszłym roku, powinien sprzyjać wykonaniu przyszłorocznego budżetu. Spodziewamy się, że mimo niższej dynamiki wzrostu gospodarczego w przyszłym roku, dalszy wzrost bazy podatkowej i poprawy ściągalskości podatków (głównie VAT) będzie sprzyjał wykonaniu głównych kategorii dochodowych. Wstępnie szacujemy, że deficyt budżetu państwa w 2019 może być o ok. 5-10 mld zł niższy niż zaplanowano. Pozytywny dla całości finansów publicznych jest także utrzymujący się brak oznak nierównowagi fiskalnej samorządów, mimo iż zazwyczaj była ona silnie skorelowana z dynamiką inwestycji (wzrostom inwestycji towarzyszył zazwyczaj deficyt budżetowy). W sumie szacujemy, że **całkowity deficyt fiskalny w 2018 może wynieść 1,2% PKB, a w 2019 (kulminacja wykorzystania funduszy UE) 1,7% PKB.**

Czynniki ryzyka dla prognozy

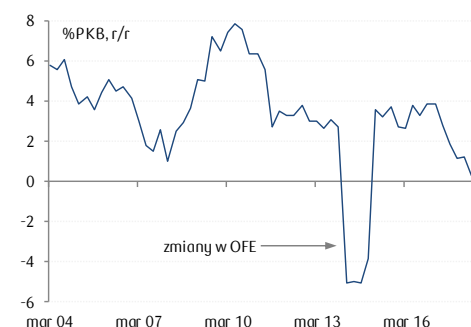
Główne czynniki ryzyka to: (1) presja na wzrost kosztów pracy w sektorze publicznym, (2) skala poprawy ściągalskości podatków, (3) stan cyklicznego komponentu dochodów, (4) ograniczenia podażowe absorpcji środków z UE.

Polityka fiskalna†

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,2	-1,1	-1,0	-1,2	-1,2	-1,7
Dochody (% PKB, ESA2010)	39,0	39,1	39,2	39,6	40,0	40,3	40,5	40,7	40,7	40,6
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,1	41,1	40,9	41,2	41,2	41,5	41,5	42,0	42,0	42,4
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,3	0,3	-0,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,1	0,2	0,3	0,1	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	-0,3
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	53,9	53,3	52,0	50,6	51,3	50,7	49,9	50,4	50,4	49,2
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,3	x	x	x	-0,9	-0,9	-0,9
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,7	x	x	x	-1,6	-1,6	-1,8
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	48,4	x	x	x	47,2	47,2	46,5

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

Zmiana długu publicznego (skor. o FX)



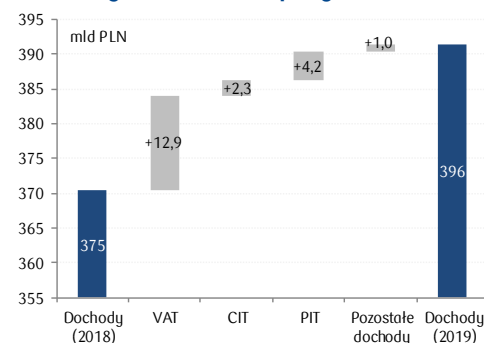
Źródło: Eurostat, NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Budżet państwa – prognoza PKO

mld zł	2018	2019
Dochody, w tym:	370,4	391,5
-VAT	171,3	184,8
-akcyza	71,1	73,1
-CIT	36,5	38,8
-PIT	59,9	64,1
Wydatki	389,3	412,6
Deficyt	-18,9	-21,1

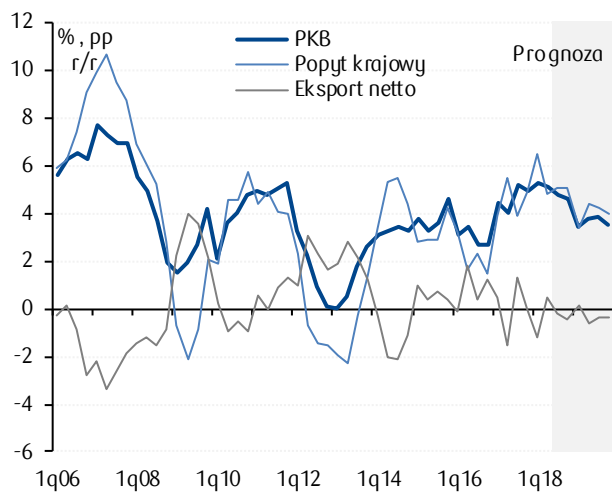
Źródło: PKO Bank Polski.

Dochody budżetowe – prognoza PKO

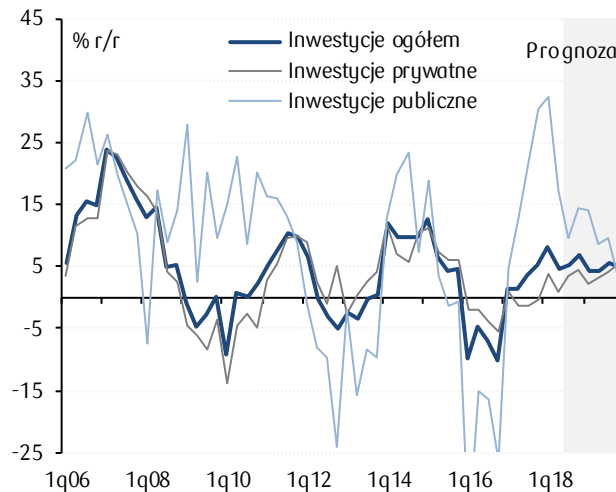


Źródło: PKO Bank Polski.

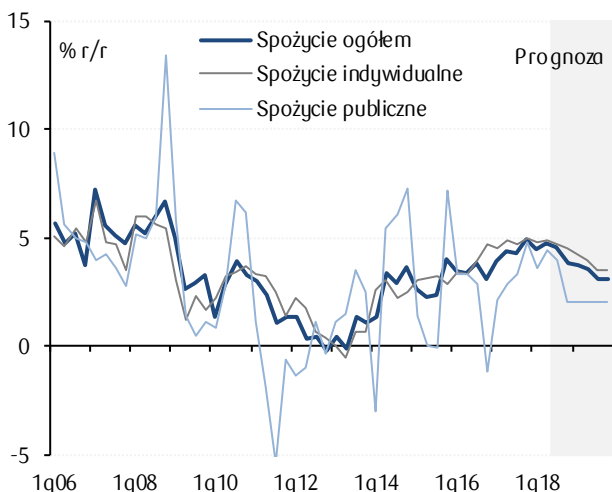
Realny PKB



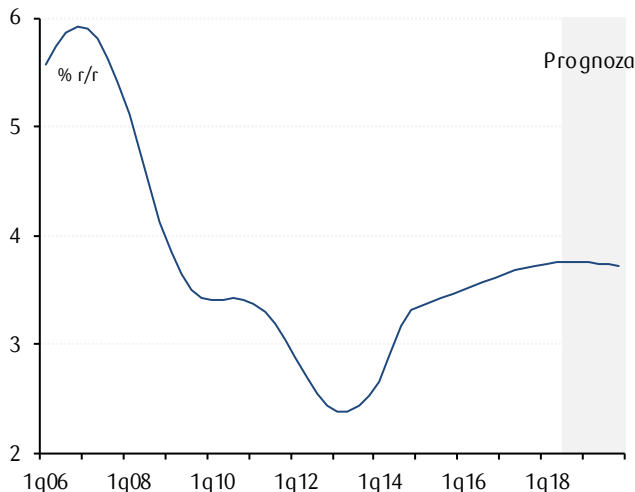
Popyt inwestycyjny



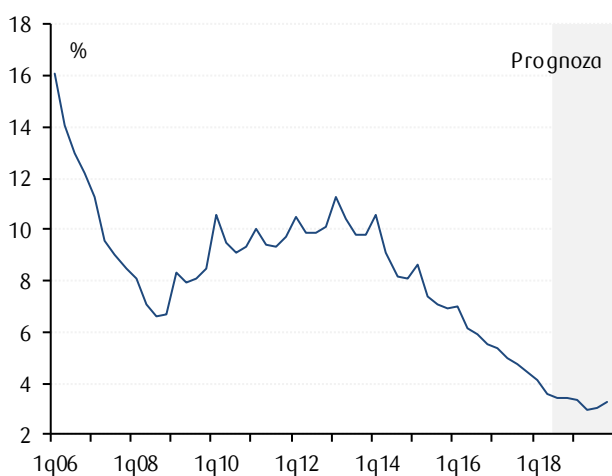
Popyt konsumpcyjny



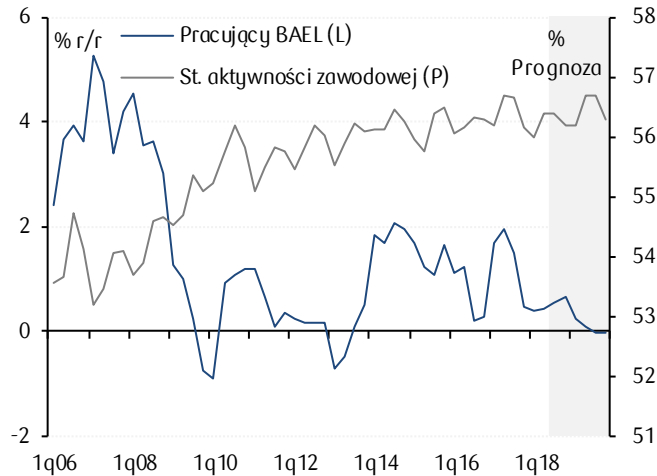
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

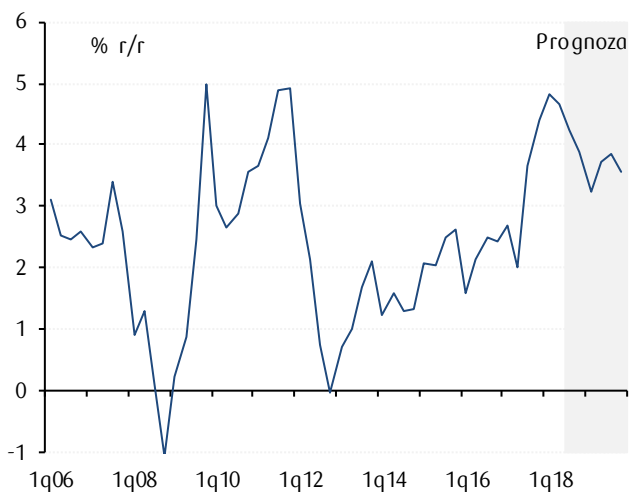


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

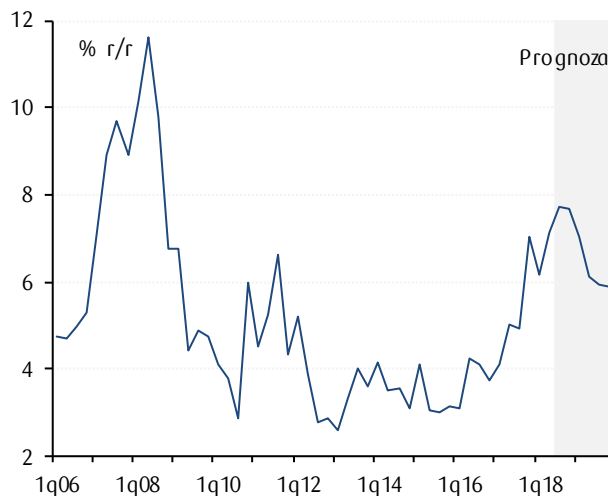


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych. **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

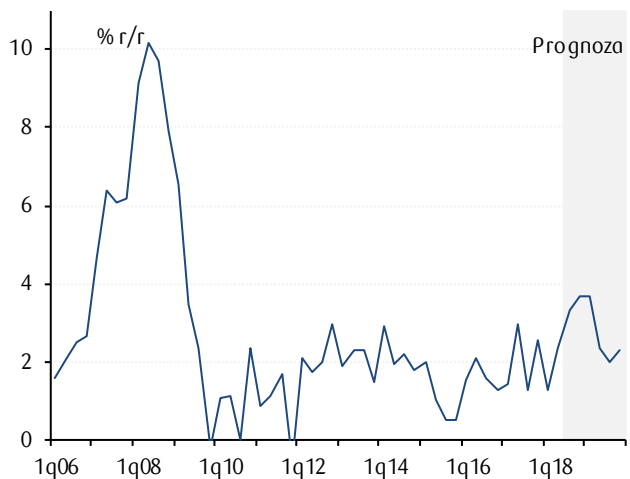
Wydajność pracy*



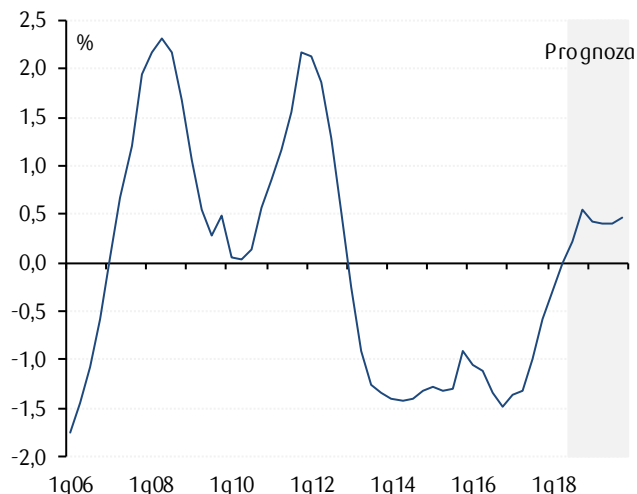
Płace w gospodarce narodowej



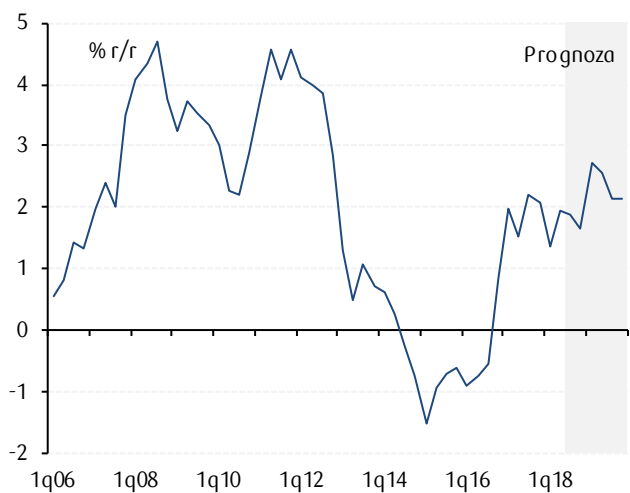
Jednostkowe koszty pracy*



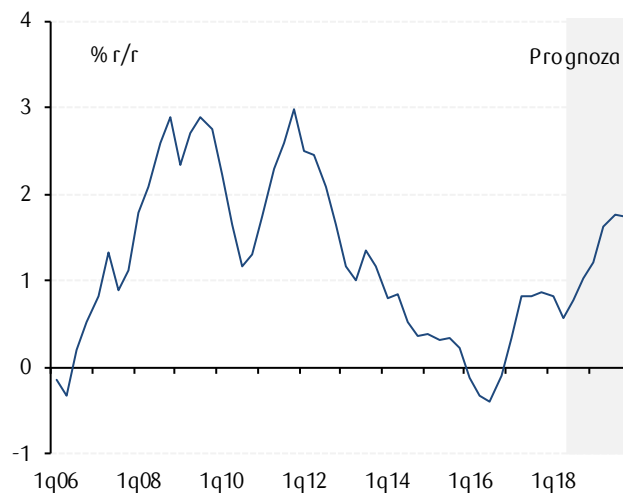
Luka popytowa



Inflacja CPI

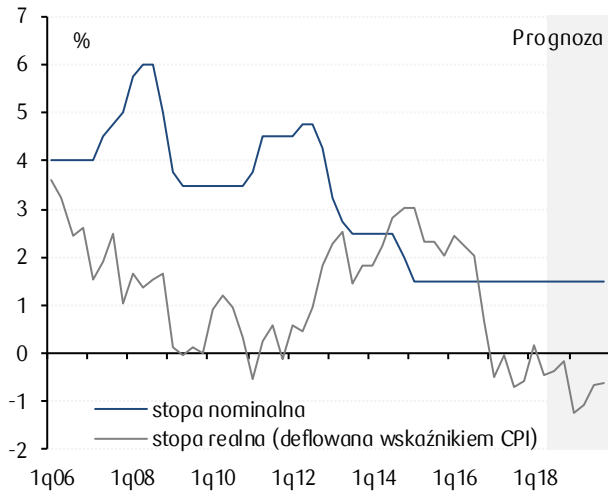


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

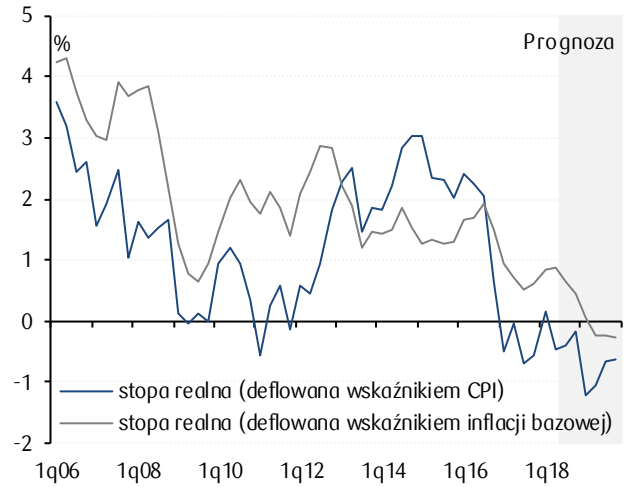


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

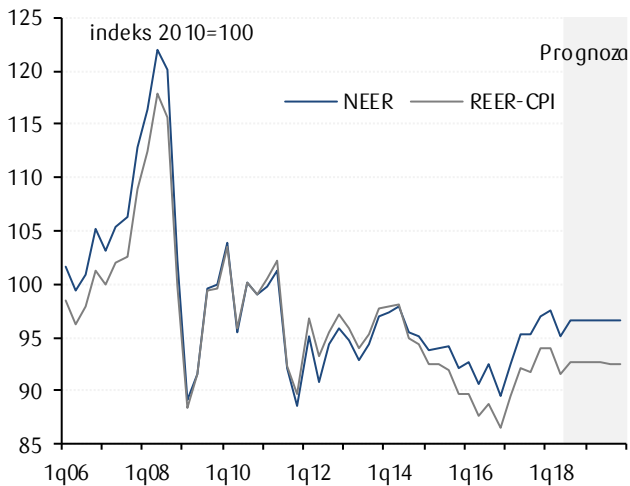
Stopy nominalne vs. realne



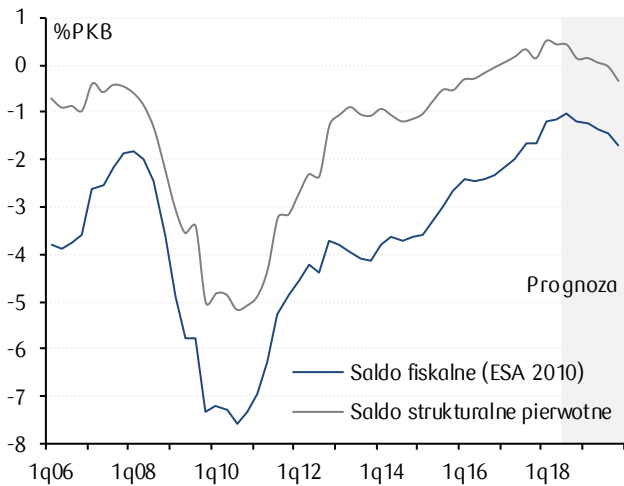
Stopy realne



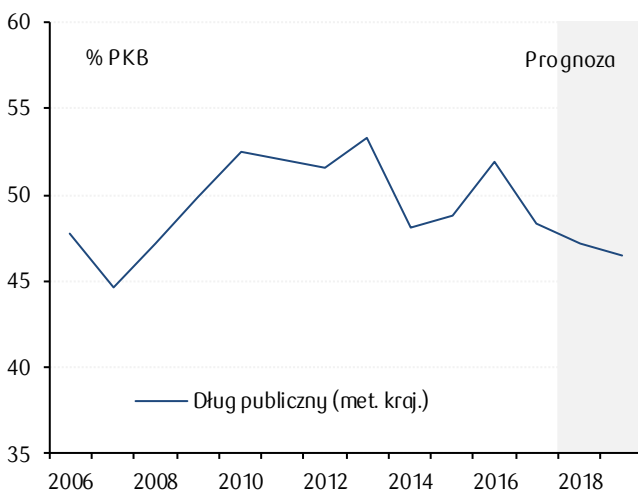
Założenia dotyczące NEER i REER*



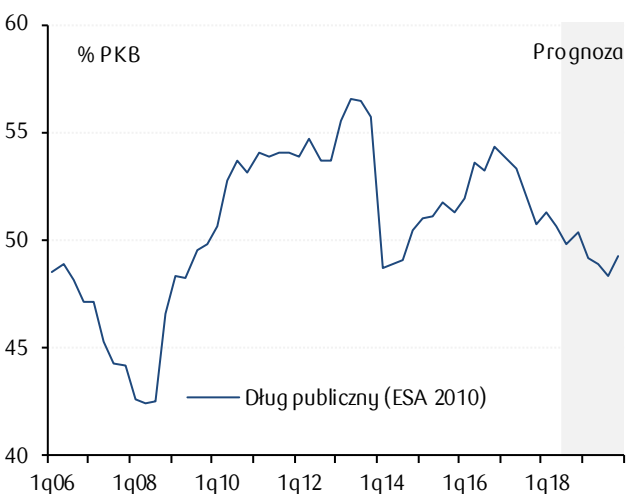
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

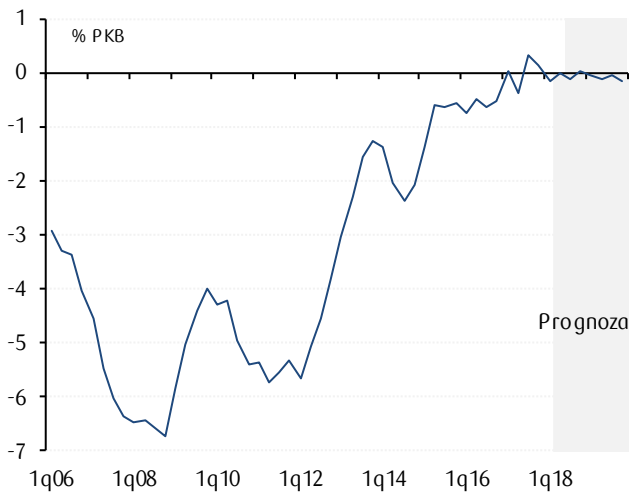


Dług publiczny (ESA 2010)

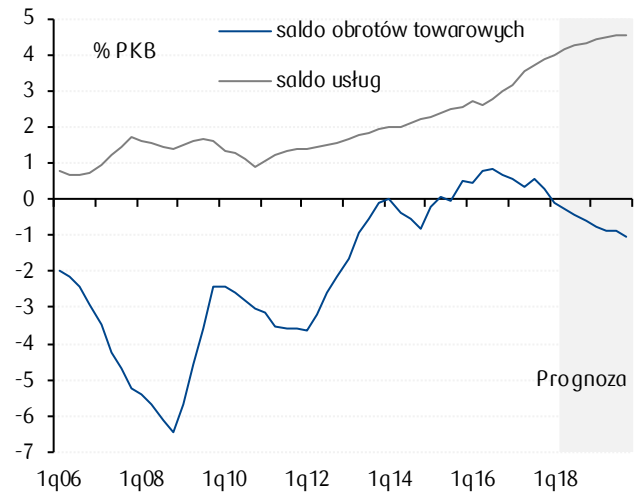


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjacje.

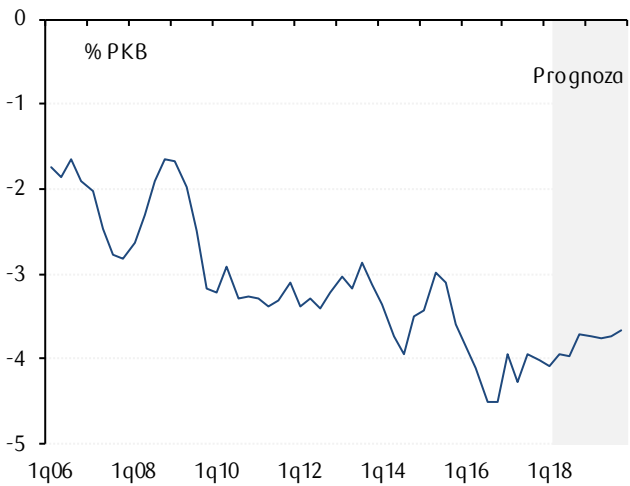
Saldo rachunku obrotów bieżących



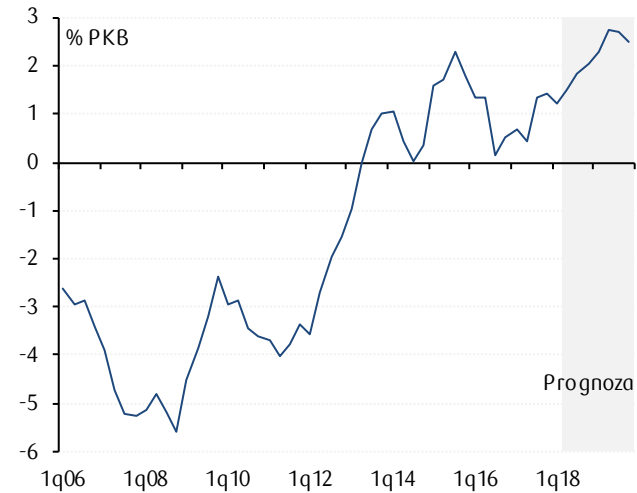
Saldo handlu zagranicznego



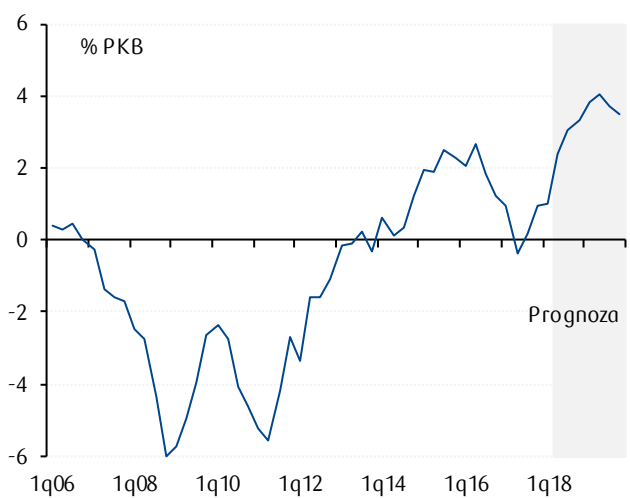
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



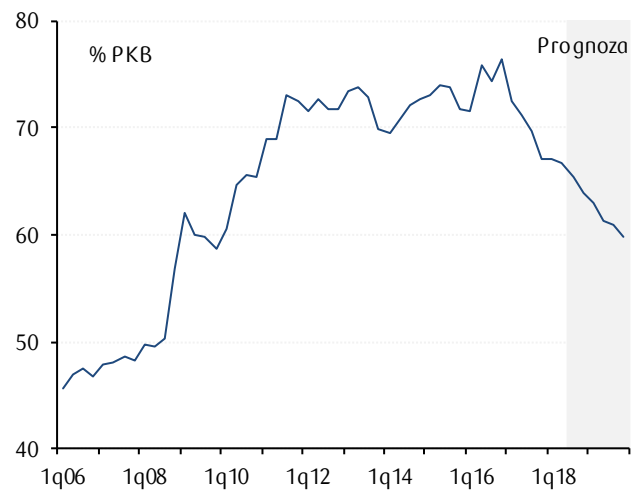
Saldo CAB i CAP*



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.

Prognozy długoterminowe

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sfera realna											
Realny PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,8	4,9	3,7
Popyt krajowy (% r/r)	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,5	4,1
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,7	3,8
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	6,1	4,9
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	2,4	2,2	3,3	0,0	0,3	4,2	3,5	1,1	4,3	4,7	3,6
Zapasy (pkt. proc.)	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,2	0,6	0,8	0,6
Eksport netto (pkt. proc.)	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,5	0,5	0,8	-0,1	-0,4	-0,3
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	3,0	3,4	3,6	3,7	3,8	3,7
Nominalny PKB (mld PLN)	1362	1445	1567	1629	1657	1720	1800	1861	1989	2110	2235
Rynek pracy											
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,9	-0,4	-0,4	0,0
Pracujący BAEL (% r/r)	0,4	0,6	0,6	0,2	-0,1	1,9	1,4	0,7	1,4	0,5	0,1
Wsk. akt. zawodowej (%)	54,9	55,8	55,5	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,4	56,2	56,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	3,5	3,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,7	5,5
Place nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	6,3
Wydajność pracy (% r/r)	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,3	2,2	3,2	4,4	3,6
ULC (% r/r)	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,2	1,0	1,6	2,0	2,7	2,6
Procesy inflacyjne											
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,4
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,7	0,5
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	0,9
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,5	0,9
Inflacja bazowa (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,8	1,6
Deflator PKB (% r/r)	3,9	2,4	3,2	2,4	0,4	0,6	0,7	0,3	1,9	1,4	2,2
Agregaty monetarne											
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1413,1	1505,0
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	4,6	6,7	6,5
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,8	2,6	5,0	4,4
Kredyty ogółem (mld PLN)	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1254,7	1316,7
Kredyty ogółem (% r/r)	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,0	4,9
Depozyty ogółem (mld PLN)	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1282,0	1366,2
Depozyty ogółem (% r/r)	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	7,3	6,6
Bilans płatniczy											
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	0,0	-0,1
Bilans handlowy (% PKB)	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,3	-0,6	-1,0
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,2	2,3	1,9
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	58,7	65,5	72,5	71,7	69,8	72,7	71,8	76,5	67,1	63,9	59,9
Polityka fiskalna											
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,3	-1,7	-1,2	-1,7
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-4,9	-2,3	-1,1	-1,6	-1,7	-0,9	-0,6	-0,1	0,3	-0,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-5,0	-5,1	-3,2	-1,3	-1,1	-1,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	-0,3
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	50,4	49,2
Polityka pieniężna											
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	0,65	-0,56	-0,18	-0,64
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,61	0,46	-0,26
Stopa lombardowa (%)	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
REER defl. CPI (% r/r)	-15,0	5,1	-3,4	-0,5	0,0	0,6	-4,8	-3,8	4,2	1,0	-0,2

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

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.