

# MAKROskop

## Gospodarcze przesilenie

Wielokrotnie pisaliśmy, że krajowa gospodarka szczyt cyklu koniunkturalnego ma już za sobą i nadchodzi stopniowe spowolnienie. Tymczasem, tempo wzrostu PKB w II kw. nie różniło się istotnie od tego, które widzieliśmy w poprzednich kilku kwartałach. Szczegółowe dane pokazały, że inwestycje w dalszym ciągu radzą sobie słabo, co dla optymistów może oznaczać, że jeśli aktywność inwestycyjna w końcu przyspieszy, to dynamika PKB utrzyma się dłużej w okolicy 5%. Można jednak na to spojrzeć też z innej strony. Wyjaśnienia GUS, że niska dynamika inwestycji wynika jedynie ze zmiany klasyfikacji wydatków militarnych nie sprawiają, że wątpliwości znikają. O ile duże firmy mają solidne zyski, płynność i są skłonne inwestować (wynik za II kw. w tej grupie to +13% r/r), to w małych i średnich firmach rosnące koszty pracy ograniczają rentowność, problemem jest również płynność, pojawiają się zatory w płatnościach i bankructwa. Nie są to okoliczności sprzyjające inwestycjom i to właśnie może odpowiadać za słaby wynik sektora prywatnego. Jednocześnie, aktywność inwestycyjna samorządów jest wyjątkowo wysoka przed jesiennymi wyborami.

Nie spodziewamy się, aby 5-procentową dynamikę PKB udało się utrzymać w kolejnych kwartałach, ani tego, żeby lipcowo-sierpniowe spadki indeksów aktywności zostały skorygowane. Mamy do czynienia z szerszą tendencją, dotyczącą również strefy euro i postrzeganie pogorszenia w niemieckim przemyśle jako zjawiska przejściowego wymaga coraz większej dozy optymizmu. Szczególnie w sytuacji toczących się „wojen handlowych” i niepewności na świecie.

Kolejnym polem, gdzie widać zmianę trendu jest polska inflacja. W sierpniu zanotowaliśmy pierwsze w tym cyklu wyraźniejsze odbicie inflacji bazowej, które przyszło zaskakująco późno biorąc pod uwagę presję płacową w związku z napięciami na rynku pracy. Szybciej rosnać zaczęły też ceny usług. RPP było dość łatwo tolerować dynamikę PKB powyżej potencjału i domkniętą lukę popytową w sytuacji kiedy inflacja była niska. Spodziewamy się jednak, że inflacja bazowa będzie rosła. Wg ostatniej projekcji NBP może ona osiągnąć ok. 1% w tym roku, 2,5% na koniec 2019 i utrzymać się na tym poziomie w 2020. Jeśli te prognozy miałyby się sprawdzić, to członkom RPP trudniej będzie przejść wobec tej sytuacji obojętnie. Wciąż jednak uważamy, że najwcześniejszym momentem kiedy możliwa jest podwyżka stóp jest listopad 2019. RPP będzie zapewne miała sporą tolerancję dla rosnącej inflacji, podobnie jak wcześniej miała dla spadającej.

Zawirowania na rynkach rozwijających się plus protekcyjna retoryka i działania na świecie nie tworzą otoczenia, które sprzyjałoby umocnieniu złotego. Dobrą wiadomością jest to, że rynek prawdopodobnie wycenił już większość z tych informacji, zaś inwestorzy oswoili się z informacjami o nowych cłach i negocjacjach handlowych. Złoty okazał się być relatywnie odporny na krach tureckiej liry, brazylijskiego reala i argentyńskiego peso, podobnie jak na silną reakcję amerykańskich obligacji na bardzo wysokie odczyty o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym w USA. To wskazuje, że w kolejnych miesiącach perspektywy dla polskiej waluty nie muszą malować się czarno.

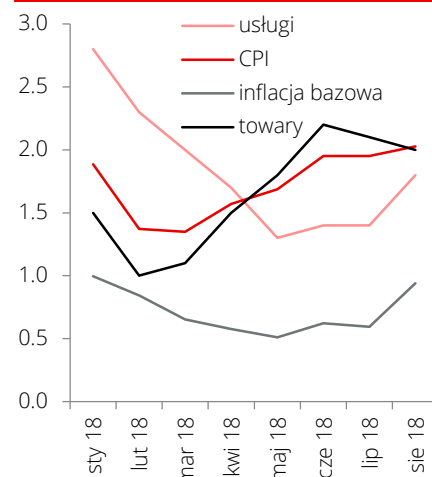
W przypadku polskich obligacji spodziewamy się utrzymania presji na wzrost rentowności w najbliższych tygodniach. Uważamy, że powodem tego będą na równi czynniki globalne (wyższa podaż długu na rynkach bazowych, negatywne nastawienie dla rynków rozwijających się) jak i krajowe (oczekiwane wyższe podażę na krajowym rynku obligacji w kolejnych miesiącach i 2019 roku oraz wyprzedzając krajowych obligacji przez krajowe fundusze inwestycyjne z powodu umorzeń). Mimo to cały czas uważamy, że w dłuższym horyzoncie polski dług pozostanie względnie odporny na zamieszania na rynkach rozwijających się za sprawą solidnych fundamentów ekonomicznych i braku istotnych słabych stron w gospodarce.

### W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2	Rynek stopy procentowej	7
Temat miesiąca	4	Rynek walutowy	8
Pod lupą: polityka monetarna	5	Kalendarz makroekonomiczny	9
Pod lupą: polityka fiskalna	6	Dane i prognozy ekonomiczne	10

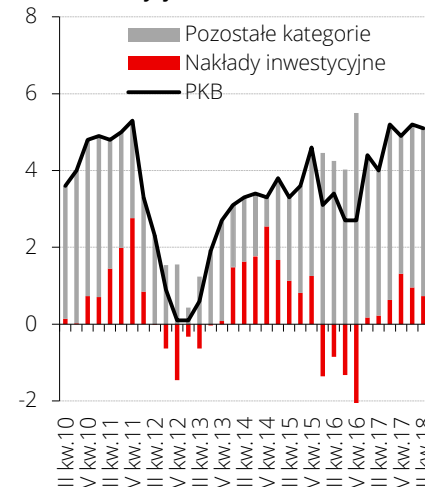
Raport został oparty na informacjach dostępnych do 14.09.2018 r.

Wybrane miary inflacji, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

Wkład inwestycji do PKB, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 Strona www: [skarb.santander.pl](http://skarb.santander.pl)  
**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista  
 tel. 22 5341888  
**Piotr Bielski** 22 534 18 87  
**Marcin Luźniński** 22 534 18 85  
**Grzegorz Ogonek** 22 534 19 23  
**Konrad Soszyński** 22 534 18 86  
**Marcin Sulewski** 22 534 18 84

## Gospodarka Polski

### Szczyt koniunktury w I kw. 2018, teraz spowolnienie

Wzrost PKB w II kw. 2018 wyniósł 5,1% r/r wobec 5,2% r/r w I kw. Wzrost w ujęciu kwartalnym skorygowany sezonowo wyniósł 1,0%. Polska gospodarka sprawowała się imponująco w I poł. 2018, ale oczekujemy spowolnienia w II poł. br., biorąc pod uwagę słabsze dane z Europy i geopolityczne napięcia oddziałujące na nastroje w biznesie. Wg nas w całym 2018 r. wzrost PKB wyniesie średnio 4,7%.

### Zagadkowe inwestycje

Dość zaskakująca była struktura wzrostu PKB w II kw. Największą niespodzianką sprawiły inwestycje, których dynamika spadła do 4,5% r/r z 8,1% r/r w I kw. Tymczasem, opublikowane wcześniej informacje, wskazujące na wyraźne ożywienie w II kwartale inwestycji w dużych firmach i w samorządach lokalnych, sugerowały, że ze strony tej kategorii należy raczej oczekiwać pozytywnego zaskoczenia.

Skoro inwestycje ogółem wyraźnie spowolniły pomimo coraz szybciej rosnących nakładów w samorządach i dużych firmach, zapewne w pozostałej części sektora przedsiębiorstw nadal mamy do czynienia ze stagnacją, a nawet spadkami inwestycji. Można podejrzewać, że jest to po części efekt coraz trudniejszej sytuacji na rynku pracy i rosnących kosztów. Z tymi wyzwaniami najwyraźniej znacznie lepiej radzą sobie firmy duże niż mniejsze. Dane pokazujące szybki wzrost restrukturyzacji firm (głównie MŚP) potwierdzają tę hipotezę.

Interpretacja tych danych może być mniej negatywna w świetle wyjaśnień Marii Jeznach, dyrektor Dep. Rachunków Narodowych GUS, że za osłabieniem dynamiki inwestycji stała zmiana zasad księgowania zamówień zbrojeniowych a poza tym sektorem odnotowano poprawę. Szczegółowa struktura inwestycji nie ujawnia jednak istotnych zmian kategorii "pozostałe maszyny i uzbrojenie", a wydatki na budynki i budowle pozostającym wciąż najważniejszą składową nakładów na środki trwałe.

Wydatki samorządów pozostaną zapewne kołem zamachowym inwestycji w II poł. br., przynajmniej do wyborów 21 października. Produkcja budowlano-montażowa jednak już zwalnia - w lipcu do 18,7% r/r, wobec 24,7% r/r w czerwcu i 23,5% średnio w I poł. 2018. Wciąż spodziewamy się, że wyniki budownictwa w dalszej części roku znajdą się pod presją wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych. Dlatego ożywienie w inwestycjach sektora prywatnego (w maszyny i urządzenia) jest kluczowe, aby nastąpiło silniejsze odbicie.

### Konsumpcja pozostaje silna

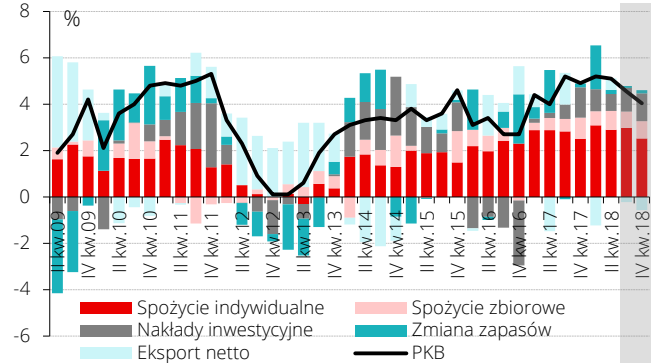
Konsumpcja prywatna pozostała silna i wzrosła o 4,9% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, pozostając głównym motorem wzrostu gospodarczego. Nie oczekujemy istotnej zmiany trendu w tym obszarze w najbliższych kwartałach. Dochody gospodarstw domowych nadal będą rosły w szybkim tempie, czemu sprzyjać będzie wysoka dynamika płac, więc dynamika wydatków konsumpcyjnych powinna się utrzymać na przyzwoitym poziomie.

Wzrost sprzedaży detalicznej w lipcu wyniósł 7,1% r/r, nieco poniżej konsensusu. Miesięczna dynamika sprzedaży (0,2%) wyraźnie odbiega w dół od schematu sezonowego, ale warto dostrzec, że dwa poprzednie miesiące były pod tym względem nietypowo mocne, więc wg nas trudno z tego wyciągać zbyt daleko idące wnioski. Prawdopodobnie zachowania konsumentów wciąż dostosowują się do wprowadzonego w tym roku zakazu handlu w niedzielę.

### Eksport

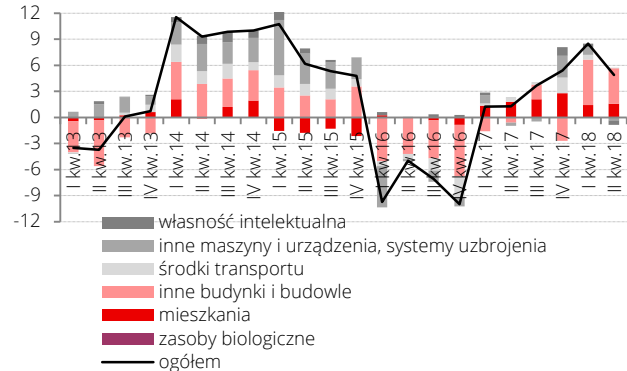
Eksport netto dodał do wzrostu PKB 0,5 pkt. proc., co w porównaniu z I kwartałem jest dużą zmianą, ponieważ wówczas jego wpływ był mocno ujemny (-1,2 pp). Niestety w kolejnych kwartałach wpływ tej kategorii na tempo wzrostu gospodarczego ponownie może być ujemny, ponieważ dynamika eksportu będzie wg nas pozostawać w tyle za wzrostem importu.

### Udział skadowych popytu we wzroście PKB



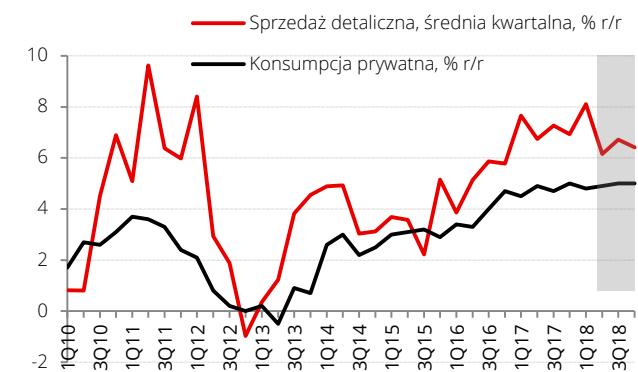
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

### Wzrost inwestycji wg aktywów



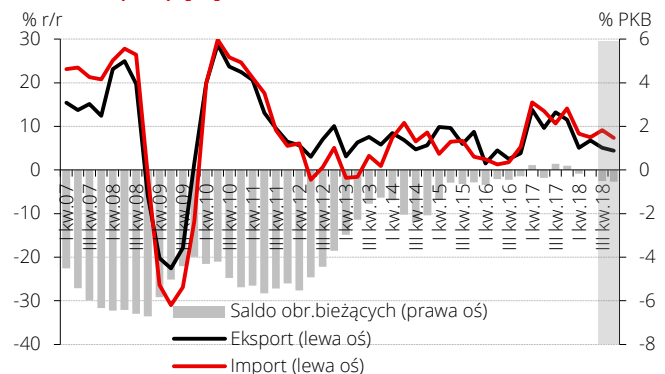
Źródło: GUS, Eurostat, Santander Bank Polska

### Sprzedaż detaliczna a konsumpcja prywatna



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

### Kwartalne przepływy handlowe



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

## Gospodarka Polski

### Nowy rozdział polskiej inflacji

W sierpniu inflacja wyniosła 2% r/r, tak jak w lipcu, ale zmieniła się jej struktura. Odbiła dynamika cen usług, z 1,4% r/r do 1,8%, po tym jak w I poł. roku spadała z 2,8% r/r. Wcześniejszy wolniejszy wzrost cen w usługach wynikał m.in. z dużych spadków w ubezpieczeniach, które teraz są odwracane (w sierpniu +5,2% m/m). Podobny ruch wystąpił w usługach transportowych (5% m/m), drożały też zagraniczne wczasy (+0,7% m/m) i usługi telekomunikacyjne (0,4% m/m). Wzrost cen usług dokonał się mimo dalszego spadku w zakresie usług finansowych (-4,1% m/m), co można wiązać z wprowadzeniem obowiązku posiadania w ofercie przez banki darmowego konta podstawowego.

Miesięczna zmiana cen owoców w sierpniu była zbliżona do tej z poprzednich lat, choć na rynku hurtowym wyczuwalna jest w presja w dół na ich ceny związana z dobrymi zbiorami. Ceny warzyw spadły relatywnie mało (-4,6% m/m). Średni sierpniowy spadek cen warzyw w latach 2010-2017 to ponad 10% m/m. To wpływ suszy, który powinien się też ujawniać w kolejnych miesiącach, łagodząc negatywny efekt bazy w innych kategoriach CPI.

Odzież i obuwie taniały wolniej, co może być wyrazem utrzymującego się silnego popytu i dobrej sytuacji finansowej gospodarstw domowych, zasilonych w sierpniu wypłatą państwowych wyprawek.

### Perspektywy inflacji bazowej

Inflacja bazowa przyspieszyła w sierpniu z 0,6% r/r do 0,9%. To pierwsze znaczące odbicie w tym roku i największe miesięczne przyspieszenie wzrostu r/r w ciągu 4,5 lat. Naszym zdaniem to początek trendu wzrostowego, który zaprowadzi inflację bazową do 1,3% r/r do końca roku i w okolice 2,5% na koniec 2019 r.

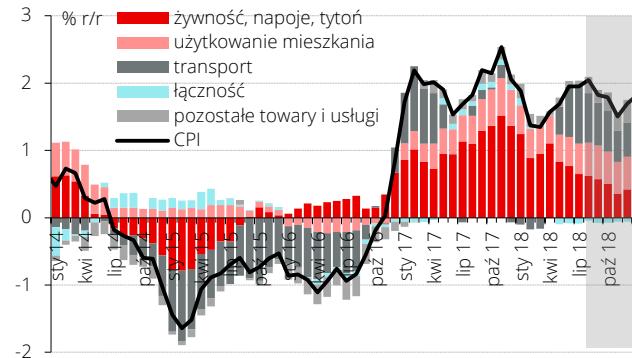
Dynamika CPI może w kolejnych miesiącach nieco się obniżyć, do ok. 1,7% w grudniu, z uwagi na efekt bazy w cenach żywności i paliw. Niedobory siły roboczej i rosnące koszty pracy są jednym ze źródeł presji na CPI. Ceny energii są kolejnym czynnikiem, gdyż mogą one wzrosnąć o ok. 25% w ciągu jednego roku i 70% w ciągu dwóch lat, uwzględniając rosnące ceny nośników energii i zezwoleń na emisję CO2 (konsumenci mogą być chronieni przez regulatora, tak więc te czynniki wejdą do CPI pośrednio). Zastanawiamy się też, na ile wzrost odsetka upadłości i konsolidacji firm może nieco ograniczyć konkurencję na niektórych rynkach, także przyczyniając się do wyższej inflacji. Wskazujemy także, że środowisko zewnętrzne staje się mniej dezinflacyjne; amerykańska inflacja bazowa (CPI Urban Consumers, NSA) odbiła do najwyższego poziomu od 2008 podczas gdy wrześniowa projekcja ECB zakłada wzrost inflacji bazowej z 1,1% w tym roku do 1,5% w 2019 i 1,8% w 2020.

Pomimo oczekiwanego zwykłego trendu w inflacji bazowej, wzrost CPI może zmniejszyć się do 1,7% r/r w grudniu br. z powodu efektu bazy w żywności i paliwach. Zakładamy, że 2019 r. przyniesie ruch w górę CPI i inflacji bazowej do 2,5% r/r lub nieco wyżej.

### Popyt na pracę i wakaty w II kw.

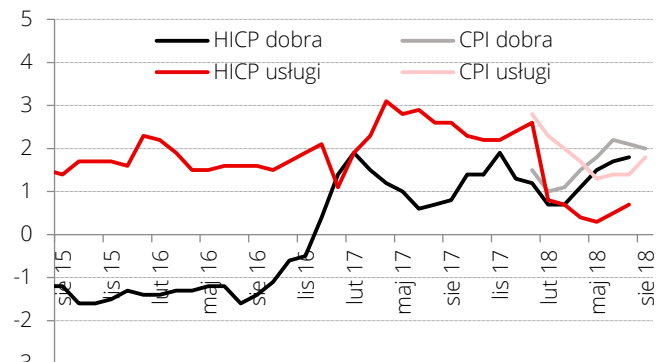
Popyt na pracę w II kw. ustabilizował się r/r. Liczba nowo utworzonych miejsc pracy wzrosła jedynie o 1,7% r/r wobec 14,4% w I kw. i 19,5% w IV kw. 2017. Liczba utworzonych miejsc pracy netto (liczba nowo utworzonych pomniejszona o zlikwidowane) wzrosła 4,8% r/r, podczas gdy od połowy 2016 rosła o 15-42% (średnia: 28% r/r) W tym samym czasie, statystyki wakatów pokazują, że niedobory pracowników nasilają się. W II kw. 25,3% nowych stanowisk pracy pozostało nieobsadzonych. To znaczący wzrost wobec I kw. (14,4%) i ostatnich trzech lat (8-17%). Ten trend powinien pogorszenia nastrojów biznesowych i jego dalsze trwanie może z czasem obniżyć popyt na pracę.

### Struktura dynamiki CPI, % r/r



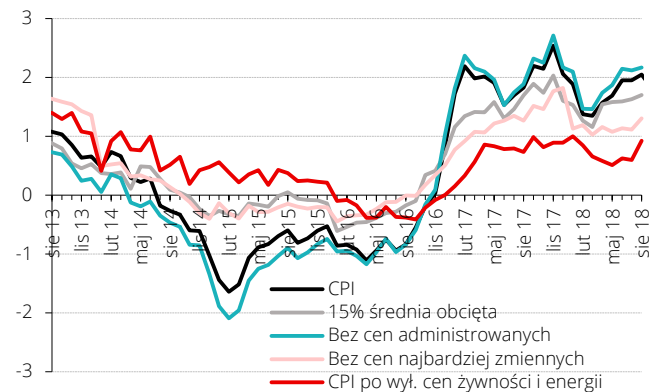
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

### Inflacja cen dóbr i usług, % r/r



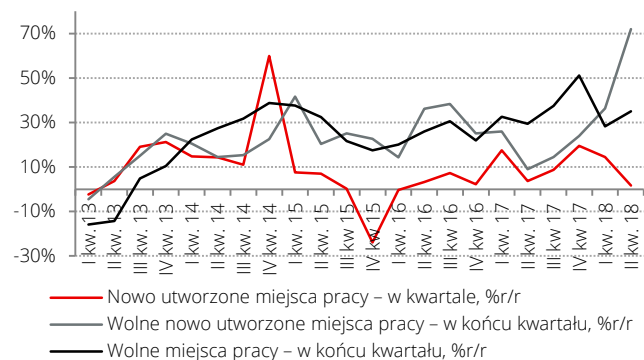
Źródło: GUS, Eurostat, Santander Bank Polska

### CPI i miary inflacji bazowej



Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

### Popyt na pracę i wakaty, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## Temat miesiąca – czy kryzys turecki wpłynie na Polskę?

Deprecjacja tureckiej liry była jednym z głównych tematów na rynkach finansowych w sierpniu. Wyprzedaż tureckich aktywów była wynikiem rosnącego ryzyka gospodarczego przegrzania, obaw o niezależność banku centralnego, jak i konfliktu dyplomatycznego z USA. Spowolnienie tureckiej gospodarki, którego obecnie spodziewa się rynek (konsensus wg Bloomberg'a zakłada wzrost gospodarczy Turcji ok. 2% w 2019 vs. 7,4% w 2017) jak i zapewne załamanie się finansowania zagranicznego może wpłynąć na kraje powiązane z Turcją.

### Powiązanie handlowe nie są istotne...

Polsko-tureckie więzy handlowe mocno się rozwinęły w ciągu ostatnich lat. Jeszcze w latach 90. praktycznie nie istniały. W 2017, polski eksport dóbr do Turcji był wart 2,9 mld €, a import 2,1 mld €. Średni wzrost eksportu w latach 1999-2017 wyniósł 21,1% r/r, a importu 14,4% r/r. Polski eksport rósł każdego roku z wyjątkiem 2013, kiedy po wprowadzeniu zakazu uboju rytualnego eksport mięsa z Polski do krajów muzułmańskich praktycznie zanikł.

Turcja nie jest znaczącym handlowym partnerem Polski z ok. 1,4% udziału w eksporcie i 1% udziału w imporcie. Nasza ekspozycja handlowa jest podobna do innych krajów UE i znacznie niższa niż Bułgarii i Grecji - najbardziej zaangażowane w handel z Turcją kraje unijne. Warto zauważyć, że największy partnerzy handlowi Polski jak Niemcy, Wlk. Brytania, Włochy i Francja też nie mają wysokiej ekspozycji na Turcję, więc nasze pośrednie połączenia nie są mocne. Ekonomiczne załamanie jak i deprecjacja liry zapewne mogą osłabić polski eksport do Turcji i wzmocnić polski import z Turcji. Według nas nie będzie to znaczącym zagrożeniem dla polskiej gospodarki.

### ... z wyjątkiem kilku sektorów

Mimo niewielkiej ekspozycji Polski, jest kilka sektorów, które mogą być zagrożone, głównie te produkujące dobra kapitałowe. Turcja odbiera ok. 6% polskiego eksportu samochodów osobowych (410 mln € w 2017), 5,7% silników (458 mln €) i 6,1% sprzętu telekomunikacyjnego (212 mln €). Te trzy kategorie stanowią w sumie prawie 40% polskiego eksportu do Turcji. Pod presją mogą być w szczególności producenci samochodów, szczególnie biorąc pod uwagę ryzyko wprowadzenia ceł przez USA.

Polski import z Turcji to głównie towary konsumpcyjne, z 6,3% udziałem sprzętu AGD (pralki, zmywarki, lodówki itp.) o wartości 123 mln €. Tureckie produkty są obecne na polskim rynku także w tekstyliach (6,5%, 258 mln €) oraz owocach/warzywach (3,3%, 52,4 mln €), szczególnie figi, grejpfruty, orzeszki i rodzynki.

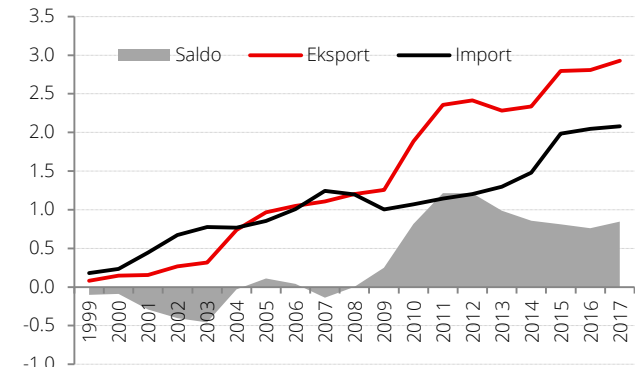
### Niewielkie powiązania z rynkiem finansowym

Polskie Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne (BIZ) w Turcji stanowią 271 mln €, a Turcji do Polski 77 mln € i obie te liczby są mało znaczące (<0,1% całości, dane z 2016). Polskie fundusze inwestycyjne posiadały ok. 2,4 mld zł tureckich aktywów na koniec 2017, co stanowi ok. 0,9% wszystkich aktywów polskich funduszy inwestycyjnych. Ekspozycja polskiego systemu bankowego na aktywa tureckie jest niewielka.

### Polska odporniejsza od innych gospodarek wsch. na zamęt

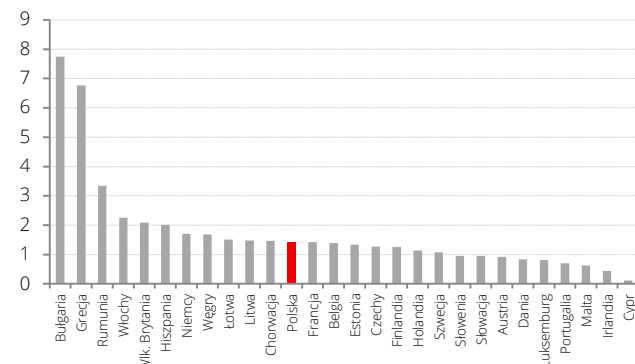
Podsumowując, ani polska gospodarka ani polski rynek finansowy nie są mocno wystawione na ryzyko kryzysu w Turcji. Są też powody aby wierzyć, że Polska jest dosyć dobrze chroniona przeciw wyprzedaży dotyczącej ostatnio rynki wschodzące. Deficyt rachunku obrotów bieżących jest bardzo niski i finansowany z nawiązką z funduszy UE, co oznacza że Polska jest relatywnie odporna na zaburzenia globalnych przepływów finansowych. Udział długu w dolarze nie jest wysoki, więc Polska nie jest podatna na aprecjację dolara i wyższe stopy w USA. System bankowy jest stabilny. To wyjaśnia ograniczoną reakcję polskiego rynku na wyprzedaż gospodarek rozwijających się.

### Handel zagraniczny Polska-Turcja, mld €



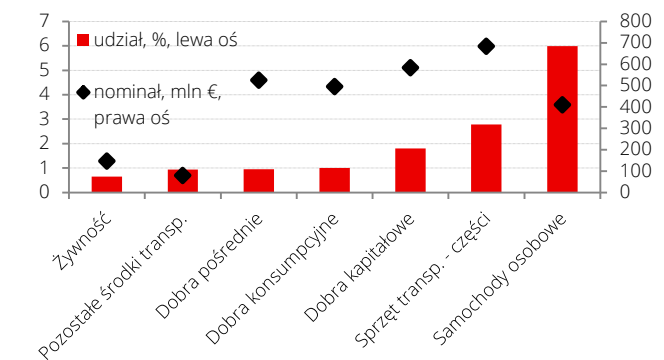
Źródło: Eurostat, Santander Bank Polska

### Eksport do Turcji jako % eksportu ogółem, 2017



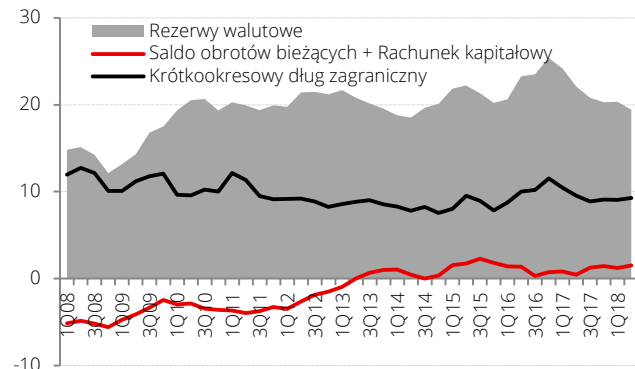
Źródło: Eurostat, Santander Bank Polska

### Eksport do Turcji, główne sektory



Źródło: Eurostat, Santander Bank Polska

### Miary ryzyka zewnętrznego polskiej gospodarki, % PKB



Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska



## Pod lupą: polityka monetarna

### Stabilne stopy odpowiedzią na mix niski CPI/wysoki PKB

RPP pozostawiła we wrześniu stopy procentowe bez zmian na 1,50%, zgodnie z oczekiwaniami. Wakacyjna przerwa nie doprowadziła do rewizji poglądów w Radzie i komunikat był niemal identyczny jak poprzednio: dobra koniunktura w kraju i za granicą wciąż nie ma przełożenia na inflację. Konkluzja zawarta w komunikacie nadal wskazuje na przekonanie Rady o dalszym długotrwałym pozostawianiu inflacji w pobliżu celu. Zdaniem Rady perspektywy gospodarcze są korzystne, pomimo zakładanego obniżenia dynamiki PKB w kolejnych latach. RPP nadal uważa, że stabilne stopy są obecnie optymalne.

### RPP zdziwiona niskimi inwestycjami

RPP wspominała o wzroście inwestycji w sektorze publicznym i dużych firmach i zwróciła uwagę, na rozbieżności w tej kwestii z danymi o łącznych inwestycjach w II kw. Prezes Glapiński powiedział, że NBP zamierza zwrócić się do GUS-u o wyjaśnienie metodologii mierzenia inwestycji.

### Stare, dobre argumenty „gołębi”

Podczas konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński powtórzył, że Polska jest „oazą stabilności”. Zdaniem Adama Glapińskiego przy braku szoków zewnętrznych jest bardzo prawdopodobne, że stopy pozostaną niezmiennione do końca 2019 r. a może i przez pierwsze kwartały 2020. Zdaniem Glapińskiego, niewykluczone też jest, że w 2020 r. EBC znów podejmie się luzowania ilościowego dla pobudzenia gospodarki, co jeszcze oddaliłoby potrzebę podwyżek stóp. Dodał, że na spotkaniach Banku Rozliczeń Międzynarodowych nie są podnoszone obawy o przegrzanie gospodarek, a raczej o nawrót spowolnienia i ryzyka deflacji. Zobaczyliśmy więc tą samą „gołębią” retorykę, do której Prezes NBP przyzwyczaił nas przed wakacjami.

### Dwóch członków RPP ze skrajnymi opiniami

Prezes NBP przyznał, że jest dwóch członków Rady, który prezentują inne stanowisko, kwestionując wewnętrzny konsensus. Lokują się oni jednak na dwóch przeciwległych biegunach (najprawdopodobniej chodziło o jastrzębiego Kamila Zubelewicza i ultra-gołębiego Eryka Łona). Zdaniem Zubelewicza, biorąc pod uwagę obecne nastawienie RPP, szanse na podwyżki stóp pojawiają się jedynie kiedy potwierdzony zostanie wzrost inflacji powyżej celu, ale zdradził, że wnioski o zacieśnienie polityki pieniężnej mogą się pojawić wcześniej – kiedy istotnie wzrośnie ryzyko przyspieszenia inflacji powyżej celu w horyzoncie półtora roku/dwóch lat.

Podsumowując, wrześniowe posiedzenie RPP nie wniosło wiele nowego w nasze rozumienie nastawienia i zamiarów RPP. Wciąż uważamy, że stopy zostaną stabilne co najmniej do listopada 2019 r. a decyzja o podwyżce wymagać będzie utrzymywania się wzrostu na solidnym poziomie i prognoz zakładających kontynuację pozytywnych trendów. Dodatkowym warunkiem koniecznym może się też okazać wykonanie najpierw ruchu przez EBC.

### Założenia polityki pieniężnej bez zmian

NBP opublikował projekt założeń polityki pieniężnej na 2019 r. Dokument nie zakłada istotnych zmian wobec poprzednich lat, cel inflacyjny nadal ma wynosić 2,5% r/r. Ultra-gołębi członek RPP, Eryk Łon, postulował niedawno wprowadzenie zapisu wskazującego na możliwość wykorzystania niestandardowych narzędzi (które mogłyby zostać odebrane jako przygotowanie do dalszego luzowania polityki pieniężnej), ale widocznie nie zbudował większości za tym pomysłem.

### Fragmety z wrześniowego komunikatu po posiedzeniu RPP

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. W strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna, mimo nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy jest szybszy niż przed rokiem, co potwierdza, że koniunktura w tej gospodarce jest bardzo dobra. W Chinach od kilku kwartałów wzrost aktywności gospodarczej utrzymuje się na stabilnym poziomie.

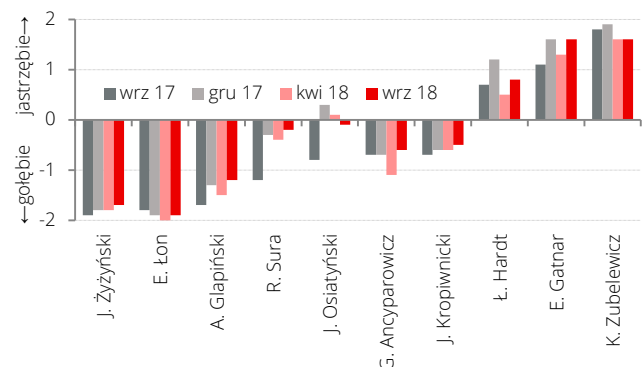
Inflacja za granicą pozostaje umiarkowana mimo utrzymującej się dobrej koniunktury na świecie. Jednocześnie wzrost cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach przyczynił się do podwyższenia wskaźników inflacji w wielu krajach.

W Polsce dane o PKB w II kw. wskazują na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu wzrost inwestycji zarówno w sektorze publicznym, jak i w sektorze dużych przedsiębiorstw. W II kw. br. nastąpił wyraźny wzrost dynamiki eksportu, przez co wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni.

Mimo wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen dóbr konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Nieco wyższy niż w I kwartale br. roczny wskaźnik CPI jest głównie efektem wzrostu cen paliw. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska.

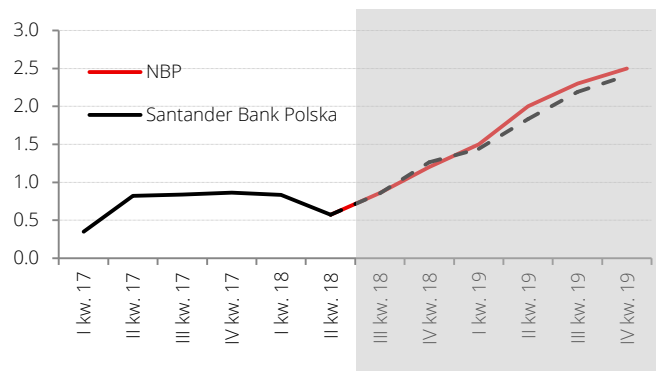
W ocenie Rady bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Zgodnie z dostępnymi prognozami w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

### Nastawienie członków RPP – wyniki ankiet PAP



Źródło: PAP, Santander Bank Polska

### Prognozy inflacji bazowej: NBP i Santander Bank Polska, % r/r



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

## Pod lupą: polityka fiskalna

### Dość skromny budżet przedwyborczy

Wg wstępnego projektu budżetu przyjętego przez rząd deficyt budżetowy w 2019 r. wyniesie 28,5 mld zł, najmniej od dekady, a deficyt całego sektora finansów publicznych ma wynieść 1,8% PKB, czyli blisko naszych oczekiwań na 2018 r. i wobec 1,7% za 2017 r.

Główne założenia makroekonomiczne nie budzą zastrzeżeń i wydają się dość bezpieczne z punktu widzenia planowania budżetowego. Wyraźnie wyższy od założonego może być wzrost wynagrodzeń, przez pogłębiający się deficyt rąk do pracy. W sumie implikuje to naszym zdaniem szansę na wyższą bazę podatkową, tworząc margines bezpieczeństwa dla planowanych dochodów budżetu.

Pozyskanie wpływów z VAT w wysokości zaplanowanej na 2019 r. wymagałoby jednak utrzymania się efektywnej stawki podatkowej na lokalnym maksimum z połowy br. Historycznie stawka wykazywała dużą cykliczność, a spodziewamy się, że gospodarka przejdzie w spowolnienie. Spadkowi stawki może zapobiec dalsza redukcja luki podatkowej, co jest w planach rządu na 2019 r. Uszczelnienie ma dać ok. 7,5 mld zł dodatkowych wpływów – ponad połowę całkowitego założonego wzrostu przychodów z VAT. To dość ambitny cel, ale będą mu sprzyjały wprowadzane nowe rozwiązania.

Choć 2019 to rok wyborczy i trzeba sfinansować dodatkowe pozycje kosztowe, wynikające z obowiązujących przepisów i polityki rządu, założony wzrost wydatków (6,2% powyżej zakładanego wykonania za 2018, 4,6% powyżej ustawowego planu na 2018) wydaje się niewygodny. Wynika to z ograniczeń narzuconych regułą wydatkową, która pozostawia mało miejsca na dodatkową przedwyborczą hojność. Niewykluczone, że w toku prac parlamentarnych nad budżetem pojawiają się silne naciski na zwiększenie wydatków (np. hojniejsze podwyżki w sferze budżetowej). Parlament nie może zwiększyć deficytu powyżej limitu wskazanego przez rząd, więc propozycjom zwiększenia podatków musi towarzyszyć wskazanie źródeł wyższych dochodów. Gdyby jednak polityczna wola zwiększenia wydatków okazała się naprawdę silna, można sobie wyobrazić np. gwałtowny wzrost optymizmu dot. szacowanych efektów dalszej redukcji luki podatkowej w 2019 r.

Deficyt fiskalny planowany w roku wyborczym na jednym z najniższych poziomów w historii studzi obawy o ewentualny skręt polityki w stronę nadmiernej ekspansji fiskalnej przed wyborami. Z drugiej strony, warto pamiętać, że dobre saldo budżetu w ostatnich latach w dużym stopniu wynika z wyjątkowo dobrej koniunktury, natomiast strukturalny wynik sektora finansów publicznych w Polsce jest wciąż (i zapewne pozostanie w 2019) jednym z najgorszych w UE. Więcej o projekcie budżetu na 2019 w [Komentarzu ekonomicznym](#).

### Budżet 2018 wszedł w deficyt

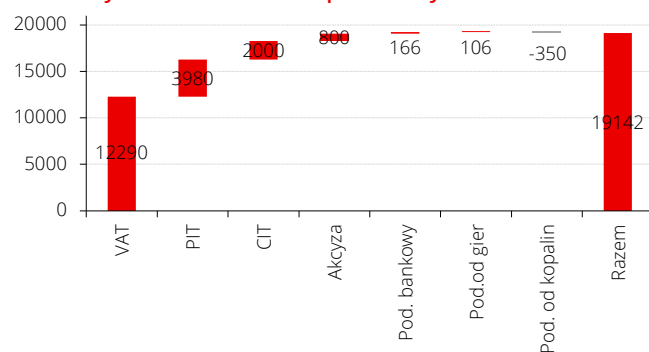
Po lipcu budżet po raz pierwszy w tym roku odnotował deficyt w ujęciu narastającym, w wysokości 0,9 mld zł, wobec nadwyżki 9,5 mld zł po czerwcu. Dynamika dochodów podatkowych spadła z 13,3% r/r w czerwcu do 0,8% w lipcu, głównie przez osłabienie wpływów z VAT. Miał miejsce duży wzrost wydatków: w samym lipcu wydatki budżetowe wyniosły 40,5 mld zł i były o 12,5 mld zł wyższe niż w czerwcu. W największym stopniu przyczyniły się do tego koszty obsługi długu, rosnąc w miesiąc o 11,7 mld zł (jednorazowy wyskok przez zapadalności obligacji, mogło też dojść do operacji swap zmieniających rozkład kosztów obsługi długu w czasie). Przedstawiciele MinFin sygnalizowali możliwe „odblokowanie” w wydatkach na duże projekty inwestycyjne, przez co deficyt może się teraz dość szybko powiększać. Wiemy też z mediów, że organy podatkowe dostały przykaz przyspieszenia zwrotów VAT w sierpniu, żeby poprawić płynność i potencjał inwestycyjny firm. W sumie, wykonanie tegorocznego deficytu budżetowego, założone w projekcie ustawy budżetowej na 2019 r. na poziomie 23,8 mld zł wciąż wydaje się prawdopodobne. W kolejnych miesiącach należy jednak z uwagą obserwować dynamikę podatków pośrednich.

### Główne parametry budżetu na 2019 r. (mld zł)

	2018 plan (1)	2018 PW (2)	2019 plan (3)	zmiana (3) / (2)
<b>Łączne dochody</b>	<b>355,717</b>	<b>367,436</b>	<b>386,915</b>	<b>5,3%</b>
Dochody podatkowe	331,673	340,589	359,731	5,6%
VAT	166,000	167,310	179,600	7,3%
CIT	32,400	34,000	34,800	2,4%
PIT	55,500	60,320	64,300	6,6%
akcyza	70,000	71,000	73,000	2,8%
podatek bankowy	4,569	4,445	4,551	2,4%
Dochody niepodatkowe	21,923	24,739	24,987	1,0%
<b>Łączne wydatki</b>	<b>397,209</b>	<b>391,197</b>	<b>415,415</b>	<b>6,2%</b>
<b>Saldo</b>	<b>-41,492</b>	<b>-23,761</b>	<b>-28,500</b>	<b>19,9%</b>

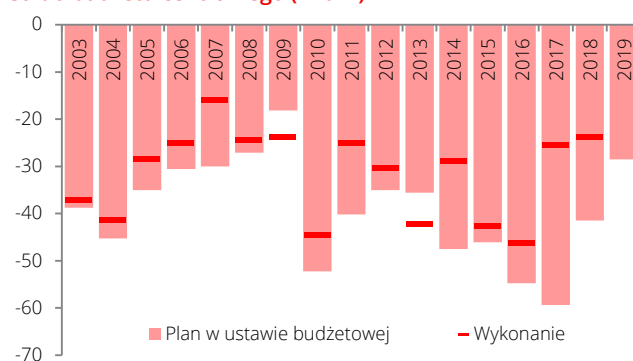
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

### Zakładany wzrost dochodów podatkowych: 2019 wobec 2018



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

### Saldo budżetu centralnego (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

### Finansowanie potrzeb pożyczkowych (mld zł)

	2018 plan (1)	2018 PW (2)	2019 plan (3)	zmiana mld zł (3) - (2)	zmiana % (3) / (2)
<b>Potrzeby pożyczkowe netto</b>	<b>63,32</b>	<b>39,71</b>	<b>45,99</b>	<b>6,28</b>	<b>15,8%</b>
Finansowanie:					
Krajowe, w tym	57,92	37,58	57,05	19,47	51,81%
- obligacje skarbowe	57,92	35,27	57,05	21,78	61,81%
- bony skarbowe	-	-	-	-	-
- inne	0,0	2,310	0,0	-2,31	-100,0%
Finansowanie zagraniczne	5,41	2,14	-11,06	-13,20	-642,1%
-obligacje	-1,79	-3,28	-5,57	-2,29	-

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

## Rynek stopy procentowej

### Rentowności na huśtawce

W wakacje na bazowych rynkach długu rosły rentowności na krótkim końcu krzywych. Wpływ na to miało stopniowe osvajanie się rynków z podnoszeniem ceł przez USA oraz spadająca wrażliwość inwestorów na negatywne sygnały płynące z Argentyny i Turcji. Ponadto krótkie rentowności rosły za sprawą dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy oraz zapowiedzi zwiększenia emisji amerykańskich obligacji w końcu roku.

Na krajowym rynku dochodowości w lipcu spadały. Zniżki były napędzane przez wykupy i niską podaż (niższą niż wartość wykupów PS0718). W sierpniu rentowności rosły, głównie w segmencie 5-10L. Wzrosty te miały swoje źródła głównie w wydarzeniach krajowych, w tym w wyprzedzący krajowych obligacji przez krajowe fundusze inwestycyjne z powodu umorzeń. Ograniczeniem dla poważniejszych wzrostów dochodowości była niska podaż papierów na regularnych aukcjach w wakacje (łącznie ok. 11 mld zł, przy wykupach 11,8 mld zł), a także zapowiedź ograniczenia oferty obligacji w perspektywie końca roku vs. pierwotne plany MF. W efekcie, od początku lipca, krajowa krzywa przesunęła się w górę o 5 pb w segmencie 10L, 2 pb w 2-5L. W tym samym czasie stawka spadła Polonia o 10 pb, a ekspozycja banków w bonach pieniężnych w bonach NBP obniżyła się o ok. 11 mld zł.

### Dług pozostanie pod niewielką presją

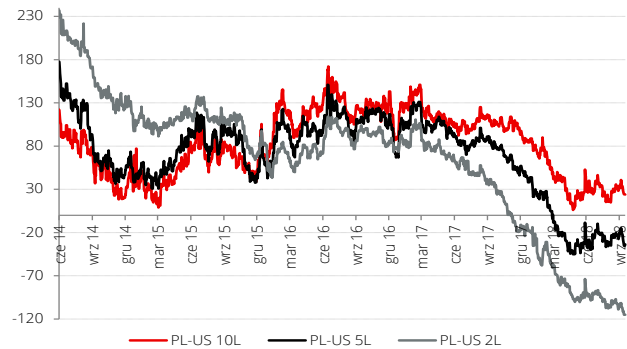
W perspektywie najbliższego miesiąca spodziewamy się utrzymania presji na wzrosty dochodowości. Sprzyjać temu powinna sytuacja globalna. Pewne negatywnie wstrząsy na rynku długu może wywołać decyzja FOMC (26 września), gdzie spodziewana jest podwyżka stóp procentowych. W dalszej perspektywie nad rynkami wiszą wyższe niż w III kw. podaże długu w USA (pod warunkiem odblokowania limitu długu), Niemczech (netto), oraz w Polsce (netto). W przypadku emisji krajowych spodziewamy się w ramach aukcji regularnych oferty w IV kw. na poziomie 21 mld zł, wobec prawie 11 mld zł w III kw. Zmienność zwiększać mogą też ewentualne dalsze perturbacje na rynku krajowych firm zarządzających aktywami i wynikające z nich zmiany w portfelach obligacji funduszy.

Ponadto inwestorzy będą w swoich decyzjach brać pod uwagę zapowiedzi zwiększonej podaży długu w kraju w przyszłym roku. Planowane w 2019 roku przez Ministerstwo Finansów zwiększenie finansowania krajowego vs. finansowanie zagraniczne (kryterium waluty emisji) przełoży się na wyższe emisje na krajowym rynku hurtowym. Według MF podaż netto papierów ma wynieść 57,1 mld zł, wobec szacowanego wykonania w tym roku na poziomie 35,3 mld zł (potrzeby pożyczkowe brutto ogółem będą zbliżone, tj. 163,7 mld zł vs. 159,5 mld zł w tym toku). Mimo to sądzimy, że rentowności w perspektywie początku października nie wzrosną więcej niż o 5-10 pb w segmencie 5-10L i nie zmienią się w segmencie 2L. Silniejsze wzrosty będą ograniczane przez spodziewane przez nas słabsze krajowe dane makro za sierpień. Oczekujemy spadku dynamiki produkcji przemysłowej do 5,3% r/r (z 10,3% w lipcu), zaś sprzedaży detalicznej do 6,5% r/r (7,1% r/r). Na wyższe wzrosty rentowności nie będzie pozwalać także retoryka europejskich banków centralnych, które nie spieszą się z deklarowaniem podwyżek stóp (EBC) lub nie widzą perspektywy dla ich podnoszenia (NBP).

### Aukcja zamiany

W wrześniu planowana jest jedna aukcja zamiany (20 września). Ministerstwo Finansów zamierza sprzedać na niej papiery serii OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528 w zamian za papiery OK1018 (pozostało do wykupu 11,9 mld zł), WZ0119 (13,7 mld zł) i OK0419 (19,8 mld zł). Ministerstwo rozważa odwołanie tej aukcji.

### Spread między polskimi i amerykańskimi obligacjami



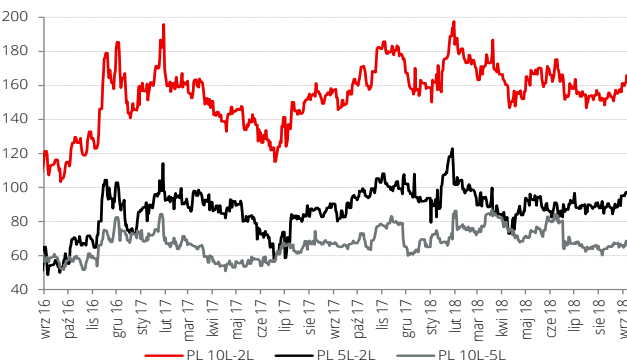
Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

### Spread między polskimi i niemieckimi obligacjami



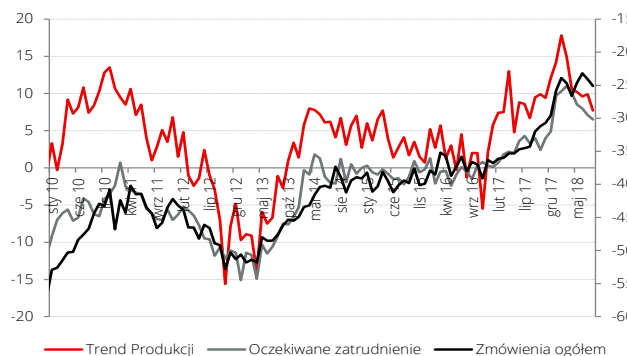
Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

### Nachylenie krajowej krzywej



Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

### ESI przetwórstwo przemysłowe Polska



Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

## Rynek walutowy

### Spokojne lato na polskim rynku walutowym

Wakacyjne miesiące były dość spokojne na polskim rynku walutowym i w tym statystycznie negatywnym okresie złoty radził sobie lepiej niż w poprzednich latach. W lipcu, krajowa waluta zyskiwała do euro, dolara, franka i funta dzięki wzrostowi europejskich indeksów giełdowych pod wpływem niezłych danych makro. W sierpniu jednak nastrój na rynkach wschodzących mocno się pogorszył w obliczu nasilenia napięcia na linii USA-Turcja, w reakcji na co lira osiągnęła najsłabszy poziom w historii. Wzrost awersji do ryzyka pchnął EURPLN do 4,34 z 4,24. Niemniej, sierpniowy wzrost kursu o 0,79% był mniejszy niż średni ruch w górę w tym miesiącu o 1,4% w poprzednich 13 latach.

### Rubel pod presją, korona zyskuje po podwyżce stóp

W trakcie ostatnich dwóch miesięcy USDRUB wzrósł powyżej 70 z 62 w reakcji na pogorszenie relacji pomiędzy USA i Rosją (wzrosło ryzyko kolejnych sankcji), przejściowego umocnienia dolara i tańszej ropy. W dodatku, rosyjscy politycy kwestionowali planowane przez bank centralny podwyżki stóp, co też nie pomogło rublowi.

Czeska korona zyskała dzięki sierpniowej podwyżce stóp o 25 pb do 1,25% i sugestii, że kolejna może mieć miejsce już we wrześniu. Kurs EURCZK spadł do 25,55 z 26,1.

Na początku lipca mniejszościowy rząd premiera Czech Babisa uzyskał votum zaufania. Jego partia ANO i Socjaldemokraci mają 93 miejsca w 200-osobowym parlamencie i będą polegać na głosach komunistów. W kampanii wyborczej partia ANO zapowiadała podwyżki płac w sektorze publicznym i obniżki VAT-u. Czechy zakończyły 2017 r. ze wskaźnikiem deficytu/PKB na 1,6% i dług/PKB na 34,6%, więc wygląda na to, że ryzyko wystąpienia napięcia na rynku w związku z hojną polityką fiskalną jest raczej niewielkie.

W połowie września bank centralny Turcji podniósł stopy procentowe do 24% z 17,75% w odpowiedzi na osłabienie liry i inflację wynoszącą ok. 18% r/r. Bank powiedział, że kolejne podwyżki są możliwe jeżeli będzie taka potrzeba, stając w opozycji do presji polityków nawołujących do luzowania polityki pieniężnej.

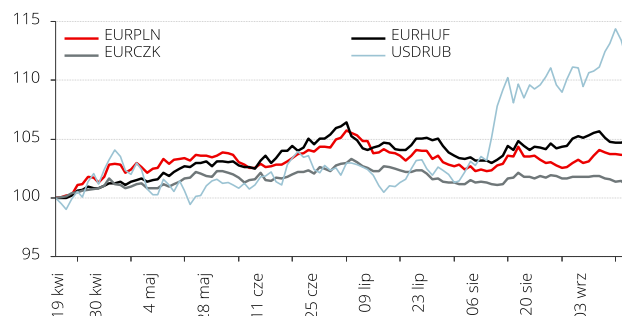
### Złoty może pozostać stabilny w krótkim terminie

Sądzymy, że w horyzoncie do końca roku złoty może jeszcze zyskać. Wg nas, czynniki wewnętrzne będą przynajmniej neutralne (dane pokażą jedynie stopniowe spowolnienie gospodarki), podczas gdy otoczenie zewnętrzne może być wspierające (EURUSD wyżej). W krótkiej perspektywie, potencjał do spadku EURPLN wydaje się jednak niewielki.

Trwające wciąż zamieszanie na rynkach wschodzących połączone z tendencjami protekcyjnymi będą ograniczać możliwość aprecjacji złotego. Pozytywnym akcentem może być jednak to, że wydaje się, że dużo z tego zostało już przez rynek wycenione. Krajowa waluta była w ostatnim czasie dość odporna na gwałtowne osłabienie tureckiej liry, brazylijskiego reala czy argentyńskiego peso. Złoty nie stracił również po silnym osłabieniu Treasuries po mocnych sierpniowych danych z amerykańskiego rynku pracy.

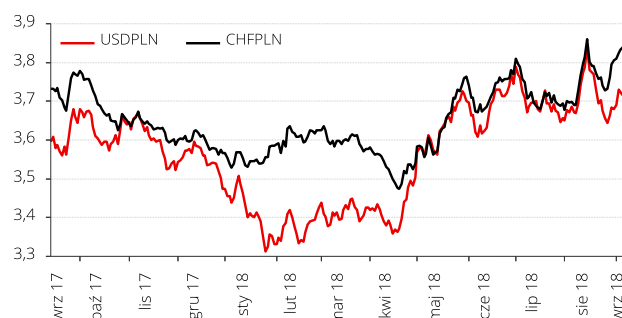
We wrześniu FOMC prawdopodobnie podniesie stopy trzeci raz w tym roku, opublikowane zostaną też nowe prognozy. Nie spodziewamy się, aby ze strony dolara pojawiła się jakaś negatywna presja na złotego. W czerwcu, FOMC ogłosił, że w tym roku będą łącznie cztery podwyżki stóp i jest to scenariusz wyceniany obecnie przez rynek. Nie sądzymy, by nowe prognozy FOMC przyniosły istotne zmiany na 2019 r. (teraz planowane są trzy podwyżki). Tymczasem EBC potwierdził w tym miesiącu, że do końca roku planuje zakończyć program skupu aktywów, co miało pozytywny wpływ na euro. Nadal zakładamy, że w kolejnych miesiącach EURUSD będzie rósł, co powinno wywierać presję na spadek EURPLN, jeśli korelacja miałaby się utrzymać.

### Waluty CEE (17 kwietnia = 100)



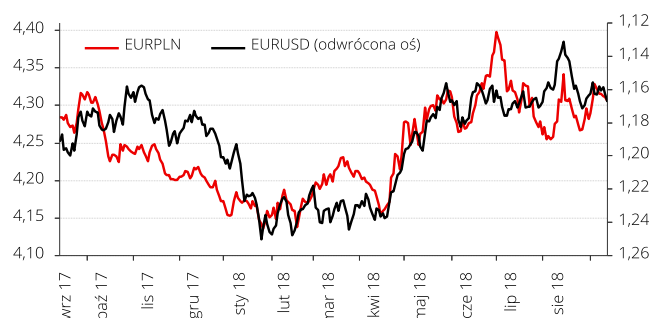
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



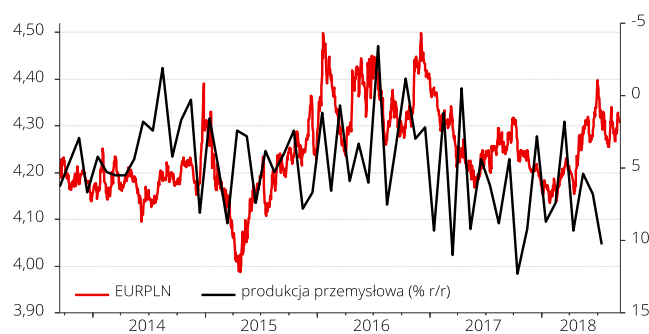
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### EURPLN i EURUSD



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### EURPLN i polska produkcja przemysłowa



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
17 września EZ: CPI (VIII)	18 PL: Zatrudnienie (VIII) PL: Płace (VIII) HU: Decyzja banku centralnego	19 PL: Produkcja przemysłowa (VIII) PL: Produkcja budowlana (VIII) PL: PPI (VIII) US: Rozpoczęcie budowy domów (VIII)	20 US: Indeks Philly Fed (IX) US: Sprzedaż domów (VIII)	21 DE: PMI – przemysł (IX) DE: PMI – usługi (IX) EZ: PMI – przemysł (IX) EZ: PMI – usługi (IX) PL: Sprzedaż detaliczna. (VIII)
24 DE: IFO (IX) PL: Podaż pieniądza (VIII)	25 PL: Stopa bezrobocia (IV) US: Conference Board (IX)	26 CZ: Decyzja banku centralnego US: Sprzedaż nowych domów (VIII) US: Decyzja FOMC	27 EZ: ESI (IX) DE: HICP (IX) US: Zamówienia dóbr trwałych (VIII) US: PKB (II kw.)	28 EZ: Wstępny HICP (IX) US: Wydatki osobiste (VIII) US: Dochody osobiste (VIII) US: Indeks cen PCE (VIII) US: Indeks Michigan (IX)
1 października PL: PMI – przemysł (IX) DE: PMI – przemysł (IX) EZ: PMI – przemysł (IX) PL: Wstępna inflacja (IX) US: ISM – przemysł (IX)	2 CZ: PKB (II kw.)	3 DE: PMI – usługi (IX) EZ: PMI – usługi (IX) PL: Decyzja banku centralnego US: Raport ADP (IX) US: ISM – usługi (IX)	4 US: Zamówienia dóbr trwałych (VIII)	5 DE: Zamówienia przemysłowe (VIII) HU: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) US: Stopa bezrobocia (IX)
8 CH: PMI – usługi (IX) DE: Produkcja przemysłowa (VIII) CZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	9 DE: Eksport (VIII) CZ: Inflacja (IX) HU: Inflacja (IX)	10 DE: PMI – usługi (VI) EZ: PMI – usługi (VI)	11 US: Inflacja (IX)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (VIII) DE: Inflacja (IX) US: Indeks Michigan (IX) PL: Rewizja ratingu S&P
15 PL: Inflacja PL: Bilans płatniczy US: Sprzedaż detaliczna	16 PL: Zatrudnienie (IX) PL: Płace (IX) DE: ZEW (X) HU: Decyzja banku centralnego PL: Inflacja bazowa (IX) US: Produkcja przemysłowa (IX)	17 PL: Produkcja przemysłowa (IX) PL: Produkcja budowlana (IX) PL: PPI (IX) EZ: HICP (IX) US: Rozpoczęte budowy domów (IX)	18 US: Indeks Philly Fed (IX)	19 PL: Sprzedaż detaliczna. (IX) US: Sprzedaż domów (IX)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2018 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	25	-	8	26	-	0	26	-	13	25	-	13
Decyzja RPP	10	7	7	11	16	-46	11	-	5	3	7	5
Minutes RPP	-	22	29	27	-	-11	-	23	20	25	22	20
Szybki szacunek PKB*	30	14	-	-	15	-16	-	14	-	-	14	-
PKB*	-	28	-	-	30	-12	-	31	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	15	15	12	11	-15	12	10	11	12	12	11
Inflacja bazowa	16	-	16	13	14	4	13	13	12	15	13	12
Ceny producenta	19	20	19	19	21	-4	18	20	19	17	20	19
Produkcja przemysłowa	19	20	19	19	21	0	18	20	19	17	20	19
Sprzedaż detaliczna	19	20	20	20	22	0	19	21	20	18	21	20
Płace brutto, zatrudnienie	17	16	16	18	18	-7	17	17	18	16	19	18
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	30									
Bilans płatniczy	15	13	16	13								
Podaż pieniądza	23	22	22	24								

\*dane kwartalne; a dane wstępne za styczeń, b dane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18
PMI	pkt.	52,5	53,7	53,4	54,2	55,0	54,6	53,7	53,7	53,9	53,3	54,2	52,9	51,4	52,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,8	4,4	12,3	9,2	2,8	8,7	7,3	1,6	9,3	5,2	6,7	10,3	5,2	1,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	23,6	15,3	20,2	19,9	12,8	34,7	31,3	16,1	19,7	20,7	24,7	18,7	19,0	13,8
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	8,5	8,4
Stopa bezrobocia	%	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9	5,8	5,8
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,9	7,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,4
Eksport (w euro)	% r/r	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	12,1	5,9	-1,6	8,9	2,7	9,0	9,8	5,0	1,0
Import (w euro)	% r/r	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,7	8,1	1,4	11,1	1,5	10,2	11,6	9,4	6,6
Bilans handlowy	mln EUR	288	479	284	208	-1,175	-164	-520	-205	176,0	119,0	-413,0	-432,0	-386	-460
Rachunek bieżący	mln EUR	311	218	206	54	-847	1,955	-782	-785	-90,0	169,0	-240,0	-809,0	-502	-767
Rachunek bieżący	% PKB	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	4,9	3,8	2,7	-2,4	-25,4	8,6	4,5	3,1	9,3	9,6	9,5	-0,9	-2,0	-3,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-8,2	-6,4	-4,5	4,1	42,7	-20,6	-10,8	-7,5	-22,5	-23,1	-23,0	2,1	4,8	7,1
Inflacja (CPI)	% r/r	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	2,8	2,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,8	5,7	6,6	7,3	7,3	7,4	7,3
Zobowiązania	% r/r	5,0	5,0	5,3	4,2	4,1	4,5	4,6	5,1	5,1	6,0	6,7	6,8	6,4	6,4
Należności	% r/r	5,0	5,1	4,7	3,7	3,6	4,0	4,2	4,3	3,9	5,5	5,6	5,6	6,2	6,2
EUR/PLN	PLN	4,26	4,27	4,26	4,23	4,20	4,16	4,16	4,21	4,19	4,28	4,30	4,33	4,29	4,29
USD/PLN	PLN	3,61	3,59	3,63	3,60	3,55	3,41	3,37	3,41	3,42	3,63	3,69	3,70	3,71	3,69
CHF/PLN	PLN	3,74	3,73	3,69	3,63	3,60	3,55	3,61	3,60	3,53	3,64	3,73	3,72	3,75	3,76
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70
Rentowność obligacji 2L	%	1,80	1,73	1,71	1,60	1,69	1,62	1,73	1,56	1,52	1,57	1,60	1,63	1,61	1,55
Rentowność obligacji 5L	%	2,67	2,61	2,69	2,62	2,64	2,63	2,73	2,46	2,33	2,49	2,48	2,52	2,50	2,51
Rentowność obligacji 10L	%	3,35	3,27	3,39	3,40	3,29	3,34	3,51	3,27	3,08	3,23	3,23	3,18	3,15	3,19

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2016	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
PKB	mld PLN	1,858,5	1,982,1	2,090,3	2,206,9	485,4	503,1	516,2	585,6	509,7	532,2	545,4	619,7
PKB	% r/r	3,0	4,6	4,7	3,7	5,2	5,1	4,6	4,0	3,8	4,1	3,6	3,5
Popyt krajowy	% r/r	2,2	4,7	5,3	4,0	6,8	4,8	5,0	4,8	3,9	4,1	3,9	4,0
Spożycie indywidualne	% r/r	3,9	4,8	4,9	4,5	4,8	4,9	5,0	5,0	4,8	4,6	4,4	4,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-8,2	3,4	5,6	4,0	8,1	4,5	6,0	4,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,9	6,5	5,1	3,7	5,5	7,0	5,5	2,4	2,8	3,1	5,0	3,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-14,5	13,7	17,5	2,0	25,6	21,9	17,0	11,2	3,4	3,1	0,3	2,0
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3,9	8,2	8,1	8,2	8,4	7,5	8,7	7,8	6,4	8,8	9,2	8,1
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	8,2	6,6	5,9	5,5	6,6	5,9	5,8	5,9	5,9	5,4	5,3	5,5
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,8	5,7	7,2	8,0	6,2	7,3	6,5	7,7	8,0	7,3	8,2	8,3
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,3	3,7	2,8	1,1	2,8	2,7	2,5	2,4	1,4	1,1	0,9	0,6
Eksport (w euro)	% r/r	3,1	12,0	5,3	3,3	5,1	6,8	5,1	4,4	4,7	4,3	3,5	0,6
Import (w euro)	% r/r	2,7	13,4	8,0	4,8	8,3	7,5	9,1	7,3	6,2	5,8	5,0	2,2
Bilans handlowy	mln EUR	2,935	821	-4,510	-7,864	-888	-118	-1,278	-2,226	-1,725	-879	-2,122	-3,138
Rachunek bieżący	mln EUR	-1,254	896	-2,627	-5,414	378	-161	-2,078	-766	-307	-778	-2,797	-1,533
Rachunek bieżący	% PKB	-0,3	0,2	-0,5	-1,1	-0,2	0,0	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,3	-1,7	-1,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,6	2,0	1,7	2,3	1,5	1,7	1,9	1,7	2,1	2,4	2,4	2,5
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	0,8	2,1	1,7	2,5	1,3	2,0	1,8	1,7	2,4	2,5	2,3	2,5
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0,2	0,7	0,9	2,0	0,8	0,6	0,9	1,3	1,4	1,8	2,2	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,2	2,9	2,0	2,5	0,2	2,6	2,9	2,3	2,7	1,9	2,3	3,2
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	9,6	4,6	7,1	7,4	5,8	7,3	7,9	7,1	7,2	7,2	7,3	7,4
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,1	4,1	7,0	7,4	5,1	6,7	7,4	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4
Należności <sup>b</sup>	% r/r	4,7	3,6	7,9	6,5	4,3	5,6	6,6	7,9	7,6	7,2	6,8	6,5
EUR/PLN	PLN	4,36	4,26	4,25	4,29	4,18	4,26	4,30	4,26	4,27	4,29	4,30	4,31
USD/PLN	PLN	3,95	3,78	3,57	3,46	3,40	3,58	3,70	3,61	3,50	3,47	3,45	3,44
CHF/PLN	PLN	4,00	3,84	3,65	3,48	3,59	3,63	3,75	3,64	3,50	3,49	3,47	3,45
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
WIBOR 3M	%	1,70	1,73	1,70	1,76	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,72	1,91
Rentowność obligacji 2L	%	1,66	1,89	1,60	1,71	1,64	1,57	1,60	1,59	1,56	1,61	1,79	1,89
Rentowność obligacji 5L	%	2,37	2,78	2,52	2,55	2,61	2,43	2,51	2,53	2,59	2,60	2,50	2,52
Rentowność obligacji 10L	%	3,05	3,44	3,24	3,40	3,37	3,18	3,17	3,24	3,31	3,39	3,43	3,46

Źródło: GUS NBP MF Santander Bank Polska ; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 14.09.2018 r. zostało przygotowane przez:

**DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH**

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, fax 22 586 83 40

Email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.santander.pl>

**Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

tel. 22 5341888, Email: [maciej.reluga@santander.pl](mailto:maciej.reluga@santander.pl)

**Piotr Bielski** - Dyrektor 22 534 18 87

**Marcin Luziński** - Ekonomista 22 534 18 85

**Grzegorz Ogonek** - Ekonomista 22 534 19 23

**Konrad Soszyński** - Ekonomista 22 534 18 86

**Marcin Sulewski** - Ekonomista 22 534 18 84

**DEPARTAMENT USŁUG SKARBU**

**Poznań**

pl. gen. W. Andersa 5

61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

**Warszawa**

al. Jana Pawła II 17

00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

**Wrocław**

ul. Robotnicza 11

53-607 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

*Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych, Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów, Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązująca ochrona praw do baz danych.*

*W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A, Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://www.santander.pl)*