

Kwartalnik Ekonomiczny

2q22

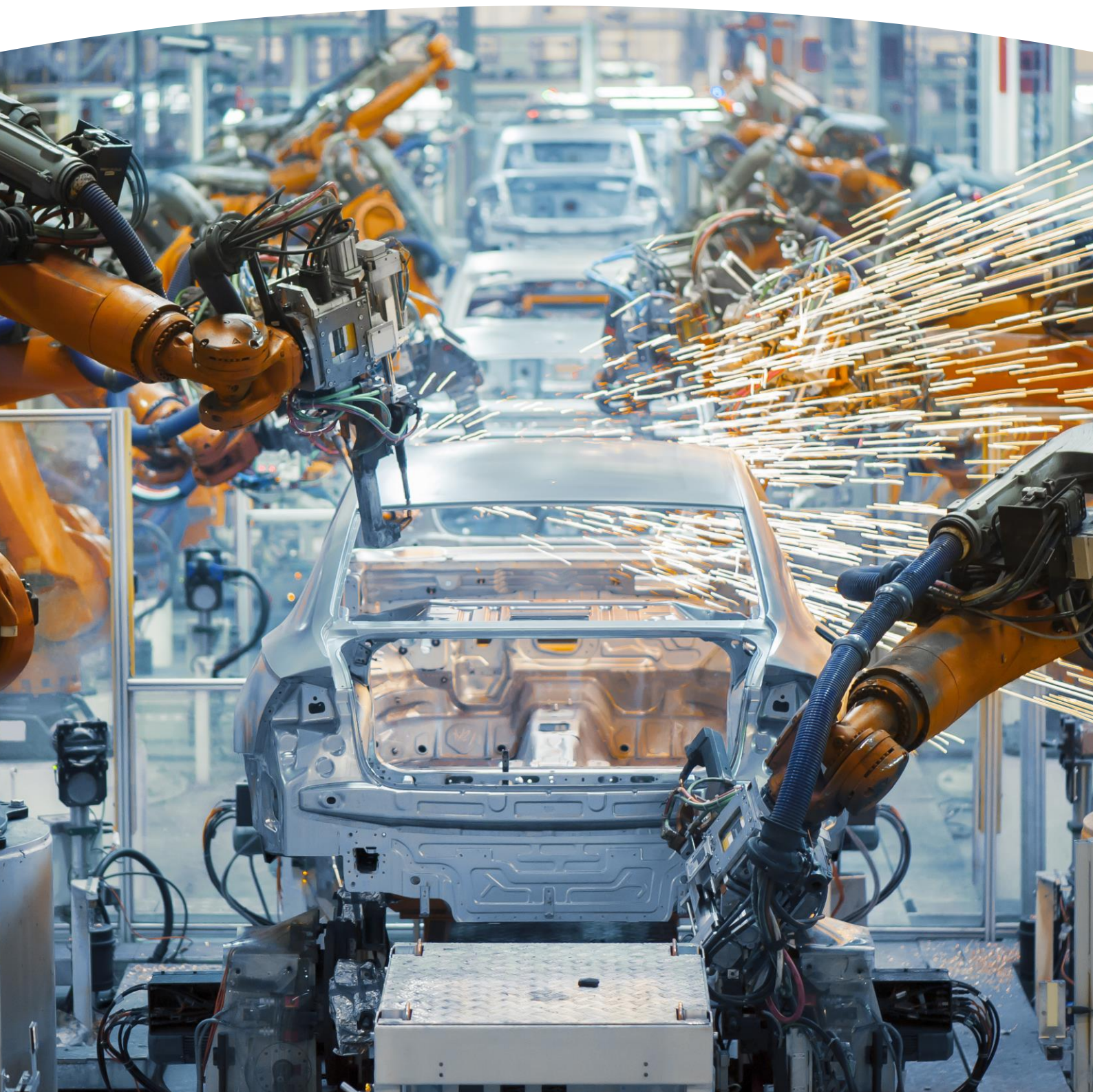
Analizy Makroekonomiczne

28 czerwca 2022



Bank Polski

Centrum
Analiz



W stagflacyjnym imadle

- **Globalna gospodarka utknęła w uścisku stagflacyjnych sił, a główne banki centralne w końcu skupiły się na zwalczaniu inflacji, nawet kosztem recesji.** Fed jest najbardziej zdecydowany, natomiast EBC działa na wrażliwym terenie, z potencjalną fragmentacją rynku długu oraz ryzykiem recesji przy braku rosyjskich surowców energetycznych. Przewidujemy, że Fed podwyższy w tym roku główną stopę do 3,50%, a pod koniec 2023 rozpocznie obniżki. EBC może mieć problem z „dowiezieniem” w tym roku więcej niż 100pb podwyżek i będzie musiał przy tym aktywnie pracować nad kontrolą spreadów. SNB chce proaktywnie przeciwdziałać narastaniu presji inflacyjnej, co wg nas oznacza dodatkowe 50pb wzrostu stóp przed końcem tego roku.
- **Przed nami dalsze silne wahania dynamiki PKB w Polsce.** W drugiej połowie tego roku wejdziemy w techniczną recesję, która potrwa do 1q23. Prognoza wzrostu PKB o blisko 5% w tym roku i nieco ponad 1% w przyszłym sugeruje, że 2023 będzie w gospodarce znacznie słabszy niż 2022, ale to tylko statystyczne złudzenie (mocno dodatni efekt przenoszenia w 2022 i ujemny na 2023). W rzeczywistości przyszły rok będzie lepszy. KPO i reszta środków UE oraz kalendarz wyborczy sprzyjają odbiciu inwestycji publicznych, spadek inflacji i obniżki podatków wspierają konsumpcję, a eksport będzie stymulowany zrealizowanymi inwestycjami zagranicznymi.
- **Pogorszenie koniunktury oraz aktywizacja uchodźców nie zwiększą bezrobocia, a jedynie zmniejszą napięcia na krajowym rynku pracy.** Buforem dla spadku popytu na pracę jest niemal rekordowa liczba wakatów, spadek liczby osób w wieku produkcyjnym, elastyczne dostosowania liczby tymczasowych pracowników zagranicznych i „chomikowanie” zatrudnienia.
- **Mocno proinflacyjne efekty rosyjskiej agresji podbijają prognozy inflacji na 2022-2023.** Ze względu na silną inercję procesów cenowych, spadek inflacji CPI do jednocyfrowego poziomu prawdopodobny jest dopiero pod koniec 2023, nawet przy założeniu przedłużenia Tarczy Antyinflacyjnej.
- **Szok *terms of trade* pogarsza polskie saldo handlowe i całego rachunku obrotów bieżących, podobnie jak w innych gospodarkach regionu.** Koniec cenowego szoku energetycznego, wzrost potencjału eksportowego i nadal wysoka jego konkurencyjność oraz napływ środków UE pozwolą na poprawę salda obrotów bieżących w 2023 po dalszym pogorszeniu w trakcie 2022.
- **RPP może wkrótce zakończyć cykl podwyżek stóp procentowych NBP, jeśli przy znacznym pogorszeniu koniunktury poprawią się średnioterminowe perspektywy inflacji.** Efektywne warunki monetarne w polskiej gospodarce będą się jednak jeszcze długo zacieśniać za sprawą indeksacji umów kredytowych, rekomendacji KNF ograniczającej zdolność kredytową oraz podwyżek stóp procentowych SNB i EBC (ponad 20% kredytów mieszkaniowych w Polsce to kredyty walutowe). Bilans ryzyka dla scenariusza stóp NBP pozostaje asymetryczny w stronę większej liczby i skali podwyżek.
- **Wzrost deficytu fiskalnego w 2022-2023 będzie umiarkowany, a relacja długu publicznego do PKB będzie się dalej obniżać.**

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

www.pkobp.pl/centrum-analiz

Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Kamil Pastor

Ekonomista
tel. 22 521 81 08

Michał Rot

Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Odsetek państw z inflacją powyżej celu



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Realny PKB (% r/r)	8,5	7,4	3,6	1,1	-0,9	0,4	2,2	3,2	5,9	4,9	1,3
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,7	2,8	2,6	2,7	2,5	2,4	2,2	3,4	2,8	2,5
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	9,7	14,0	15,2	13,7	16,8	11,3	9,3	8,7	5,1	13,1	11,5
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	6,6	8,6	9,2	8,4	6,9	4,4	3,5	3,4	4,1	8,2	4,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,2	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3	-0,6	-3,5	-3,3
Saldo fiskalne (% PKB) [†]	-1,6	-1,9	-2,2	-2,8	-2,8	-2,5	-2,4	-2,4	-1,9	-2,8	-2,4
Dług publiczny (% PKB) ^{†*}	51,8	50,6	49,4	50,4	49,4	48,8	48,1	49,2	53,8	50,4	49,2
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	6,00	7,00	7,00	7,00	7,00	6,50	5,75	1,75	7,00	5,75

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), [†]ESA2010, ^{*}dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

W światowej gospodarce nasilają się trendy stagflacyjne, z zaskakująco wysoką inflacją na pierwszym planie. Efekty rosyjskiej agresji oraz polityka „zero-covid” w Chinach mocno podsycały presję inflacyjną w gospodarkach rozwiniętych. Inflacja w USA osiągnęła najwyższy poziom od 1981, a w strefie euro od początku jej istnienia. Banki centralne przechodzą do zdecydowanego zacieśniania polityki pieniężnej, co odbywa się kosztem pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego. Wyraźne spowolnienie trwa już w strefie euro, a w USA jest widoczne w części branż. Ciężar wysokiej inflacji i rosnących stóp pogarsza nastroje konsumenckie. Chińska gospodarka hamuje po długotrwałych lockdownach, inflacja pozostaje niska.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Strop procentowe w USA będą zdecydowanie podwyższane, mimo rosnącego prawdopodobieństwa recesji. Obawy przed utrwaleniem wysokiej inflacji skłaniają Fed do zwiększenia tempa i skali podwyżek stóp procentowych. Przewidujemy, że inflacja CPI w USA osiągnęła już szczyt, ale jej spadek będzie powolny ze względu na m.in. dalszy wzrost cen powiązanych z cenami nieruchomości oraz wzrost cen usług (inercyjny komponent powiązany ze wzrostem płac). Mediana prognoz członków FOMC wskazuje, że główna stopa Fed na koniec 2023 wzrośnie do 3,8%, istotnie powyżej stopy neutralnej szacowanej na 2,5%. Jednocześnie członkowie FOMC pozostają sceptyczni co do powrotu inflacji bazowej do celu przed 2025. Scenariuszem bazowym pozostaje „łagodne lądowanie”, ale agresywne podwyżki stóp zwiększają ryzyko recesji. Uważamy, że z tego powodu Fed dostarczy nieco mniej podwyżek stóp niż wskazują ostatnie *dot plots* i oczekuje tego rynek.

EBC wbrew recesyjnym obawom rozpocznie podwyżki stóp procentowych. Władze monetarne strefy euro nie mogą ignorować ryzyka odfektowania się oczekiwań inflacyjnych i przechodzą do działania. Na ich drodze stoją jednak poważne przeszkody. Podwyżki stóp i w konsekwencji wyższe koszty obsługi długu mogą uderzyć w mocno zadłużone gospodarki państw południa i skutkować fragmentacją rynków finansowych. Istotnym ryzykiem jest też wstrzymanie dostaw surowców energetycznych z Rosji. Szacunki wpływu „szoku energetycznego” są niepewne i zależne od scenariusza – od obniżenia dynamiki PKB w latach 2022-2023 o 2-4pp (np. [KE](#) lub [EBC](#) dla strefy euro) po ok. 5-6pp (np. [Bundesbank](#) dla Niemiec). Dlatego uważamy, że EBC będzie musiał szybko zakończyć/przerwać cykl.

Sytuacja w chińskiej gospodarce zeszała na dalszy plan. Wzrost PKB w Chinach znacząco wyhamuje w 2022, za sprawą restrykcji epidemicznych. Reakcja polityki-mix najpewniej ograniczy się do celowanego wsparcia ze strony polityki pieniężnej i niewielkiego impulsu fiskalnego.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

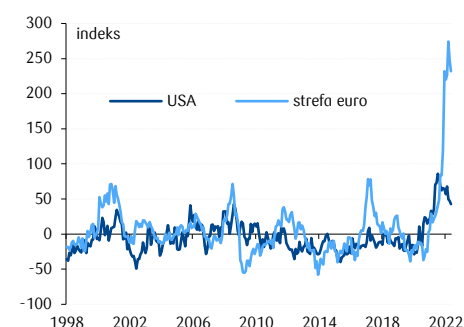
Głównymi źródłami niepewności są: (1) geopolityka (rosyjska agresja, chińskie ambicje ws. Tajwanu), 2) zmiany wycen aktywów finansowych, 3) pandemia.

Otoczenie zewnętrzne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	5,4	3,1	0,8	0,4	0,2	0,2	0,8	1,1	5,4	2,4	0,6
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	6,1	8,0	8,3	7,4	6,3	4,0	3,1	2,6	2,6	7,5	4,0
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00
USA: Realny PKB* (% r/r)	-1,5	2,8	2,1	0,6	1,4	1,2	1,3	1,7	5,7	1,3	1,4
USA: Inflacja CPI (% r/r)	8,0	8,3	8,2	6,9	5,3	3,5	3,0	3,0	4,7	7,8	3,7
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	0,50	1,75	3,00	3,50	3,50	3,50	3,25	3,00	0,25	3,50	3,00
Chiny: Realny PKB (% r/r)	4,8	1,7	4,2	4,7	4,7	6,5	5,2	4,7	8,1	3,9	5,3
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,1	2,2	2,7	2,7	2,7	2,2	2,0	2,0	0,9	2,2	2,2
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35

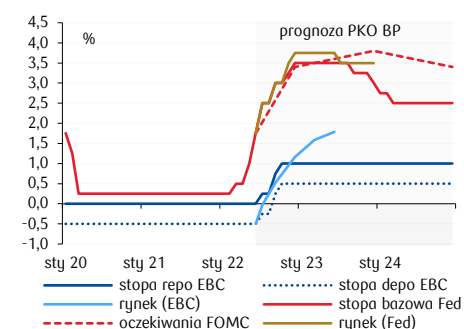
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * k/k SAAR.

Indeks zaskoczeń inflacyjnych*



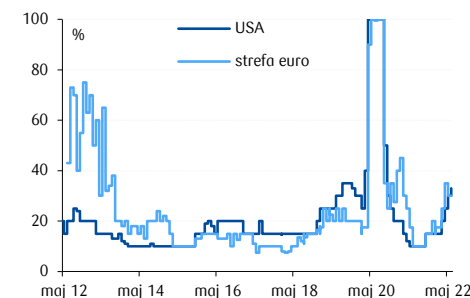
Źródło: Macrobond, Citi, PKO Bank Polski *indeks mierzy skalę odchylenia rzeczywistych odczytów inflacji od prognoz rynkowych.

Prognozy stóp EBC i Fed na tle oczekiwań rynkowych



Źródło: Macrobond, FOMC, PKO Bank Polski, Ścieżki stóp wg PKO Banku Polskiego. Oczekiwania rynkowe wg notowań kontraktów z dnia 27 czerwca 2022. Prognozy FOMC na podstawie „dot plots” z czerwca 2022.

Prawdopodobieństwo recesji w ciągu najbliższych 12 miesięcy



Źródło: Konsensusy z serwisu Bloomberg, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

W krajowej gospodarce pojawiły się w końcu oznaki pogorszenia koniunktury. Wzrost PKB w 1q22 przyspieszył do 8,5% r/r (vs 7,6% r/r w 4q21), ale pogorszyła się jego struktura. Rekordowy wkład zmiany zapasów do dynamiki PKB to wzrost gospodarczy „pożyczony” z przyszłości. Miesięczne dane coraz wyraźniej wskazują na spowolnienie konsumpcji (spadek realnych dochodów, fatalne nastroje, słabsza sprzedaż detaliczna). Wyniki przemysłu sugerują natomiast, że inwestycje dostałyby szansę, ale na przeszkodzie stoją wysokie ceny dóbr kapitałowych.

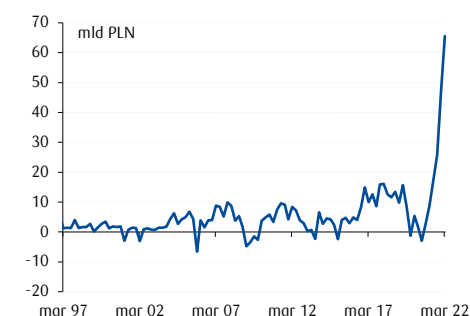
PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Prognozujemy, że dynamika PKB obniży się do 4,9% w 2022 i 1,3% w 2023. Na pierwszy rzut oka wydaje się więc, że ten rok będzie lepszy niż następny, ale jest to złudzenie statystyczne. Szacowane przez nas przeciętne kwartalne tempo wzrostu w 2022 (0,3% q/q sa) będzie niższe niż w 2023 (0,7% q/q sa). Ścieżka PKB w 2022 pochyli się, a po odbiciu od lokalnego dołka w 1q23 zacznie się wyrażać poprawa aktywności. Konsumpcja prywatna stopniowo wytraci impet za sprawą inflacji (erozja realnych dochodów) i znacznego wzrostu kosztów obsługi zadłużenia (podwyżki stóp). Wsparciem dla konsumpcji będzie napływ uchodźców („nowych” konsumentów, choć ich konsumpcja może być zaklasyfikowana jako eksport), obniżki podatków oraz wydłużone - przynajmniej do końca 2022 - tarcze antyinflacyjne. Popyt inwestycyjny spadnie w trakcie 2022, ale odbicie nastąpi wcześniej niż w przypadku konsumpcji. Niekorzystny wpływ na prywatny popyt inwestycyjny ma nie tylko niepewność związana z wojną, ale również braki podażowe, które ograniczają dostępność i podnoszą koszt dóbr inwestycyjnych. Popyt inwestycyjny publiczny w 2022 także mocno odczuwa wzrost cen dóbr inwestycyjnych, który silnie redukuje realną wartość inwestycji. W trakcie 2023 wyraźnym wsparciem dla inwestycji stanie się Krajowy Plan Odbudowy (por. wykres). Dodatkowym czynnikiem mogącym zwiększyć inwestycje publiczne staną się zakupy sprzętu wojskowego. Dynamika PKB na początku 2023 spadnie poniżej zera za sprawą efektu wysokiej bazy (rekordowy wkład zmiany zapasów do wzrostu PKB w 1q22) oraz osłabienia trendu. Po roku zadyszki, eksport w 2023 wróci na tory wzrostowe dzięki kończeniu kolejnej fali inwestycji zagranicznych w Polsce (por. wykres). To powinno zneutralizować rosnące potrzeby importowe i sprawić, że wkład eksportu netto do wzrostu PKB ponownie stanie się dodatni.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

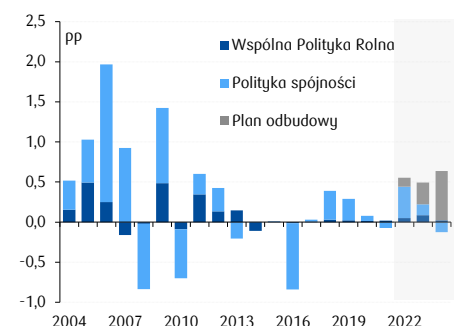
Głównymi źródłami niepewności są: (1) przebieg wojny i jej ekonomiczne skutki, (2) wzrost PKB w otoczeniu zewnętrznym gospodarki, (3) ograniczenia podażowe oraz kształtowanie się kosztów i inflacji.

Zmiana zapasów



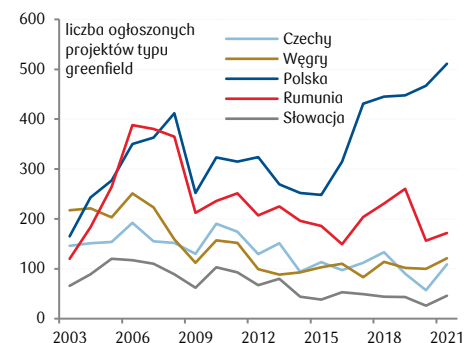
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wpływ funduszy UE na dynamikę PKB



Źródło: GUS, MR, PKO Bank Polski.

Inwestycje typu greenfield



Źródło: UNCTAD, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Realny PKB (% r/r)	8,5	7,4	3,6	1,1	-0,9	0,4	2,2	3,2	5,9	4,9	1,3
Popyt krajowy (pkt. proc.)	12,3	10,7	4,5	1,3	-1,6	-1,4	0,4	2,3	7,1	6,9	0,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,6	9,8	5,6	3,1	2,2	-0,6	2,8	4,5	6,1	6,2	2,2
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,6	5,8	3,1	1,7	2,0	0,8	3,2	4,9	4,7	3,7	2,8
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	4,3	-2,0	-5,0	-3,0	0,0	4,0	7,0	10,0	3,8	-2,0	6,1
Publiczne [†] (% r/r)	1,7	1,1	4,5	2,5	6,5	12,5	14,6	9,9	-1,6	2,6	11,2
Prywatne [†] (% r/r)	4,8	-2,8	-7,9	-5,2	-1,2	1,6	4,3	10,0	5,6	-3,4	4,4
Zapasy (pkt. proc.)	7,7	4,9	1,4	-0,4	-3,5	-2,2	-2,8	-2,6	2,4	3,2	-2,8
Eksport netto (pkt. proc.)	-3,8	-3,3	-1,0	-0,2	0,7	1,8	1,8	1,0	-1,2	-2,0	1,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	16,9	13,5	14,5	7,5	4,3	5,5	2,7	4,0	15,4	12,9	2,9
Potencjalny PKB [†] (% r/r)	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	3,3	3,4	3,4
Luka popytowa (% pot. PKB)	0,9	1,8	1,8	1,3	0,2	-0,5	-0,8	-0,8	-0,2	1,3	-0,8

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

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

Krajowy rynek pracy w 2q22 był jeszcze mocny i wchłonął dużą liczbę uchodźców, ale zaczyna słabnąć. Zatrudnienie na podstawie uproszczonych procedur podjęło już ponad 250 tys. uchodźców wojennych. Sprzyjała temu prawie rekordowa liczba wakatów – w 1q22 w gospodarce narodowej było ich 158,7 tys., tylko nieznacznie poniżej rekordu z 2q18. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła na koniec maja do 5,1% i była tylko 0,1pp wyższa niż minimum z października 2019. Majowe dane z rynku pracy przyniosły jednak niekorzystny przełom. W sektorze przedsiębiorstw spadło zatrudnienie (m/m), a realna dynamika przeciętnej płacy była ujemna po raz pierwszy od 2012. Miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw (niefinansowych, 10+ pracowników) dotyczą tylko ok 6,5 mln z 16 mln pracujących w gospodarce narodowej. W mniejszych jednostkach oraz w sektorze publicznym nominalny wzrost płac jest zdecydowanie wolniejszy i już od szeregu miesięcy nie pokrywa inflacji. W naszej ocenie jest to kluczowa obserwacja dla oceny procesów płacowych w gospodarce – oszczędne podwyżki w sektorze publicznym (zapowiedziane nieco ponad 7% na 2023) i mikrofirmach sprawiają, że **spirała cenowo-płacowa nie ma możliwości się w pełni rozwinąć**.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Przewidujemy, że pogorszenie koniunktury osłabi krajowy rynek pracy, ale bez wzrostu bezrobocia. Buforem dla spadku popytu na pracę jest niemal rekordowa liczba wakatów, spadek liczby osób w wieku produkcyjnym, elastyczne dostosowania liczby tymczasowych pracowników zagranicznych i „chomikowanie” zatrudnienia. Prognozujemy, że **wzrost płac w gospodarce nie przekroczy trwale 10%**. Istotnym czynnikiem podbijającym dynamikę płac w 2023 będzie podwyżka płacy minimalnej o 14,6% (do 3 383 PLN od 1 stycznia i 3 450 PLN od 1 lipca).

Napływ uchodźców do Polski okazał się mniejszy niż nasze początkowe założenia. Obecnie w Polsce przebywa ok 1,5 mln Ukraińców, którzy przyjechali po wybuchu wojny, i zakładamy, że ich liczba ustabilizuje się na tym poziomie. Jak do tej pory Ukraińcy nie rejestrują się Urzędach Pracy jako osoby bezrobotne, dlatego ich obecność na rynku pracy będzie obniżała stopę bezrobocia (wzrost mianownika), która wkrótce osiągnie nowe historyczne minima. Według rejestru PESEL, który obejmuje 1,2 mln uchodźców, ok. 51,6% z nich to osoby w wieku 18-65 lat. Uwzględnienie 250 tys. podjęć pracy na podstawie uproszczonych procedur dawałoby stopę zatrudnienia na poziomie 40%, już zaledwie 3 miesiące po przyjeździe do Polski. Taki wynik daje nadzieję na **szybkie włączenie migrantów do rynku pracy**. Według badań OECD przeciętnie po 20 latach stopa zatrudnienia uchodźców staje się zbliżona do lokalnej populacji, a po 5 latach po napływie jedynie ¼ uchodźców podejmuje pracę.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

Główne źródła niepewności to: (1) skala przepływów migracyjnych i regulacje dotyczące uchodźców, (2) poziom inflacji i natężenie żądań płacowych.

Rynek pracy

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	2,3	2,6	2,7	3,0	2,4	2,3	2,1	2,1	0,5	2,6	2,2
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	1,4	0,5	0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	2,6	1,0	-0,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,4	4,9	4,7	4,7	4,8	4,2	4,0	4,1	5,4	4,7	4,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,7	2,8	2,6	2,7	2,5	2,4	2,2	3,4	2,8	2,5
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,0	58,1	58,4	58,2	58,2	58,2	58,2	58,2	57,8	58,2	58,2
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	11,2	13,4	11,2	10,4	8,5	8,3	9,8	10,5	8,6	11,5	9,3
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	9,7	10,7	8,8	8,3	8,1	8,2	8,8	9,3	8,9	9,4	8,6
Wydajność pracy (% r/r)	6,7	5,9	3,1	0,9	-0,8	0,7	2,3	3,4	3,2	4,1	1,4
ULC (% r/r)	2,8	4,5	5,5	7,4	8,9	7,4	6,3	5,7	5,6	5,1	7,1

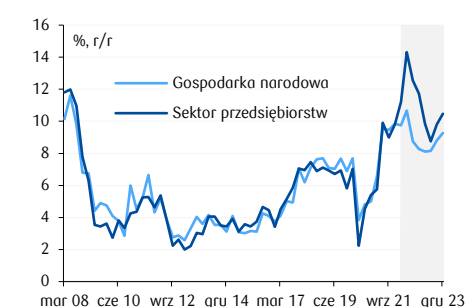
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu.

Wolne miejsca pracy w gospodarce narodowej



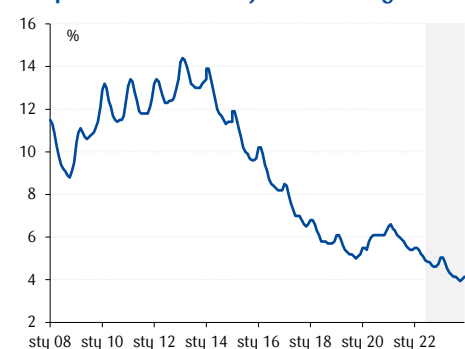
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika wynagrodzeń



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia rejestrowanego



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Skutki rosyjskiej agresji wobec Ukrainy przyniosły wyraźne wzmocnienie wzrostowego trendu inflacji w trakcie 2q22. Od marca do maja inflacja CPI rosta średnio o ponad 3% m/m i 1,8pp r/r, a w czerwcu przebiła wg naszych szacunków wyraźnie 15% r/r. Wybuch wojny znacząco nasilił trend wzrostowy cen żywności, nośników energii i paliw, które łącznie od lutego podbiły inflację CPI o blisko 5pp. Na to nałożył się dalszy wzrost inflacji bazowej (do ponad 9% r/r w czerwcu), który odpowiada za wzrost inflacji CPI w porównaniu z lutym o 2,5pp. Skala oddziaływania czynników egzogenicznych na inflację jest dwukrotnie większa niż fundamentalnej presji inflacyjnej. Wzrost cen surowców podbija inflację PPI, która w maju wzrosła do 24,7% r/r, ale była „niska” na tle innych państw UE.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Proinflacyjne efekty rosyjskiej agresji podbijają prognozy inflacji na 2022-2023. Prognozy inflacyjne nawet w horyzoncie kilku miesięcy obciążone są ogromną niepewnością. Kluczowe czynniki wpływające na inflację znajdują się w obszarze globalnych cen towarów (nośniki energii, żywność), których podaż nie jest warunkowana procesami ekonomicznymi. Na to nakłada się niepewność dotycząca zmian regulacyjnych, takich jak czas obowiązywania tarczy antyinflacyjnej, wprowadzenie regulacji cenowych np. w obszarze opału, czy skala zmian taryf URE. Bardziej przewidywalne są fundamentalne trendy inflacyjne. Zakładając wygasanie egzogenicznych szoków, to inflacja bazowa powinna być przedmiotem oceny średnioterminowych perspektyw inflacji. Kluczowym pytaniem jest obecnie, czy spirala inflacyjna w Polsce będzie się nakręcać. W naszej ocenie znajdujemy się blisko punktu zwrotnego, który doprowadzi do stopniowego obniżania się inflacji bazowej. Wzrost dochodów (płace, świadczenia) w gospodarce nie nadąża już za inflacją i wg nas ta tendencja się utrzyma. Zasiób środków dostępnych do finansowania konsumpcji jest też coraz mocniej ograniczany przez znaczące podwyżki stóp procentowych. Obydwa elementy prowadzą do osłabienia popytu, w tym zwłaszcza w obszarze dóbr i usług wyższego rzędu, na które w mniejszym stopniu oddziałuje dodatkowy popyt ze strony uchodźców. Osłabienie popytu, którego apogeum oczekujemy na początku 2023, będzie obniżać inflację bazową i CPI, nawet w warunkach oczekiwanego przez nas dalszego wzrostu cen żywności i energii. Bez korekty po stronie czynników egzogenicznych szybki spadek inflacji CPI ogółem nie będzie jednak możliwy. W bazowym scenariuszu, zakładającym wygaśnięcie tarcz z końcem 2022, prognozujemy, że **inflacja CPI utrzyma się powyżej poziomu 10% do połowy 2023.**

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

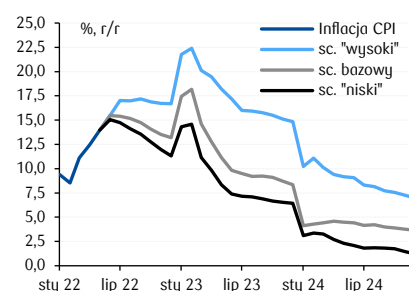
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) zmiany cen surowców; (2) zmiany regulacyjne i administracyjne, (3) notowania złotego, (4) siła i trwałość presji płacowej.

Procesy inflacyjne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Inflacja CPI† (% r/r)	11,1	15,5	14,8	13,3	14,7	9,8	9,2	8,4	8,6	13,3	8,4
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	9,7	14,0	15,2	13,7	16,8	11,3	9,3	8,7	5,1	13,1	11,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	2,3	3,6	4,4	4,6	5,7	4,1	3,3	2,7	0,8	3,7	4,0
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	3,6	5,4	5,5	4,2	7,1	4,7	4,0	4,1	1,9	4,7	5,0
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	3,8	4,9	5,3	4,8	4,0	2,5	2,0	2,0	2,3	4,7	2,6
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	6,6	8,6	9,2	8,4	6,9	4,4	3,5	3,4	4,1	8,2	4,5
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	18,2	24,5	23,3	18,9	12,7	5,5	4,7	5,6	7,9	21,2	7,1
Deflator PKB (% r/r)	7,1	7,1	9,2	8,9	10,0	8,0	6,0	4,0	5,8	8,1	7,0
ULC (% r/r)	2,8	4,5	5,5	7,4	8,9	7,4	6,3	5,7	5,6	5,1	7,1
Luka popytowa (% pot. PKB)	0,9	1,8	1,8	1,3	0,2	-0,5	-0,8	-0,8	-0,2	1,3	-0,8

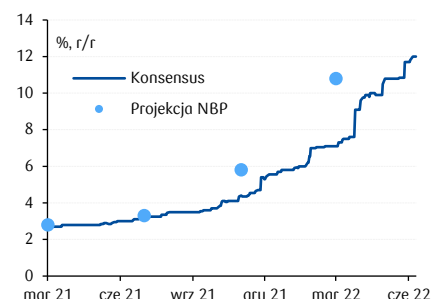
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

Scenariusze inflacyjne



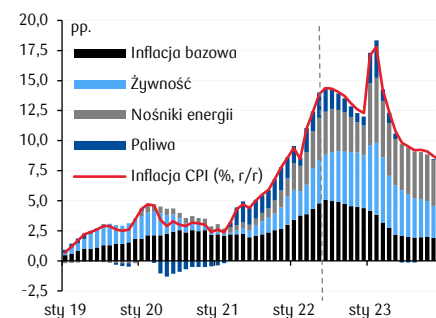
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Zmiana prognoz inflacji CPI w 2022



Źródło: Bloomberg, NBP, PKO Bank Polski, mediana prognoz wg Bloombergu.

Struktura inflacji CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Trwa negatywny dla równowagi zewnętrznej gospodarki szok *terms of trade*. Po kwietniu deficyt rachunku bieżącego pogłębił się do 3,1% PKB, a jeszcze na początku 2021 było 3% PKB nadwyżki. Warto jednak pamiętać, że dobre wyniki z okresu pandemii były podbijane przez niskie ceny surowców energetycznych i słaby popyt krajowy. Zjawisko poprawy w pandemii i pogorszenia w ostatnich miesiącach jest typowe dla państw naszego regionu i odzwierciedla zakłócenia w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów dostaw oraz kształtowanie się cen importowanych surowców energetycznych. Szokowym źródłem nierównowagi w bilansie płatniczym jest wojna w Ukrainie, której wybuch z jednej strony przyczynił się do ograniczenia eksportu do Rosji, a z drugiej gwałtownie podbił ceny surowców energetycznych. W marcu (ostatnie dostępne dane Eurostat) import paliw mineralnych, smarów itp. wzrósł o 146% r/r, podczas gdy pozostały import towarów o 23% r/r (podbijany przez rekordową akumulację zapasów na początku 2022). Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego po kwietniu pogorszyło się do -1,8% PKB, wskazując na coraz większe zapotrzebowanie na zagraniczne finansowanie. Wskaźniki równowagi zewnętrznej pogorszyły się, ale nie przekraczają ostrzegawczych poziomów.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Deficyt handlowy i całego rachunku obrotów bieżących mogą się jeszcze powiększyć za sprawą wzrostu cen surowców, ale widzimy fundamentalne podstawy do redukcji nierównowagi zewnętrznej: (1) oczekiwane spowolnienie popytu krajowego i jego struktura, ze spadkiem importochłonnych inwestycji oraz konsumpcji dóbr trwałego użytku powinny ograniczać import; (2) oczekiwane odblokowanie łańcuchów dostaw oraz inwestycje firm z udziałem kapitału zagranicznego wskazują na podstawy do wzrostu eksportu. Widoczny w danych UNCTAD nt. zapowiedzianych inwestycji *greenfield* wzrost znaczenia Europy (kosztem Azji) w światowym podziale pracy powinien naszym zdaniem wspierać polski eksport. Do obserwowanego *nearshoringu* zamówień prawdopodobnie dołączy *nearshoring* inwestycji. Zanim nastąpi oczekiwana przez nas poprawa bilansu handlowego i całego rachunku obrotów bieżących, przewidujemy jeszcze pewne pogorszenie (tli się kolejny szok energetyczny). Oczekiwany napływ środków z UE oraz wysoki poziom rezerw walutowych będą w takiej sytuacji działały jako istotny bufor stabilizujący notowania złotego.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

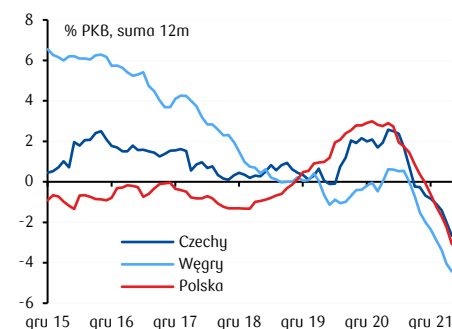
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) trwałość zaburzeń podażyowych; (2) przepływy funduszy UE; (3) globalna koniunktura, 4) ceny surowców.

Równowaga zewnętrzna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,2	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3	-0,6	-3,5	-3,3
Bilans handlowy (% PKB)	-1,7	-2,5	-3,2	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	-0,1	-3,7	-4,2
Eksport (% r/r)	15,2	6,7	3,0	3,0	9,6	11,0	8,3	10,0	19,9	7,0	9,7
Import (% r/r)	30,3	15,0	9,6	7,5	11,4	11,6	9,3	10,2	26,8	15,6	10,7
Saldo usług (% PKB)	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	4,6	4,6	5,0
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,3	-4,0	-3,9	-3,7	-3,4	-3,4	-3,3	-3,3	-4,4	-3,7	-3,3
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,8	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8
Rachunek kapitałowy (% PKB)	1,5	1,4	1,4	1,9	2,6	3,1	3,5	3,4	1,6	1,9	3,4
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	2,5	3,8	3,2	3,1	2,6	1,8	1,9	1,9	2,6	3,1	1,9
Bezpośrednie inwestycje zagr. netto (% PKB)	3,8	4,0	3,2	2,9	2,3	2,0	2,0	1,9	3,6	2,9	1,9
Zmiana rezerw (% PKB)*	-0,7	-1,7	-0,1	-0,1	-0,8	-0,5	-0,9	-0,9	-2,8	-0,1	-0,9
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,1	-1,0	-1,2	-1,3	-1,2	-1,1	-1,2	-1,1	-0,8	-1,3	-1,1
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	53,1	51,6	50,2	48,9	47,0	45,9	45,2	44,3	56,2	48,9	44,3
Sektor publiczny (% PKB)	18,3	17,9	17,3	16,8	16,1	15,7	15,5	15,2	18,4	16,8	15,2
Sektor prywatny (% PKB)	34,8	33,7	32,8	32,1	30,9	30,2	29,7	29,2	37,8	32,1	29,2

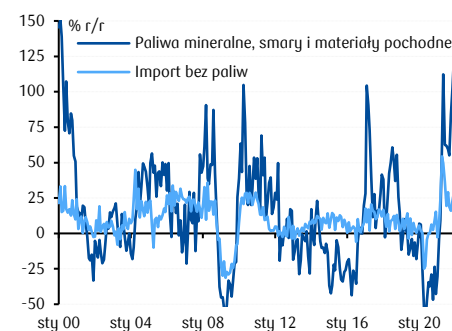
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

Saldo obrotów bieżących w regionie



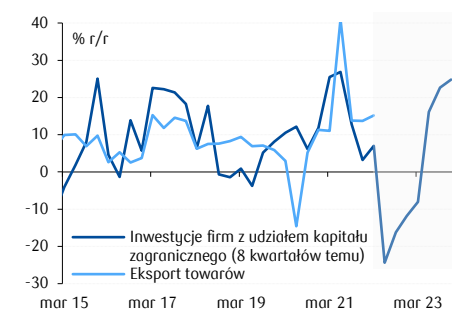
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika importu towarów



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Inwestycje firm zagranicznych vs eksport z Polski



Źródło: NBP, Pont, PKO Bank Polski.

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

RPP wyraźnie zwiększyła skalę zaostrowania polityki pieniężnej w trakcie 2q22, podwyższając stopy procentowe NBP o 250pb, w tym referencyjną do 6,00%. Obecny cykl podwyżek stóp jest najszybszy i największy od przyjęcia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w 1998. Rada zaczęła wiązać wielkość pojedynczych podwyżek z bieżącą inflacją (np. zaskakujące 100pb w kwietniu po danych nt. skoku inflacji w marcu), co ma zakotwiczać oczekiwania inflacyjne. Po posiedzeniu RPP w czerwcu prezes NBP zasignalizował, że „zbliżamy się do końca cyklu podwyżek stóp”, który był dotąd dość „drastyczny”.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Zakładamy, że RPP zbliża się do końca cyklu podwyżek stóp procentowych. Rada będzie jeszcze chciała reagować na wzrost bieżącej inflacji, aby zakotwiczać oczekiwania inflacyjne. Dlatego przewidujemy wzrost stóp NBP o 100pb w 3q22 (stopa referencyjna do 7,00%), w dwóch ruchach po 50pb w lipcu i wrześniu. Bilans ryzyka dla takiego scenariusza jest asymetryczny w stronę większej liczby i skali podwyżek ze względu na zachowanie bieżących procesów inflacyjnych (możliwe, że szczyt inflacji nastąpi wyżej i później) oraz ewentualną presję na złotego związaną ze zdecydowanym zaostrowaniem polityki pieniężnej Fed. Widzimy jednak **szereg argumentów za przyjęciem bardziej ostrożnego podejścia. Po pierwsze**, skala dotychczasowego zaostrowania polityki pieniężnej była drastyczna i przyczyni się do znacznego schłodzenia koniunktury (recesja od 3q22 do 1q23), co widać już bardzo wyraźnie na rynku kredytowym i mieszkaniowym, ale coraz mocniej również w zachowaniu konsumentów. Naszym zdaniem RPP może się liczyć z tym, że obecny cykl podwyżek będzie bardziej kosztowny dla wzrostu niż wynika z dawnych szacunków (wg [badań NBP](#) wzrost WIBOR3M o 1pp po 3-5 kwartałach obniża dynamikę PKB o 0,2-0,4pp, a inflację o 0,2-0,3pp). Szybka i duża skala podwyżek może implikować występowanie nieliniowego wpływu (każda kolejna podwyżka coraz bardziej osłabia wzrost). W szczególności silniejsza niż modelowo może być reakcja popytu gospodarstw domowych, które częściej niż dekadę temu korzystają z kredytów mieszkaniowych (ich relacja do PKB wzrosła z 7% w 2010 do 16% w 2021). **Po drugie**, warunki monetarne w Polsce będą dalej zacieśnianie nawet bez dalszych podwyżek stóp NBP, za sprawą indeksacji umów kredytowych, zaostrowania polityki kredytowej na skutek rekomendacji KNF oraz podwyżek stóp procentowych SNB i EBC (ponad 20% kredytów mieszkaniowych w Polsce to kredyty walutowe). **Po trzecie**, po „zielonym świetle” dla KPO krajowa waluta zachowuje się jak czeska korona, a nie węgierski forint, co oznacza, że można ograniczyć premię za ryzyko wymaganą przy agresywnej polityce Fed. Testem dla opcji zakończenia cyklu podwyżek stóp NBP będzie zapowiadana zmiana polityki CNB pod wodzą nowego, ultragłębiego prezesa (A.Michl).

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

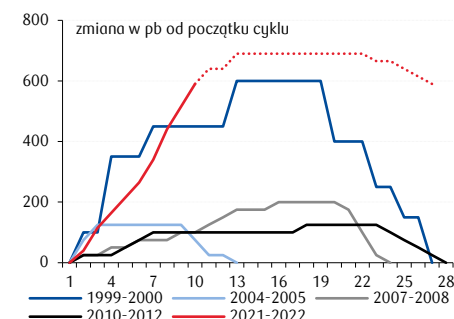
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) decyzje Fed i EBC; (2) kształtowanie się ścieżki inflacji; (3) tempo/skala pogorszenia koniunktury.

Polityka pieniężna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Stopa referencyjna (%)	3,50	6,00	7,00	7,00	7,00	7,00	6,50	5,75	1,75	7,00	5,75
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-7,61	-9,45	-7,75	-6,19	-7,62	-2,81	-2,73	-2,61	-6,85	-6,19	-2,61
Realna st. proc. defl. infl. baz(%)	-3,40	-3,60	-2,00	-1,31	0,95	3,31	6,50	5,75	-3,55	-1,31	2,41
Stopa lombardowa (%)	4,00	6,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,00	6,25	2,25	7,50	6,25
Stopa depozytowa (%)	3,00	5,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,25	1,25	6,50	5,25
Stopa redysk. weksli(%)	3,55	6,05	7,05	7,05	7,05	7,05	6,55	5,80	1,80	7,05	5,80
REER defl. CPI (% r/r)	0,2	-0,8	2,9	3,8	9,5	5,7	6,0	5,5	-0,5	1,5	6,6
Nominalny PKB (% r/r)	16,3	15,1	13,1	10,1	9,0	8,4	8,4	7,4	12,1	13,4	8,3

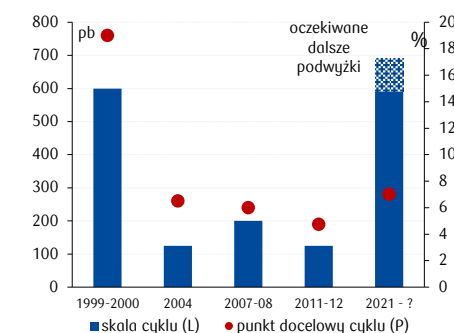
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Przebieg cykli podwyżek stóp procentowych w Polsce



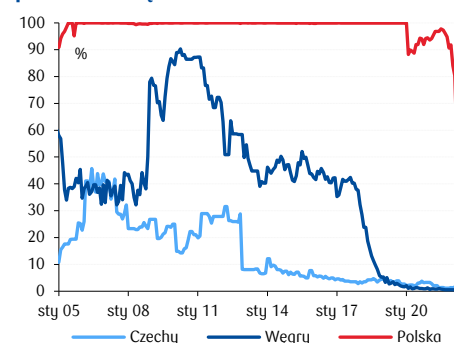
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Cykle podwyżek stóp procentowych



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Odsetek nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych ze zmienną stopą procentową



Źródło: EBC, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Obraz finansów publicznych na półmetku 2022 jest pozytywny. Nadwyżka budżetu państwa po maju zwiększyła się do 12,1 mld zł. Prawie milion obcokrajowców zarejestrowanych w ZUS na koniec maja sugeruje, że sytuacja dochodowa podsektora ubezpieczeń społecznych także jest pozytywna. Podtrzymujemy ocenę, że relacja długu publicznego do PKB w 2q22 pozostała na ścieżce spadkowej, mimo dużego zaawansowania finansowania potrzeb pożyczkowych i osłabienia złotego.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Nadal prognozujemy, że wzrost deficytu fiskalnego w 2022 będzie umiarkowany (utrzyma się poniżej 3% PKB), a w 2023 możliwy jest powrót na ścieżkę jego redukcji. Przedłużenie tarczy antyinflacyjnej (przynajmniej do końca 2022) oraz obniżka podatków od lipca będą mieć pewien negatywny wpływ na wyniki sektora, ale trzeba pamiętać, że tarcza antyinflacyjna jest w dużej mierze transferem „zwrotnym” podwyższonych dochodów uzyskanych dzięki zaskakująco silnemu wzrostowi cen, a nie działaniem podważającym wcześniej wyznaczoną ścieżkę deficytu fiskalnego. Podwyżki stóp procentowych sprawią, że w horyzoncie roku koszty obsługi zadłużenia wzrosną o ok. 1% PKB. Dużo zależeć będzie także od tego, jaki kształt przybierze zapowiadana na wakacje nowelizacja ustawy budżetowej, uwzględniająca zaktualizowane założenia makroekonomiczne. Założenia przyjęte w ustawie budżetowej na 2022 wydają się w świetle naszych obecnych prognoz ultrakonserwatywne. Silny wzrost bazy podatkowej, który ma obecnie miejsce, sprawia, że polityka fiskalna ma przestrzeń zarówno do zmniejszania efektywnych stawek podatkowych (taki mechanizm ma zastosowanie w przypadku tarczy antyinflacyjnej), jak i do wzrostu wydatków (nowelizacja ustawy budżetowej będzie zapewne uwzględniać dodatkowe wydatki związane z wojną w Ukrainie, m.in. pomoc dla uchodźców, większe nakłady na armię). **Bardzo wysoki nominalny wzrost gospodarczy sprawia, że nawet przy umiarkowanym wzroście deficytu fiskalnego i potrzeb pożyczkowych relacja długu publicznego do PKB będzie się obniżać.** Część pożyczkowa KPO będzie mieć niewielki wpływ na wynik sektora w 2022 i 2023 – szacunkowy wzrost zadłużenia z tego tytułu nie przekroczy 0,3% PKB. Sytuacja fiskalna w Polsce na tle krajów regionu pozostaje dobra – wynik fiskalny ogółem za 2021 (-1,9% PKB), jak i po korekcie o nowe inwestycje publiczne (0,0% PKB) był znacznie lepszy niż w Czechach i na Węgrzech. Według prognoz Komisji Europejskiej, wynik fiskalny w Polsce w 2022 będzie nadal lepszy niż w innych krajach regionu, a w 2023 będzie tylko nieznacznie gorszy niż w Czechach.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

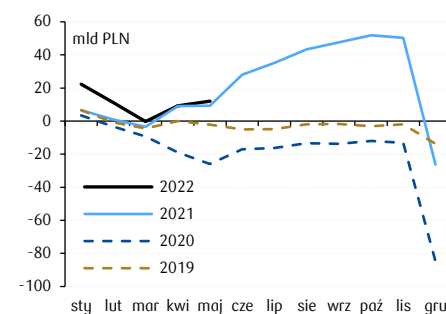
Główne źródła niepewności to: (1) zmiany nominalnej dynamiki PKB, (2) zakres i koszt pomocy uchodźcom, (3) zmiany wydatków obronnych, (4) wahania notowań złotego (istotne dla relacji długu do PKB).

Polityka fiskalna†

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2021	2022	2023
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,6	-1,9	-2,2	-2,8	-2,8	-2,5	-2,4	-2,4	-1,9	-2,8	-2,4
Dochody (% PKB, ESA2010)	41,1	40,3	39,6	39,0	38,8	39,0	39,1	39,4	42,3	39,0	39,4
Wydatki (% PKB, ESA2010)	42,6	42,1	41,8	41,8	41,6	41,5	41,5	41,7	44,2	41,8	41,7
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,0	1,1	1,1	1,5	2,2	2,5	2,4	2,3	1,1	1,5	2,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,6	-0,8	-1,2	-1,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,8	-1,3	0,0
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,9	-1,5	-1,9	-1,8	-0,6	0,2	0,4	0,3	-0,7	-1,8	0,3
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,8	50,6	49,4	50,4	49,4	48,8	48,1	49,2	53,8	50,4	49,2
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,3	x	x	x	-1,3	-1,0	-1,3	-1,3
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,1	x	x	x	-1,6	-0,7	-1,1	-1,6
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	39,4	x	x	x	38,1	43,8	39,4	38,1

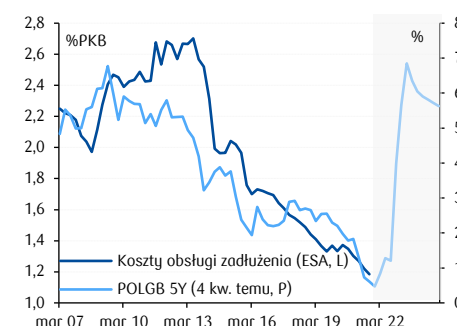
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, † dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Saldo budżetu państwa



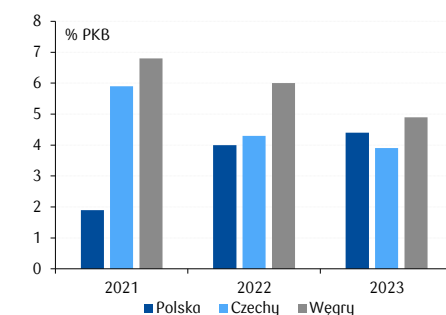
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Koszty obsługi zadłużenia



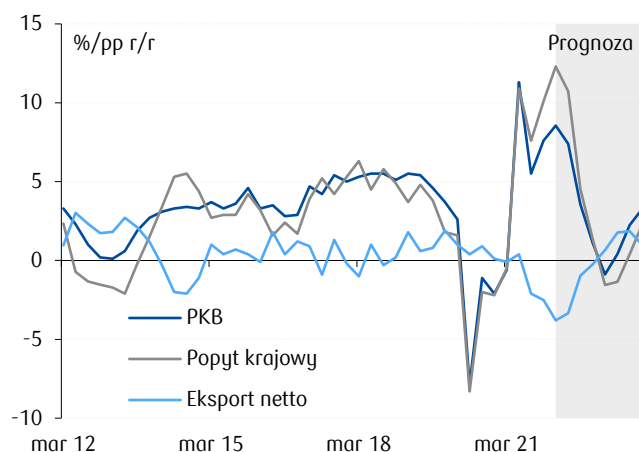
Źródło: ZUS, PKO Bank Polski.

Deficyt fiskalny krajów regionu

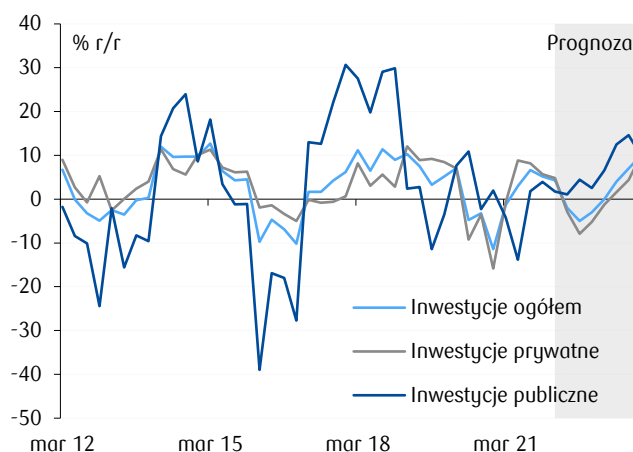


Źródło: KE, PKO Bank Polski.

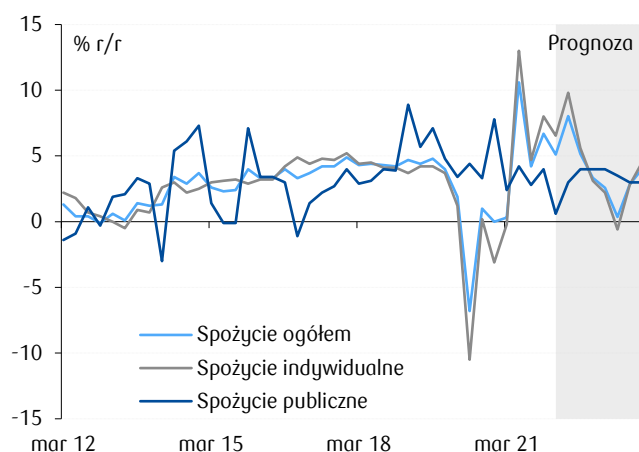
Realny PKB



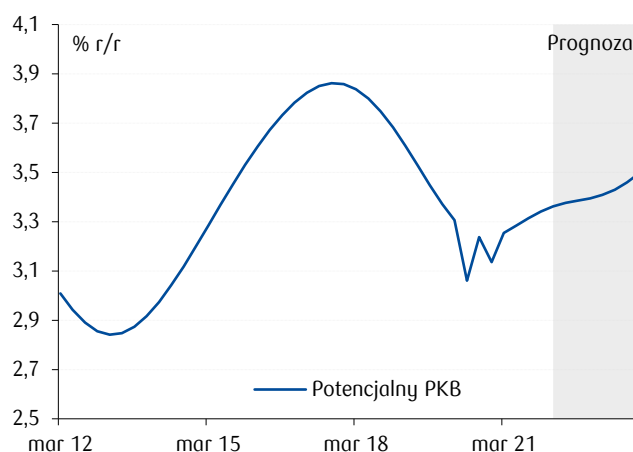
Popyt inwestycyjny



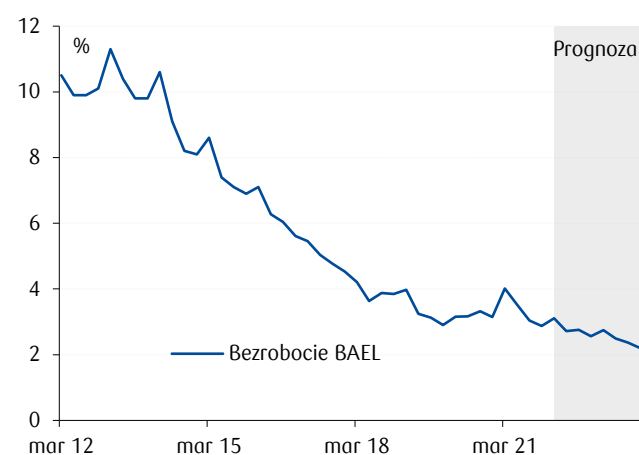
Popyt konsumpcyjny



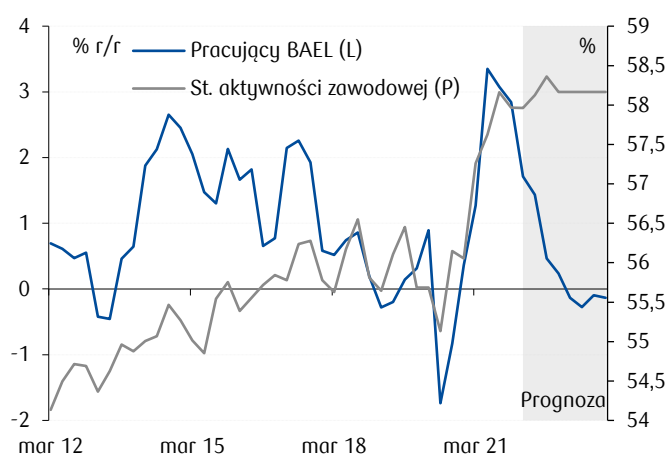
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

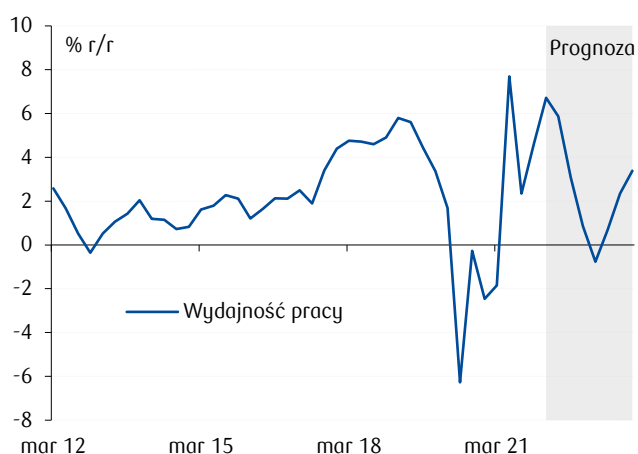


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

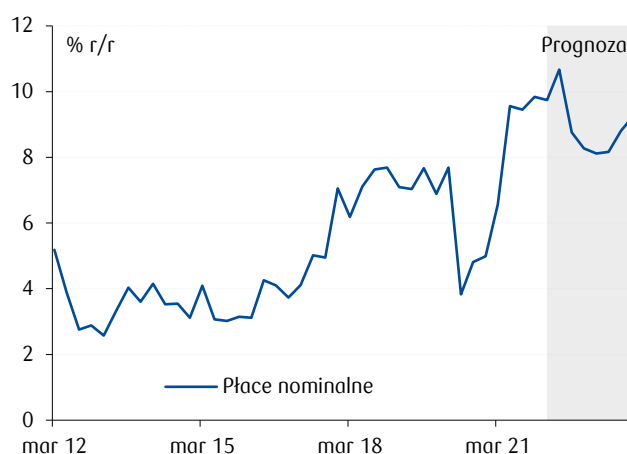


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

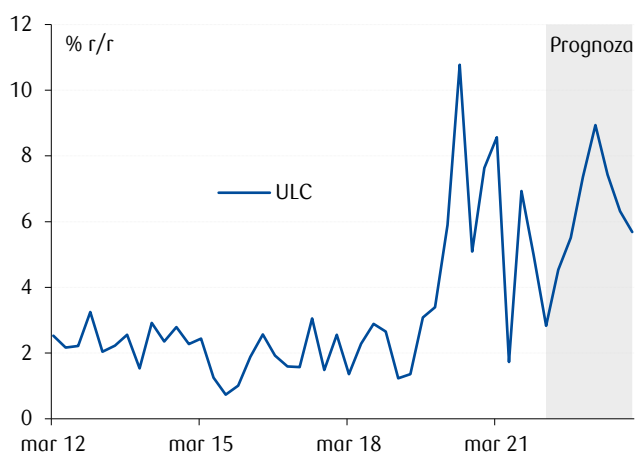
Wydajność pracy*



Płace w gospodarce narodowej



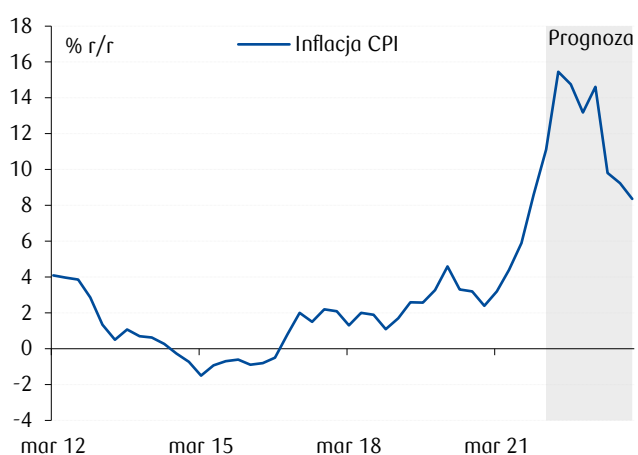
Jednostkowe koszty pracy*



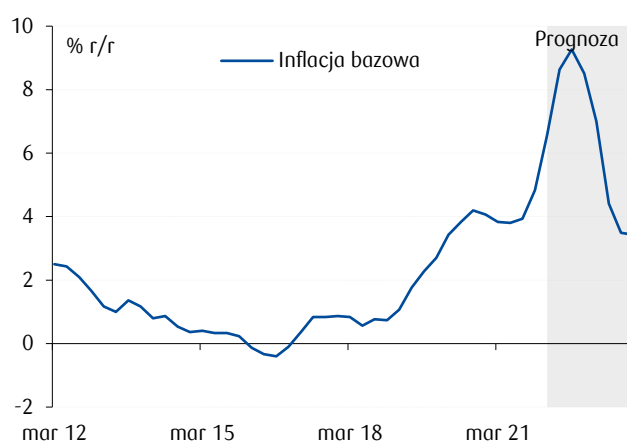
Luka popytowa



Inflacja CPI

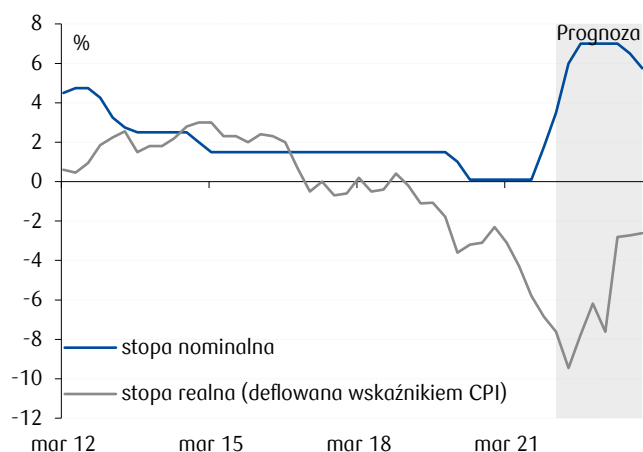


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

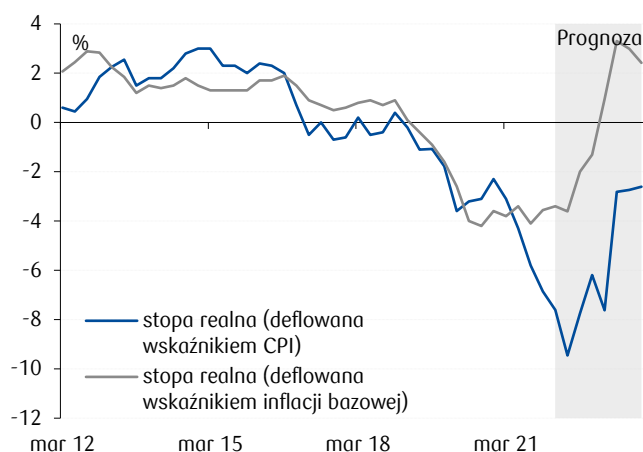


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

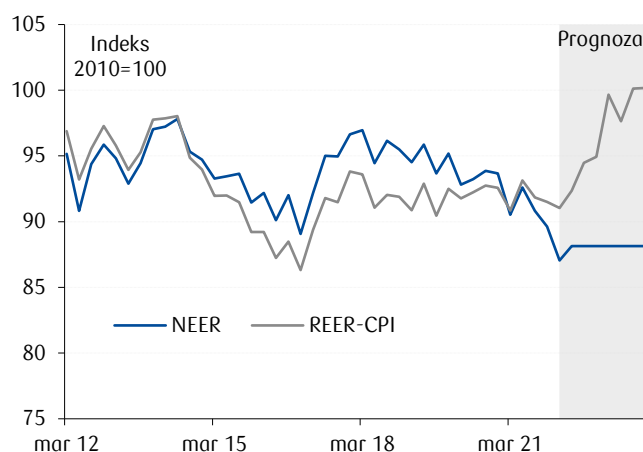
Stopy nominalne vs realne



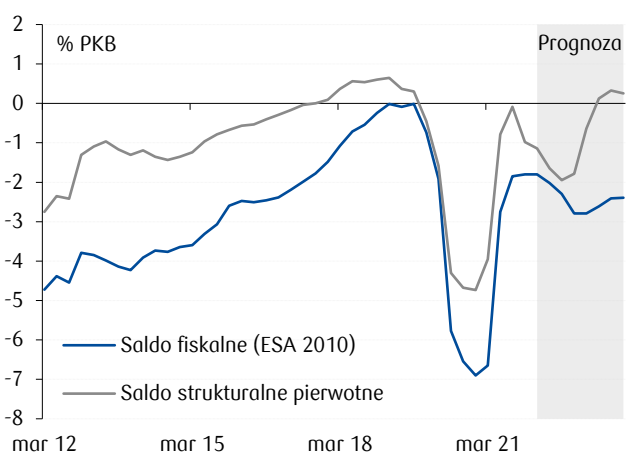
Stopy realne



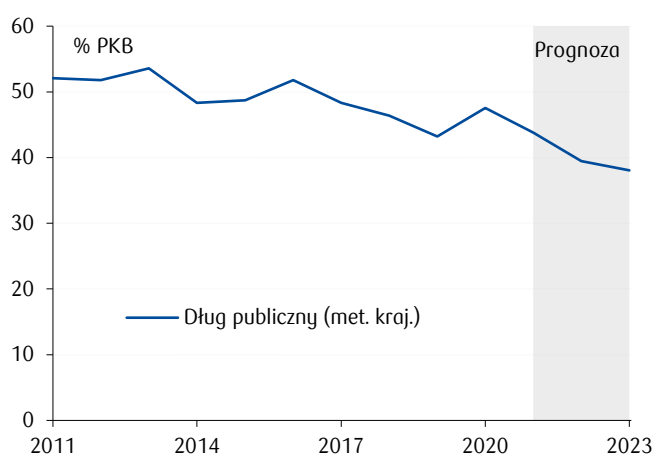
Założenia dotyczące NEER i REER*



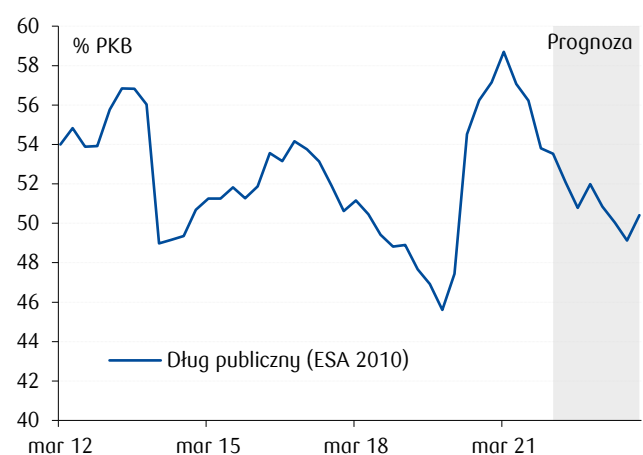
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

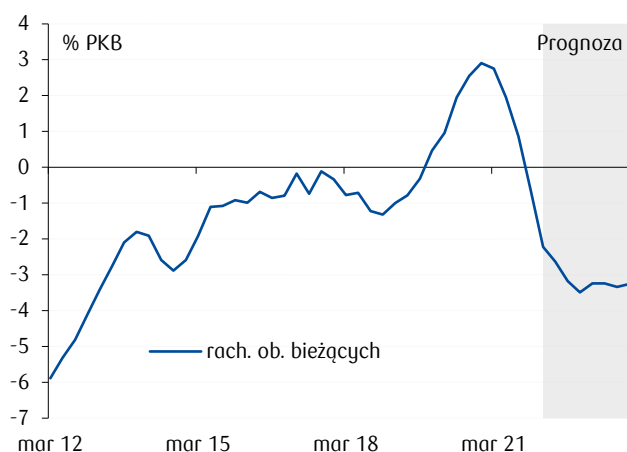


Dług publiczny (ESA 2010)

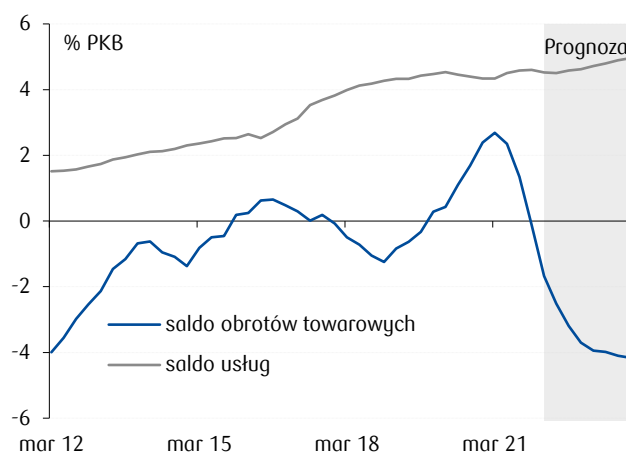


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

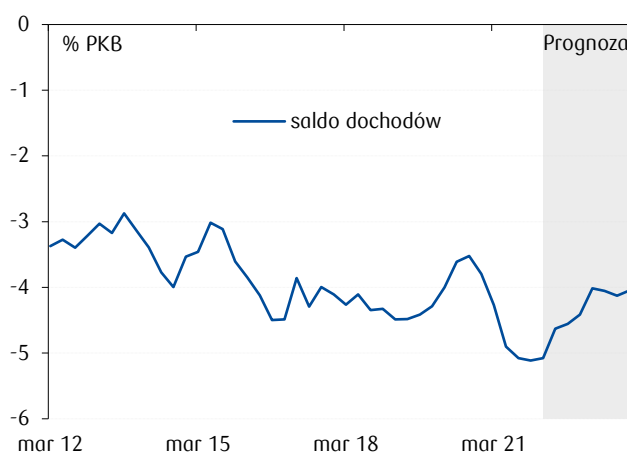
Saldo rachunku obrotów bieżących



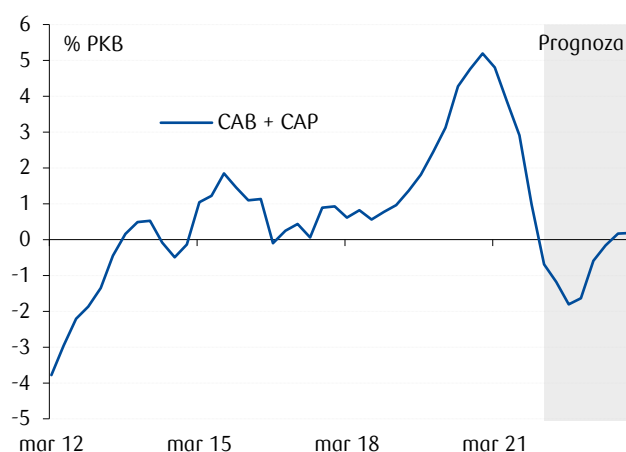
Saldo handlu zagranicznego



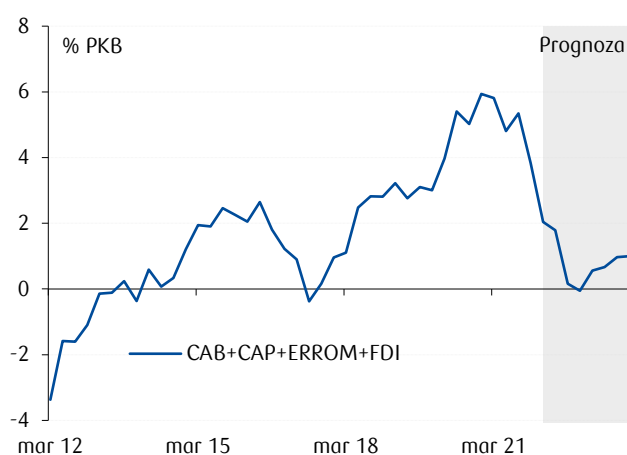
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



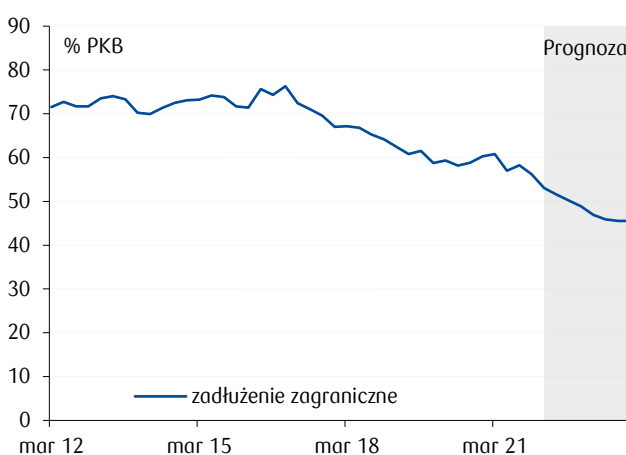
Saldo CAB i CAP*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zadłużenie zagraniczne



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

Roczne wskaźniki makroekonomiczne

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	3,4	4,2	3,1	4,8	5,4	4,7	-2,2	5,9	4,9	1,3
Popyt krajowy (% r/r)	4,8	3,7	2,3	4,9	5,6	3,6	-2,9	7,6	7,2	0,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	3,8	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	6,1	6,2	2,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-4,9	3,8	-2,0	6,1
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	4,2	3,9	1,0	4,1	5,2	4,6	-1,7	5,2	4,0	2,8
Zapasy (pkt. proc.)	0,6	-0,2	1,3	0,8	0,4	-1,0	-1,2	2,4	3,2	-2,8
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,3	0,6	-1,2	-2,0	1,3
Produkt potencjalny (% r/r)	3,1	3,4	3,7	3,8	3,8	3,5	3,2	3,3	3,4	3,4
Nominalny PKB (mld PLN)	1711	1801	1863	1990	2122	2293	2339	2622	2974	3220
Rynek pracy										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,8	-0,4	-0,5
Pracujący BAEL (% r/r)	2,3	1,7	1,2	1,7	0,6	0,0	-0,3	2,6	1,0	-0,2
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,2	55,3	55,6	56,0	56,0	56,0	55,8	57,8	58,2	58,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,1	6,9	5,6	4,5	3,9	2,9	3,2	3,4	2,8	2,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	4,7	4,1
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	9,4	8,6
Wydajność pracy (% r/r)	1,0	1,9	1,8	3,0	4,7	4,8	-1,8	3,2	4,1	1,4
ULC (% r/r)	2,6	1,4	2,0	2,2	2,3	2,3	7,3	5,6	5,1	7,1
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	13,1	11,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	3,7	4,0
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,1	1,9	4,7	5,0
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	4,7	2,6
Inflacja bazowa (% r/r)	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	8,2	4,5
Deflator PKB (% r/r)	0,7	1,3	0,3	1,9	1,2	3,2	4,2	5,8	8,1	7,0
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1985,0	2096,2	2213,6
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,2	9,1	9,6	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,6	5,6
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	9,2	9,6	8,8	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-7,7	-2,8
Kredyty ogółem (mld PLN)	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,5	1443,9	1488,4
Kredyty ogółem (% r/r)	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	2,9	3,1
Depozyty ogółem (mld PLN)	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1826,0	1941,4
Depozyty ogółem (% r/r)	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	2,6	6,3
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,6	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-3,5	-3,3
Bilans handlowy (% PKB)	-1,4	0,2	0,5	-0,1	-1,2	0,3	2,4	-0,1	-3,7	-4,2
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,4	2,1	0,9	1,4	2,6	1,9	2,1	3,6	2,9	1,9
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	73,1	71,7	76,3	67,0	64,2	58,8	60,3	56,2	48,9	44,3
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-2,8	-2,4
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,7	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-1,3	0,0
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1,4	-0,7	-0,3	0,1	0,6	-0,5	-4,5	-0,7	-1,8	0,3
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,7	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	57,1	53,8	50,4	49,2
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,00	5,75
Realna st. ref. defl. CPI (%)	3,00	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-6,26	-2,62
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,50	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-1,24	2,41
Stopa lombardowa (%)	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,50	6,25
REER defl. CPI (% r/r)	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,5	6,7

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

Marta Petka-Zagajewska (kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.