

Kuloodporni

- **Krajowa gospodarka wykazuje nadspodziewanie dużą odporność na pogorszenie warunków zewnętrznych.** Wzrost PKB w 1q19 był silniejszy niż oczekiwano i bazował na wszystkich trzech silnikach: inwestycjach, konsumpcji prywatnej i eksporcie netto. Zaskakująco mocne ożywienie inwestycji firm na początku tego roku, nadchodzący szczyt absorpcji środków UE oraz rozpoczynająca się stymulacja konsumpcji przez pakiet fiskalny oznaczają, że chociaż w 2q19 możliwe jest lekkie spowolnienie gospodarki, to w dalszej części roku przyspieszenie wzrostu popytu krajowego podbije dynamikę PKB do poziomów podobnych jak w 1q19. **Prognozujemy, że wzrost gospodarczy w tym roku wyniesie 4,6% r/r, utrzymując Polskę w ścisłej czołówce krajów UE.**
- **Kluczowe ryzyka dla krajowej gospodarki nadal związane są z sytuacją w globalnej gospodarce.** Wprawdzie reakcja głównych banków centralnych na sygnały osłabienia koniunktury okazała się szybsza niż zakładaliśmy (pozytywne dla gospodarek), ale obserwujemy eskalację napięć handlowych i przedłużanie się niepewności co do brexitu. Zakładany przez nas kwartał temu scenariusz co najmniej „taktycznego rozejmu” między USA a Chinami jest wciąż możliwy, ale jego prawdopodobieństwo spadło. Oznacza to, że bilans globalnych czynników ryzyka w średnioterminowej perspektywie pozostaje negatywny, a niekorzystny wpływ globalnego popytu na krajową gospodarkę może być silniejszy niż zakładaliśmy wcześniej.
- **Wyniki krajowego eksportu zdają się przeczyć osłabieniu światowej koniunktury.** Źródłem odporności eksportu jest szybki wzrost udziału towarów z Polski w imporcie dóbr konsumpcyjnych w Niemczech i większa geograficzna dywersyfikacja odbiorców. Stabilny napływ inwestycji (BIZ) i przyspieszenie napływu transferów kapitałowych z UE sprawią, że zadłużenie zagraniczne Polski po raz pierwszy od 2009 spadnie w tym roku poniżej 60% PKB.
- **Inflacja – dotychczasowy wielki nieobecny – powrócił z dużym przytupem.** Podwyższenie prognozowanej przez nas ścieżki inflacji odzwierciedla zarówno silniejsze od naszych przewidywań odbicie inflacji bazowej, jak i zmiany w założeniach co do czynników egzogenicznych (m.in. wyższą trajektorię cen ropy). **Chociaż w 1q20 inflacja CPI może przejściowo przekroczyć 3,5%, nasze założenia dotyczące polityki pieniężnej pozostają bez zmian:** przed nami co najmniej kilkanaście kolejnych posiedzeń RPP bez zmian stóp NBP. Bilans krajowych czynników ryzyka dla tej prognozy przechylił się jednak coraz wyraźniej w stronę podwyżek. Czynniki zewnętrzne kumulują się po stronie spadku inflacji i ewentualnej presji na łagodzenie polityki pieniężnej.
- **Rynek pracy pozostaje rozgrzany, ale jego temperatura nie rośnie.** Nowe dane kreślą nieco bardziej optymistyczny obraz salda migracji i wydajności pracy (rośnie wraz z przenoszeniem miejsc pracy w stronę większych, bardziej efektywnych jednostek). Długoterminowo podaż pracy pozostaje jednak istotnym wyzwaniem dla wzrostowego potencjału krajowej gospodarki.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

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

Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu

tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki

Ekonomista

tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska

Ekonomistka

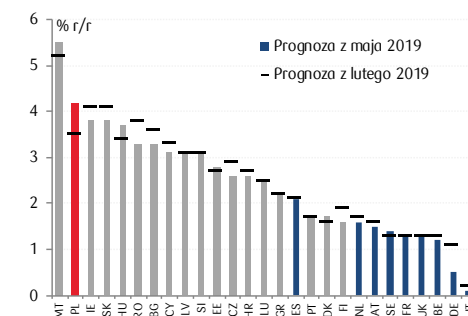
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

Ekonomista

tel. 22 580 34 22

Prognozy KE wzrostu PKB w 2019



Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Realny PKB (% r/r)	5,2	5,3	5,2	4,9	4,6	4,3	4,6	4,7	5,1	4,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	4,2	3,6	3,8	3,8	3,9	3,3	3,6	3,6	3,8	3,6
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	1,5	1,7	1,9	1,4	1,2	2,3	2,2	2,5	1,6	2,0
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	0,8	0,6	0,8	0,7	1,1	1,9	2,0	2,3	0,7	1,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-0,7	-0,9
Saldo fiskalne (% PKB) ^{†*}	-1,2	-0,8	-0,7	-0,4	-0,5	-0,8	-1,1	-1,5	-0,4	-1,5
Dług publiczny (% PKB) ^{†*}	51,1	50,4	49,4	48,9	48,0	47,7	47,4	47,6	48,9	47,6
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50

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

(1). Otoczenie zewnętrzne

• Trendy bieżące

Światowa gospodarka pozostaje pod presją. Wzrost PKB w strefie euro w 1q19 utrzymał się na poziomie 1,2% r/r, przy przyspieszeniu wyrównanego sezonowo kwartalnego wzrostu (0,4% vs 0,2% w 4q18). Napięcia w przemyśle mogły być złagodzone przez budowanie zapasów przed planowanym na koniec marca brexitem, co może zafałszowywać obraz kondycji europejskiej gospodarki. Wskaźniki koniunktury sugerują, że popyt wewnętrzny (głównie konsumpcja) i silny sektor usług równoważą osłabienie popytu zewnętrznego. Dzięki znaczącej stymulacji fiskalnej i monetarnej wzrost PKB w Chinach w 1q19 utrzymał się na 6,4% r/r. Z USA napłynęły mieszane dane. Dynamika PKB w 1q19 (3,2% k/k saar) była najlepszym rozpoczęciem roku od 2015, ale struktura wzrostu (wyraźnie hamowanie sprzedaży krajowej) rozczarowała. W światowej gospodarce utrzymuje się **strukturalne osłabienie popytu na samochody oraz elektronikę** (jedna z przyczyn recesji w niemieckim przemyśle w 2h18). **Reakcja banków centralnych na utrzymujące się osłabienie makroekonomicznych fundamentów była silniejsza niż zakładaliśmy:** Fed wygasił oczekiwania na podwyżki stóp; EBC zapewnił o ich stabilizacji do końca 2019 i zapowiedział kolejną transzę długoterminowych operacji TLTRO-III.

• Prognoza średnioterminowa

Kluczową zmianą w naszym scenariuszu jest co najmniej przejściowa eskalacja napięć handlowych na linii USA-Chiny w miejsce zakładanego „taktycznego rozejmu”. Ograniczanie przez D.Trumpa frontów handlowego starcia (opóźnianie decyzji o cłach na samochody, porozumienie z Kanadą i Meksykiem co do importu stali) interpretujemy jako przygotowanie do otwartego konfliktu gospodarczego z Chinami. Jednocześnie **gospodarka USA, do niedawna wspierana przez impuls fiskalny, zaczyna pokazywać oznaki nadchodzącego spowolnienia**, przy wciąż silnym sektorze konsumenckim. Według modelu NY Fed (bierze pod uwagę kształt krzywej dochodowości) prawdopodobieństwo recesji w ciągu najbliższych 12 miesięcy przekracza 27%. Historycznie takie wskazania przekładały się na recesję w ciągu 2 lat (por. wykres). Połączenie protekcjonizmu z osłabieniem gospodarki wspiera oczekiwania na obniżki stóp Fed, ale nadal traktujemy to jako scenariusz alternatywny. Silne pogorszenie kondycji gospodarki USA mogłoby skłonić D.Trumpa do zrewidowania podejścia w polityce handlowej. Mimo znaczącej stymulacji w Chinach, eskalacja napięć handlowych sprawia, że **problemy z koniunkturą w Azji są dalekie od zakończenia**. Popyt zewnętrzny utrzyma więc pod presją gospodarki strefy euro, zamykając przestrzeń do normalizacji polityki EBC.

• Źródła niepewności dla prognozy

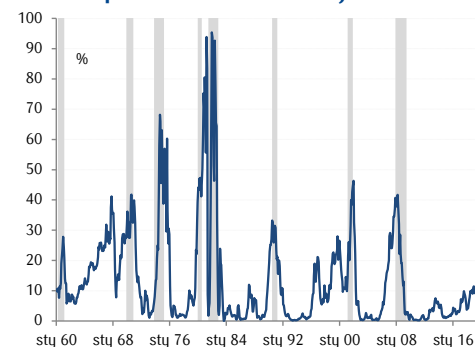
Głównymi źródłami niepewności są: (1) „wojny handlowe”, (2) ewentualna korekta cen aktywów, (3) „twardy” brexit.

Otoczenie zewnętrzne

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	2,4	2,2	1,6	1,2	1,2	1,2	1,4	1,5	1,9	1,3
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,3	1,7	2,1	1,9	1,4	1,5	1,4	1,4	1,8	1,4
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
USA: Realny PKB* (% r/r)	2,2	4,2	3,4	2,2	3,2	2,6	2,2	2,0	2,9	2,4
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,2	2,7	2,6	2,2	1,6	1,8	2,1	2,3	2,4	2,0
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Chiny: Realny PKB (% r/r)	6,8	6,7	6,5	6,4	6,4	6,2	6,2	6,1	6,6	6,2
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	2,2	1,8	2,3	2,2	1,8	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30	4,35	4,30

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

Prawdopodobieństwo recesji w USA



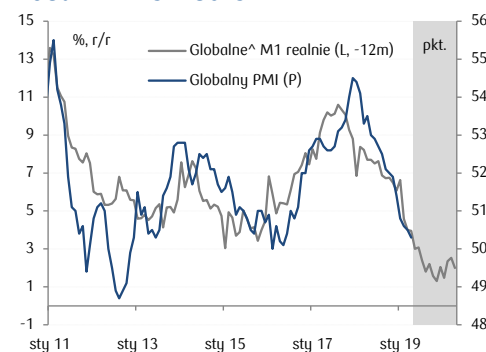
Źródło: Datastream, NY Fed, PKO Bank Polski; szare pole oznacza recesję w USA wg NBER

Światowa produkcja półprzewodników



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; szare pole oznacza recesję w USA wg NBER.

Podaż M1 vs indeks PMI



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

• Trendy bieżące

Wzrost PKB w 1q19 wyniósł 4,6% r/r (vs 4,9% r/r w 4q18). Większy impet wzrostowy (+1,4% k/k sa) dobrze wróży perspektywom na dalszą część roku. Wszystko to ma miejsce w niekorzystnym otoczeniu zewnętrznym gospodarki, a więc **nasza teza o wysokiej odporności krajowej gospodarki na spowolnienie na świecie potwierdza się**. Utrzymująca się dobra sytuacja makroekonomiczna stabilizuje wyniki finansowe firm - spadek zysku netto przedsiębiorstw w 2018 wynikał z przyczyn kursowych, nie popytowych (por. wykres). Źródłem odporności krajowej gospodarki wydaje się być m.in. wzrost popytu w strefie euro (w szczególności w Niemczech) na dobra konsumpcyjne produkowane w Polsce (spowolnienie globalnego handlu dotyka dobra pośrednie produkowane w ramach międzynarodowych łańcuchów produkcyjnych, a nie dobra konsumpcyjne) oraz zwiększenie geograficznej dywersyfikacji eksportu. Bardzo dobre wyniki eksporterów pozwalają szacować, że wkład eksportu netto do wzrostu PKB w 1q19 przekroczył 0,5pp (co może odzwierciedlać przejściowy wzrost eksportu przed planowanym na koniec marca brexitem). Spodziewamy się także dobrych wyników konsumpcji (4,0% r/r w 1q19) i inwestycji (8,3% r/r w 1q19), w szczególności po pozytywnej niespodziance w danych o inwestycjach dużych firm w 1q19 - wzrost aż o 21,7% r/r (w tym w przetwórstwie przemysłowym o 17,9% r/r, por. wykres).

• Prognoza średnioterminowa

Podnosimy prognozę wzrostu PKB w 2019 do 4,6% (z 4,2%). Wzrost będzie oparty na popycie krajowym: zarówno inwestycjach, jak i konsumpcji prywatnej. Przewidujemy, że **po przejściowym dołku w 2q19, ścieżka wzrostu PKB powróci do wzrostowej tendencji**. Kolejne kwartały przyniosą apogeum poziomu inwestycji publicznych (szczyt absorpcji środków z UE do Polski z perspektywy 2014-2020 dopiero przed nami), a także kontynuację wdrażania nowego programu fiskalnego, który będzie wyraźnie stymulować konsumpcję. Trzeba jednak pamiętać o czynnikach ryzyka w otoczeniu zewnętrznym, które w dużej mierze mogą mieć zerojedynkowy wpływ na polską gospodarkę (np. brexit, który w wersji nieuporządkowanej może bezpośrednio odjąć od wzrostu PKB ok. 1pp).

• Źródła niepewności dla prognozy

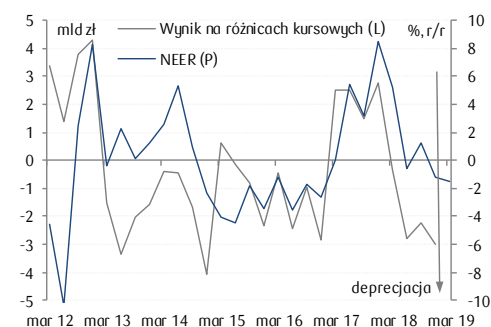
Głównymi źródłami niepewności są: (1) stan globalnej koniunktury („wojny handlowe”, „twardy” brexit), (2) skala i tempo absorpcji środków UE, (3) deficyt podaży pracy i jego wpływ na aktywność inwestycyjną, (4) wynik wyborów parlamentarnych i jego wpływ na wydatki publiczne.

Sfera realna

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Realny PKB (% r/r)	5,2	5,3	5,2	4,9	4,6	4,3	4,6	4,7	5,1	4,6
Popyt krajowy (pkt. proc.)	6,2	4,7	5,8	4,6	3,7	4,6	5,1	5,4	5,3	4,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,6	4,8	4,4	4,2	4,0	4,5	4,6	5,5	4,5	4,6
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,7	4,6	5,4	4,9	3,9	4,3	4,6	5,4	4,9	4,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	9,6	6,0	11,3	8,2	8,3	8,0	8,8	9,2	8,7	8,7
Publiczne [†] (% r/r)	22,9	20,6	29,5	31,4	10,0	15,8	15,2	16,7	27,6	15,4
Prywatne [†] (% r/r)	7,0	2,1	5,1	1,2	7,9	5,5	6,1	6,2	3,2	6,3
Zapasy (pkt. proc.)	1,5	0,1	0,4	-0,3	-0,2	0,3	0,4	0,0	0,4	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,0	0,6	-0,6	0,3	0,8	-0,1	-0,4	-0,7	-0,2	-0,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,5	7,0	5,3	5,5	6,1	6,7	7,2	7,3	5,8	6,8
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,3	4,2
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9	0,3	0,7

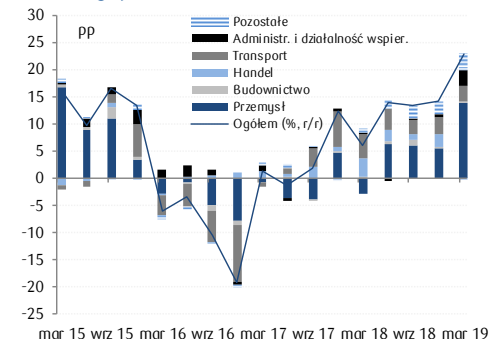
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [†]szacunki własne.

Wynik firm* na różnicach kursowych vs zmiana kursu walutowego



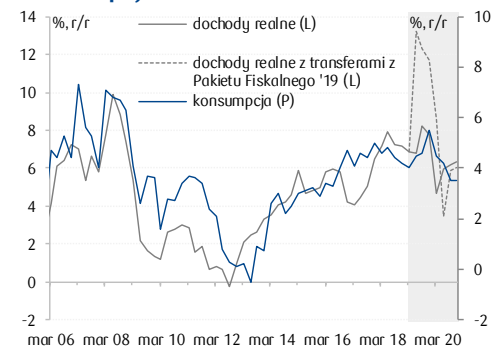
Źródło: BIS, GUS, PKO Bank Polski.*dane kwartalne dla firm zatrudniających pow. 49 osób.

Inwestycje firm*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *zatr. >49 osób.

Dochody gospodarstw domowych a konsumpcja



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(3). Rynek pracy

• Trendy bieżące

„Twarde” dane wskazują na kontynuację dotychczasowych trendów, podczas gdy wskaźniki koniunktury sugerują lekkie „schłodzenie” rynku pracy. Według badań koniunktury GUS w większości branż spada odsetek przedsiębiorstw wymienających niedobór wykwalifikowanych pracowników jako barierę rozwojową, chociaż pozostaje on na relatywnie wysokim poziomie (por. wykres.).

Dane z sektora przedsiębiorstw pokazują trwającą już półtora roku stabilizację dynamiki wynagrodzeń w okolicy 7% r/r. Po wyeliminowaniu górnictwa, w ostatnich kilku miesiącach widzimy delikatne wyhamowanie wzrostowego trendu płac. Podobnie kształtuje się przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej (wzrost o 7,1% r/r w 1q19 vs 7,7% r/r w 4q18). Presja płacowa w gospodarce nie jest na tyle silna, aby doprowadzić do dalszego narastania dynamiki wynagrodzeń.

Wzrost zatrudnienia (w jednostkach zatrudniających powyżej 9 osób) utrzymuje się w 2019 na poziomie 2,9-3,0% r/r. Odzwierciedla to jednak w dużej mierze przesunięcia z rolnictwa i małych jednostek oraz napływ pracowników z zagranicy. Według GUS, w 2018 zlikwidowano o 13,7% więcej miejsc pracy niż w 2017. Miejsca pracy likwidowano głównie w jednostkach zatrudniających do 9 pracowników oraz w handlu (konsolidacja branży). W gospodarce nadal tworzy się jednak wyraźnie więcej miejsc pracy niż likwiduje. Stopa bezrobocia rejestrowanego nie przestaje spadać, a w kwietniu, po odsezonowaniu, osiągnęła najniższy w historii poziom 5,5%.

• Prognoza średnioterminowa

Przy rekordowo niskim bezrobociu i utrzymujących się brakach kadrowych, niewielkie osłabienie popytu na pracę nie przełoży się na wyraźne wyhamowanie dynamiki wynagrodzeń. Z drugiej strony, dynamika kosztów pracy w Polsce pozostanie niższa niż w innych krajach regionu. Napięcia na rynku pracy będą wciąż łagodzone przez napływ zagranicznych pracowników. Dane ZUS pokazały, że nieznaczny spadek liczby ubezpieczonych Ukraińców w 4q18 był jednorazowy, a w 1q19 postępowała legalizacja zatrudnienia. Nadal uważamy, że **wzrostom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw będzie towarzyszyć spadek liczby pracujących wg BAEL**, na który decydujący wpływ mają czynniki demograficzne. Będzie to odzwierciedleniem zmiany struktury gospodarki i **przenoszenia pracowników do bardziej efektywnych, większych jednostek**. Proces ten był do tej pory widoczny w branży handlowej i był jedną z przyczyn wzrostu wydajności pracy.

• Źródła niepewności dla prognozy

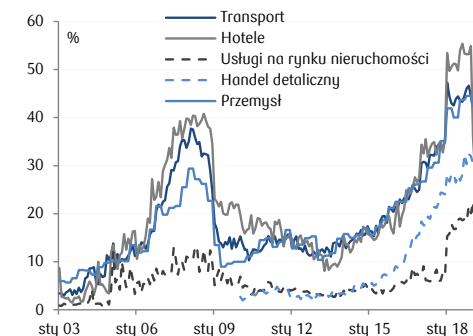
Główne źródła niepewności dla prognozy to: (1) zmiany salda migracji; (2) polityka płacowa w sekt. publicznym, (3) zmiany regulacyjne.

Rynek pracy

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	3,7	3,7	3,4	3,0	2,8	2,6	2,6	2,8	3,4	2,7
Pracujący BAEL (% r/r)	0,4	0,4	0,6	0,0	-0,4	-0,6	-0,8	-0,5	0,4	-0,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	6,6	5,8	5,7	5,8	5,9	5,1	5,0	5,2	5,8	5,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	4,2	3,6	3,8	3,8	3,9	3,3	3,6	3,6	3,8	3,6
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,0	56,5	56,8	56,1	55,9	56,4	56,7	56,0	56,3	56,2
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	7,0	7,4	6,9	7,1	6,9	5,8	6,0	5,6	7,1	6,1
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	6,2	7,1	7,6	7,7	6,8	6,1	6,1	5,9	7,2	6,3
Wydajność pracy (% r/r)	4,8	4,9	4,5	4,9	5,0	4,9	5,5	5,3	4,8	5,2
ULC (% r/r)	1,3	2,2	3,0	2,7	1,7	1,2	0,6	0,6	2,3	1,0

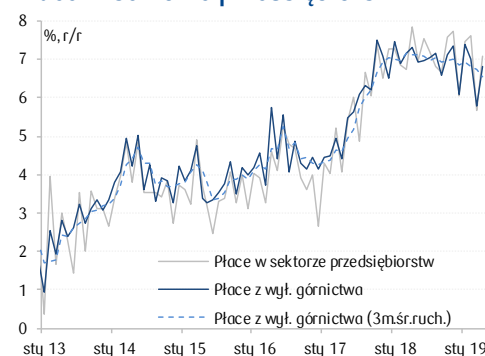
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *koniec okresu.

Bariera braku wykwalifikowanych pracowników



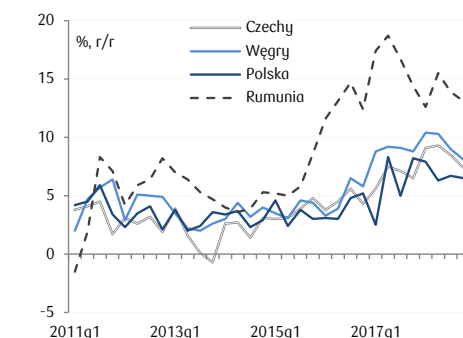
Źródło: GUS, PKO Bank Polski,

Płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, PKO Bank Polski,

Dynamika kosztów pracy w regionie



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

Trendy bieżące

Spadek inflacji CPI w styczniu do 0,7% r/r z 1,1% r/r w grudniu był fałszywym sygnałem. W kolejnych miesiącach nastąpiło szybkie odbicie do 2,2% r/r w kwietniu. Choć rosną dynamiki cen we wszystkich głównych kategoriach, to najbardziej wyróżniały się dwie z nich: żywność i napoje bezalk. (3,2% r/r w kwi. wobec 0,9% r/r w gru.) oraz inflacja bazowa (wzrost do 1,7% r/r w kwi. z 0,6% r/r w gru.). Wzrosty cen żywności napędzają drożące warzywa (ubiegłoroczna susza), a od kwietnia dodatkowo wieprzowina (ASF w Chinach). Wyższa inflacja bazowa odzwierciedla zarówno nasilenie fundamentalnej presji inflacyjnej, jak i czynniki jednorazowe (ceny usług transportowych) oraz administracyjne (wzrost opłat za wywóz śmieci). Największym zaskoczeniem wobec naszych założeń okazały się ceny energii, które nie wyrównały spadku ze stycznia (niższe akcyza i opłata przejściowa), mimo zapowiedzi ich stabilizacji.

Prognoza średnioterminowa

Wzrost cen w kategoriach bazowych wskazuje wiarę w krzywą Phillipsa, czyli zależność między koniunkturą (i rynkiem pracy) a inflacją. Skala wzrostu inflacji bazowej w ostatnich miesiącach (z 1,0% r/r w lutym do 1,7% r/r w kwietniu) przekroczyła nasze przewidywania, ale głównie z uwagi na czynniki jednorazowe. Uwzględniając oczekiwane przez nas zmiany cen administrowanych (woda, śmieci) spodziewamy się, że inflacja bazowa na przełomie 2019/2020 przejściowo przekroczy 2,5%. Jednocześnie ASF w Chinach, a także zawirowania pogodowe na świecie (m.in. susza w Australii) zapowiadają kontynuację wzrostu światowych cen żywności, które podbiją ceny w Polsce. W połączeniu z podniesieniem naszych założeń dla cen ropy (82 USD/b na koniec 2019 wobec ok. 70 USD/b wcześniej) oznacza to, że inflacja CPI ma jeszcze przestrzeń do wzrostu w najbliższych miesiącach. Na przełomie lata i jesieni efekty wysokiej bazy obniżą dynamikę cen, ale pod koniec roku inflacja CPI powróci do wzrostu, nawet powyżej 2,5%. Połączenie skokowych podwyżek cen administrowanych z potencjalnymi podwyżkami cen prądu może oznaczać, że w 1q20 inflacja CPI może przejściowo przekroczyć 3,5%. Dodatkowym czynnikiem proinflacyjnym mogłoby być ponowne wprowadzenie podatku handlowego, który mógłby podnieść inflację w 2020 o 0,2-0,3pp (głównie przez kanał wyższych cen żywności i napojów).

Źródła niepewności dla prognozy

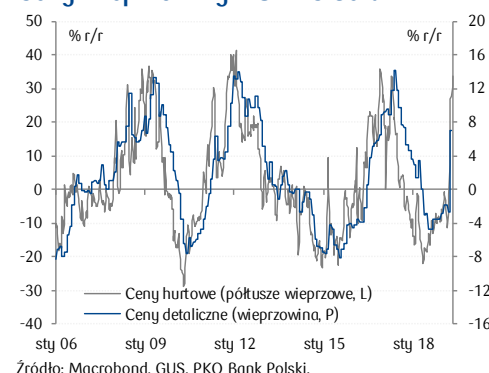
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji są: (1) niepewność co do cen prądu i podatku handlowego, (2) notowania PLN, (3) globalne ceny surowców, (4) skala presji inflacyjnej z rynku pracy, (5) wojny handlowe i inflacja w strefie euro.

Procesy inflacyjne

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Inflacja CPI† (% r/r)	1,3	2,0	1,9	1,1	1,7	2,3	2,1	2,8	1,1	2,8
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	1,5	1,7	1,9	1,4	1,2	2,3	2,2	2,5	1,6	2,0
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,8	0,5	0,3	0,5	1,0	0,9	0,8	0,6	0,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,1	0,6	1,0	0,7	0,1	0,2	0,1	0,3	0,6	0,2
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,5	0,3	0,5	0,4	0,6	1,1	1,2	1,3	0,4	1,1
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	0,8	0,6	0,8	0,7	1,1	1,9	2,0	2,3	0,7	1,8
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	0,1	2,5	3,2	2,7	2,5	1,4	1,2	1,7	2,1	1,7
Deflator PKB (% r/r)	1,0	0,7	1,6	1,3	1,3	1,7	1,4	1,7	1,1	1,6
ULC (% r/r)	1,3	2,2	3,0	2,7	1,7	1,2	0,6	0,6	2,3	1,0
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9	0,3	0,7

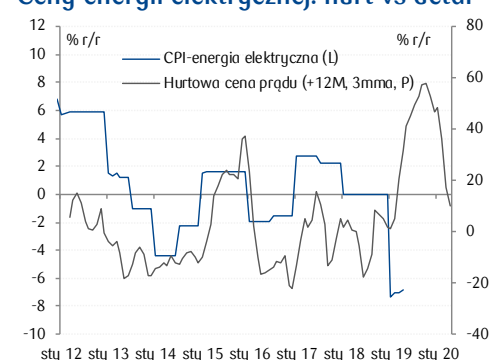
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

Ceny wieprzowiny: hurt vs detal



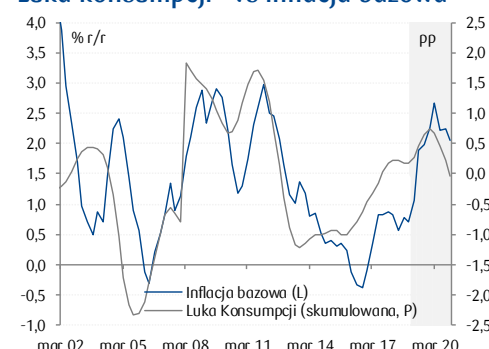
Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

Ceny energii elektrycznej: hurt vs detal



Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Luka konsumpcji* vs inflacja bazowa



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *Obliczana analogicznie do luki PKB (filtr HP).

(5). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Deficyt rachunku obrotów bieżących w 1q19 (w ujęciu 12-mies.) spadł do 0,4% PKB z 0,7% PKB na koniec 2018, głównie za sprawą spadku deficytu obrotów towarowych (0,7% PKB vs 1,0% PKB po grudniu). Wysoka dynamika eksportu (przeciętnie 7,6% r/r w 1q19 vs 6,7% r/r w 2018) obrazuje jego odporność na spadek popytu zewnętrznego w obliczu spowolnienia w Azji i Europie Zachodniej. Wyraźne obniżenie dynamiki importu (4,7% r/r w 1q19 vs 10,1% r/r w 2018) ma wg nas charakter przejściowy (surowce, towary niskoprzetworzone i komponenty). Nadal rośnie (aczkolwiek coraz wolniej) nadwyżka w handlu usługami (4,5% PKB). Ustabilizował się napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (2,0% PKB w ujęciu 12-mies.) i środków unijnych (stabilna nadwyżka na rachunku kapitałowym: 2,0% PKB). W rezultacie maleje zadłużenie zagraniczne (63,8% PKB po 2018).

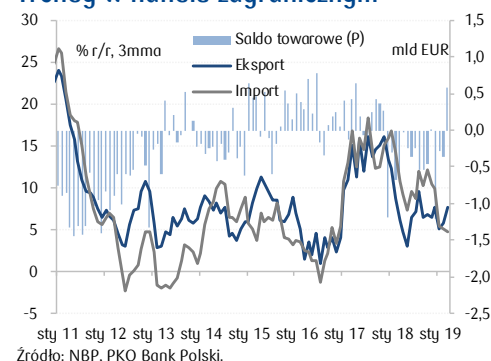
Prognoza średnioterminowa

Utrzymujemy prognozę, że w 2019 deficyt rachunku bieżącego nieznacznie wzrośnie do ok. 1% PKB, przy pogłębieniu deficytu handlowego. Rosnący w 2h19 popyt krajowy będzie się przekładał na przyspieszenie dynamiki importu, ale nie doprowadzi to do zachwiania równowagi zewnętrznej. Równowagę zewnętrzną będzie wspierał relatywnie silny eksport: efekt nie tylko ekspansji polskich producentów na zagranicznych rynkach, ale też przynajmniej przejściowej stabilizacji koniunktury w Chinach i Europie Zachodniej. Przy kontynuacji napływu kapitału długoterminowego do Polski (oczekujemy stabilnego napływu BIZ i przyspieszenia napływu transferów kapitałowych z UE do maksymalnego poziomu w cyklu finansowym UE) i umiarkowanie rosnącej nadwyżce w usługach przewidujemy dalszy spadek zadłużenia zagranicznego (już w połowie 2019 może po raz pierwszy od 2009 znaleźć się poniżej 60% PKB).

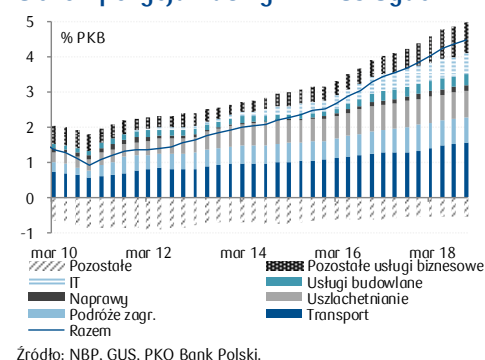
Źródła niepewności dla prognozy

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

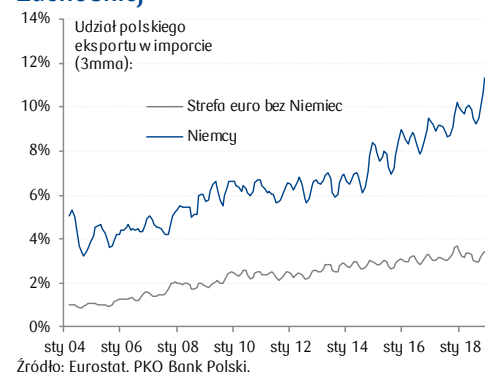
Trendy w handlu zagranicznym



Dekompozycja nadwyżki w usługach



Udział polskiego eksportu dóbr konsumpcyjnych w imporcie Europy Zachodniej



Równowaga zewnętrzna

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-0,7	-0,9
Bilans handlowy (% PKB)	-0,2	-0,5	-0,8	-1,0	-0,7	-0,8	-0,9	-1,2	-1,0	-1,2
Eksport (% r/r)	5,5	6,4	6,2	8,0	7,6	6,6	6,3	6,5	8,0	6,5
Import (% r/r)	10,2	9,3	10,0	10,0	4,6	7,3	7,6	8,6	10,0	8,6
Saldo usług (% PKB)	4,0	4,3	4,3	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,5	4,6
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,0	-3,8	-4,0	-3,8	-3,7	-3,8	-4,0	-4,0	-3,8	-4,0
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	1,4	1,5	1,8	2,0	2,0	2,7	2,8	2,6	2,0	2,6
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	0,3	-0,8	0,6	0,1	-1,7	-0,5	-0,6	0,0	0,1	0,0
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	1,3	2,2	2,7	1,8	2,0	2,0	1,4	2,0	1,8	2,0
Zmiana rezerw (% PKB)*	0,0	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-1,5	-1,5	-1,4	-1,2	-1,4
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,5	-1,2	-1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,3
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	67,0	66,5	65,0	63,8	60,7	59,1	58,4	57,4	63,8	57,4
Sektor publiczny (% PKB)	28,4	28,3	27,6	27,1	25,7	25,1	24,8	24,4	27,1	24,4
Sektor prywatny (% PKB)	38,6	38,2	37,4	36,7	34,9	34,0	33,6	33,0	36,7	33,0

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

(6). Polityka pieniężna

Trendy bieżące

RPP utrzymuje wyczekującą postawę, a stopy NBP pozostają stabilne już od 50 miesięcy. Pomimo niezmiennego w czasie przekazu płynącego ze strony RPP (bazowy scenariusz to stabilizacja stóp co najmniej do końca 2019), rynkowe wyceny przyszłej ścieżki stóp silnie ewoluowały na przestrzeni ostatnich miesięcy. Rynkowe spekulacje o możliwości obniżek, które pojawiły się w marcu, najpierw ograniczyło ogłoszenie pakietu fiskalnego, a następnie, w kwietniu w pełni przekreślił je silny wzrost inflacji bazowej. Według komunikatu z posiedzenia w maju członkowie Rady nadal oceniają inflację bazową jako jedynie umiarkowaną, traktując jej wzrost jako powrót do normy po okresie zadziwiająco niskich odczytów oraz nie interpretują jej jako wzmocnienia trendu wzrostowego fundamentalnej presji inflacyjnej.

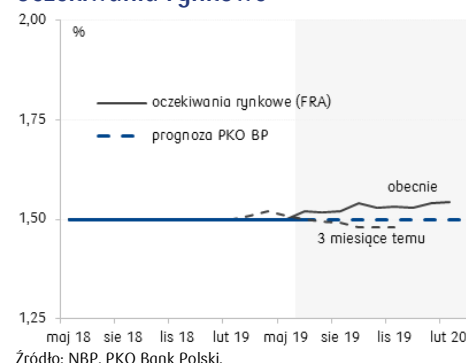
Prognoza średnioterminowa

Chociaż już sześciu członków RPP nie wyklucza, że w dalszej perspektywie mogłaby zaistnieć konieczność podniesienia stóp procentowych, podtrzymujemy ocenę, że okres ich dalszej stabilizacji będzie długi (bez zmian co najmniej do końca 2020). Jednocześnie dostrzegamy jednak, że lepsze niż zakładaliśmy perspektywy wzrostu dla krajowej gospodarki oraz wyższa ścieżka inflacji wzmacniają skalę asymetryczności bilansu ryzyka dla tej prognozy, jeszcze bardziej przechylając go na stronę możliwego wzrostu stóp. Oceniając wpływ kwietniowej niespodzianki ze strony inflacji bazowej na perspektywy polityki pieniężnej, warto zauważyć, że nie wykracza ona ponad założenia z ostatniej projekcji inflacyjnej. Nie wydaje nam się tym samym, aby ten kluczowy z punktu widzenia rozważań o optymalnym poziomie stóp procentowych komponent inflacji mógł zostać w kolejnej projekcji zrewidowany w górę i wzmocnić w RPP arsenał argumentów zwolenników bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Co więcej, zakładana przez nas ścieżka inflacji (wzrost do 1q20 a następnie stopniowe spadki) i wzrostu PKB (stopniowe hamowanie) nadal wskazuje, że ryzyko narastania nierównowag w gospodarce w 2019 nie będzie rostało, a w 2020 będzie wręcz spadało. W konsekwencji czynniki krajowe, a także otoczenie globalne (opóźnianie lub wygaszanie cykli normalizacji polityki pieniężnej), wskazują, że **optymalną strategią z punktu widzenia RPP jest dalsze utrzymywanie stóp procentowych bez zmian.**

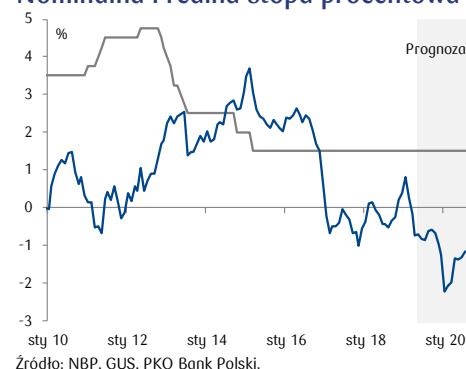
Źródła niepewności dla prognozy

Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) wzrost presji kosztowej i jej przełożenie na ceny konsumpcyjne, (2) zmiany kursu złotego i cen surowców (gł. energetycznych i rolnych), (3) polityka EBC oraz (4) tempo wzrostu cen nieruchomości.

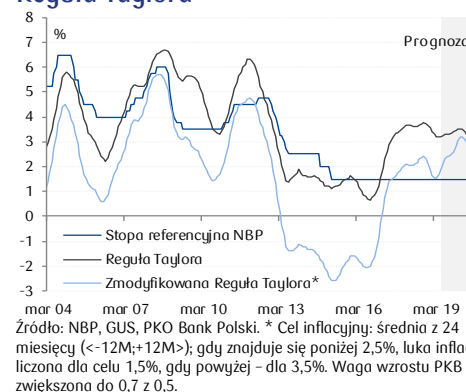
Stopa NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



Nominalna i realna stopa procentowa



Reguła Taylora



Polityka pieniężna

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	0,15	-0,45	-0,35	0,41	-0,17	-0,84	-0,58	-1,27	0,41	-1,27
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	0,85	0,88	0,66	0,90	0,13	-0,50	-0,49	-0,93	0,90	-0,93
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa redysk. weksli (%)	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
REER defl. CPI (% r/r)	4,7	-0,8	0,6	-2,0	-1,9	0,8	-0,3	-0,2	0,6	-0,4
Nominalny PKB (% r/r)	6,3	6,0	6,9	6,3	6,0	6,1	6,1	6,5	6,4	6,2

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny w 2018 (wg ESA2010) był rekordowo niski (0,4% PKB vs 1,5% PKB w 2017). Dochody wzrosły do 41,2% PKB (vs. 39,7% w 2017), a wydatki do 41,5% PKB (z 41,2% PKB w 2017). Nadwyżka pierwotna wyniosła 1,1% PKB (vs 0,0% PKB w 2017), a szacowana przez nas nadwyżka strukturalna pierwotna poprawiła się do 0,8% PKB (z 0,1% PKB w 2017). **Relacja długu publicznego do PKB pozostaje na ścieżce spadkowej (48,9% PKB wobec 50,4% PKB w 2017).** **Wynik fiskalny w 2018 skorygowany o nadwyżkę inwestycji publicznych ponad zużycie kapitału publicznego jest w Polsce jednym z najlepszych w UE (nadwyżka 2,0% PKB - większa niż w Niemczech, por. wykres).** Inwestycje publiczne w 2018 wzrosły (realnie) o 27,6%, co w relacji do PKB (4,7% PKB) było 6. najwyższym poziomem w UE. Budżet państwa po 1q19 powrócił do deficytu (4,5 mld zł) sygnalizując zwrot polityki fiskalnej ku stymulacji.

Prognoza średnioterminowa

Biorąc pod uwagę prognozy MFW, szacowany przez nas **impuls fiskalny w Polsce w latach 2019-2020 będzie jednym z największych globalnie.** Nasze szacunki stymulacji fiskalnej odzwierciedlają, oprócz nowego pakietu fiskalnego na lata 2019-2020, dalszy wzrost nakładów na infrastrukturę, związany z kulminacją napływu środków z UE z perspektywy 2014-2020 przypadającą na koniec 2019 (wzrost nakładów na infrastrukturę drogową kompensujący niższe nakłady samorządów). Mimo wzrostu wydatków budżetowych (wejście w życie ok. połowy pakietu fiskalnego w trakcie 2019), a także braku zysku z NBP w 2018, deficyt budżetowy w 2019 nie powinien przekroczyć założonych w ustawie budżetowej 28,5 mld zł, tym bardziej, że dotychczasowe wyniki gospodarki zaskakują wyraźnie *in plus*, wspierając stronę dochodową. Szacujemy, że deficyt fiskalny (ESA) w 2019 wyniesie 1,5% PKB, z asymetrycznym bilansem ryzyka (szansą na lepsze wykonanie), a relacja długu publicznego do PKB będzie się nadal obniżać (do 47,6%). Wieloletni Plan Finansowy Państwa, prognozy Komisji Europejskiej, prognozy OECD, a także zapowiadane zmiany dotyczące OFE potwierdzają naszą ocenę o dostępności przestrzeni fiskalnej dla działań zapowiedzianych w ramach tzw. Nowej Piątki.

Źródła niepewności dla prognozy

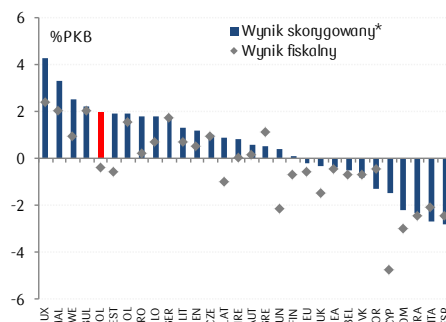
Główne źródła niepewności to: (1) presja na wzrost kosztów pracy w sektorze publicznym, (2) skala poprawy ściągłości podatków, (3) stan cyklicznego komponentu dochodów, (4) ograniczenia podaży absorpcji środków z UE, (5) okres wyborczy i związane z nim możliwe nowe obietnice wydatkowe.

Polityka fiskalna†

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,2	-0,8	-0,7	-0,4	-0,5	-0,8	-1,1	-1,5	-0,4	-1,5
Dochody (% PKB, ESA2010)	40,1	40,4	40,6	41,2	41,2	41,2	41,3	41,4	41,2	41,4
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,3	41,2	41,3	41,5	41,7	42,0	42,4	42,9	41,5	42,9
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,4	0,7	0,8	1,1	0,9	0,6	0,3	-0,1	1,1	-0,1
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,4	0,6	0,7	0,8	0,7	0,4	0,0	-0,5	0,8	-0,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,1	50,4	49,4	48,9	48,0	47,7	47,4	47,6	48,9	47,6
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,5	x	x	x	-1,3	-0,5	-1,3
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,6	x	x	x	-1,4	-0,6	-1,4
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	47,1	x	x	x	46,6	47,1	46,6

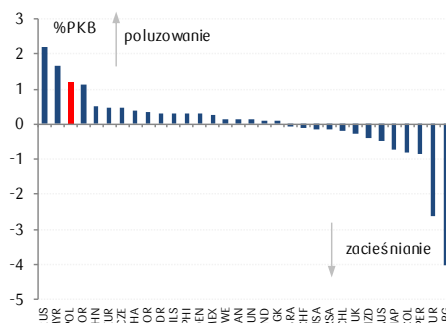
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski. † dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

Wynik fiskalny (ESA) skorygowany o inwestycje*



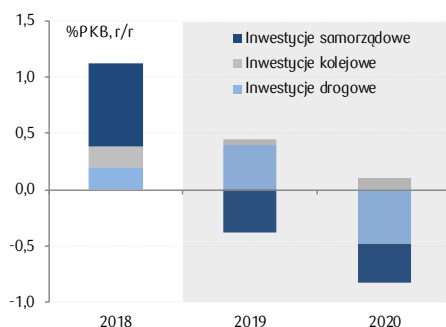
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *o nadwyżkę inwestycji ponad zużycie kapitału publicznego.

Impuls fiskalny w 2019-2020



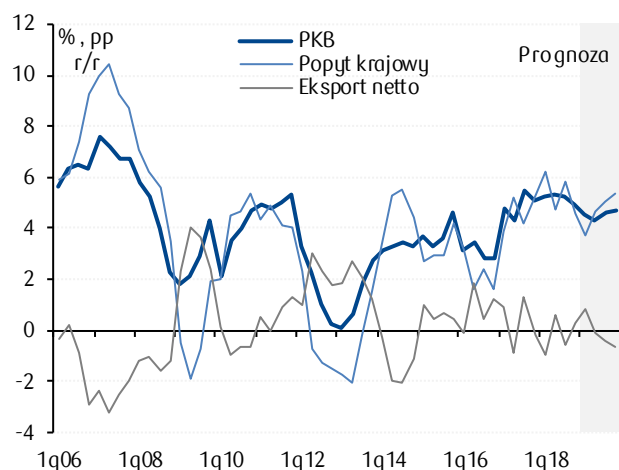
Źródło: MF, PKO Bank Polski. Dla Polski - szac. PKO.

Inwestycje infrastrukturalne

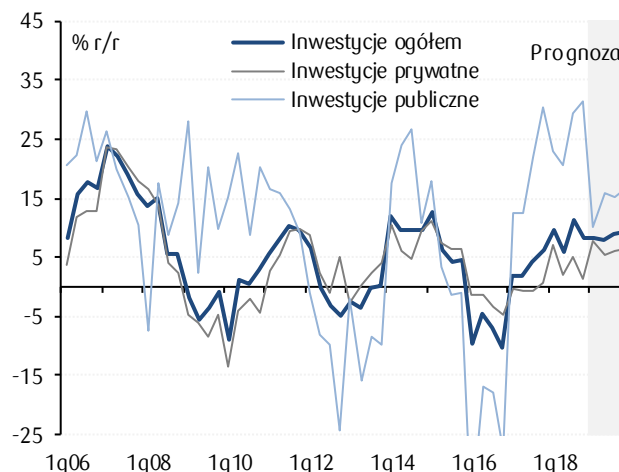


Źródło: MF, GDDKiA, PKP PLK, PKO Bank Polski.

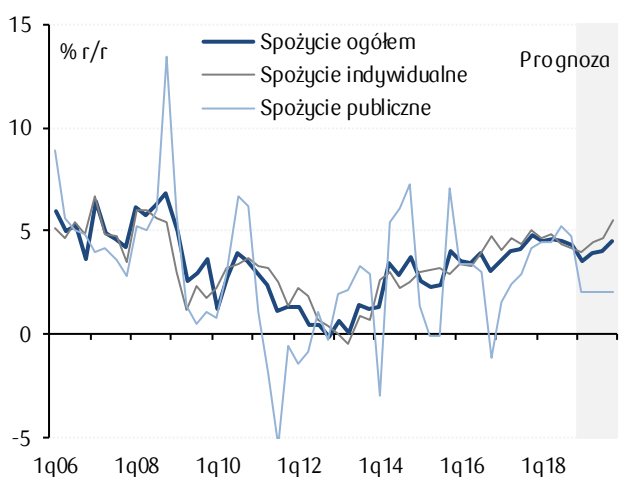
Realny PKB



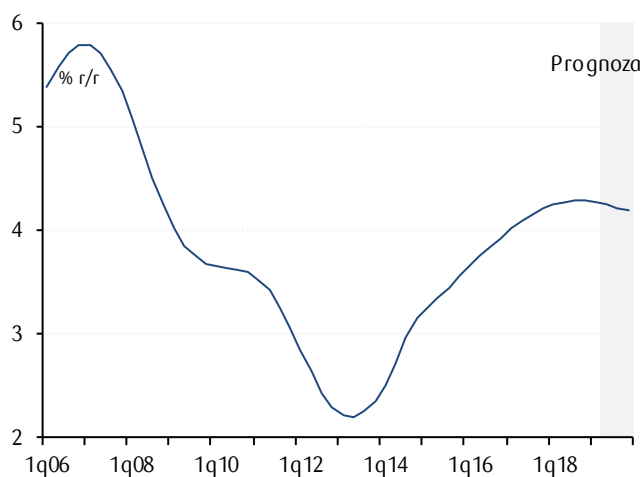
Popyt inwestycyjny



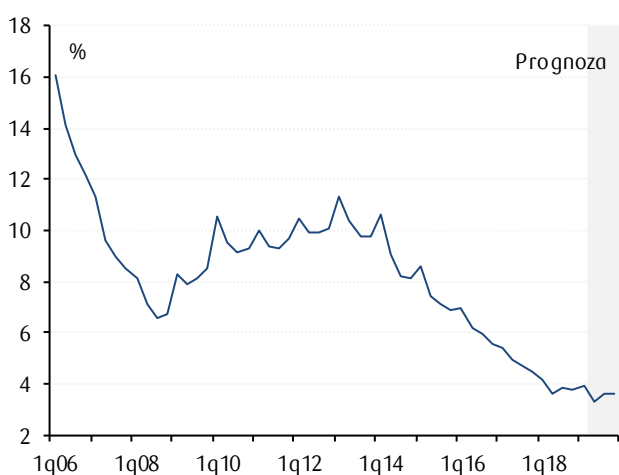
Popyt konsumpcyjny



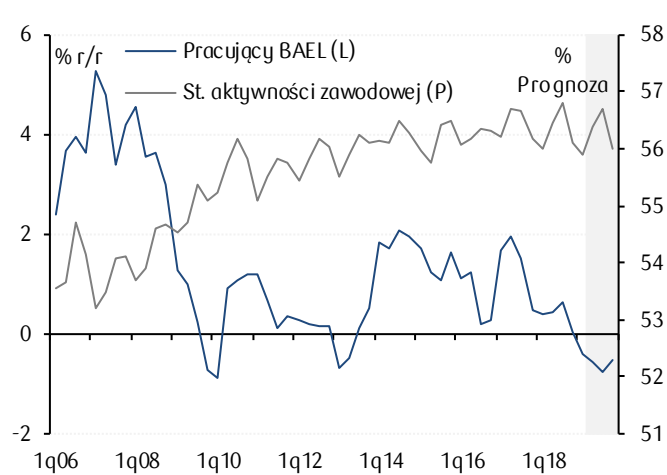
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

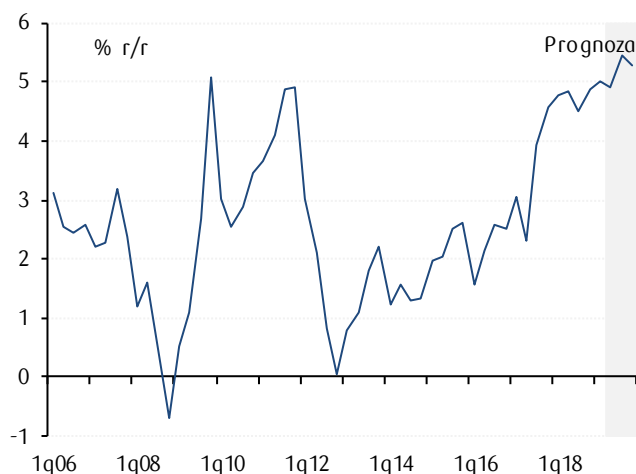


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

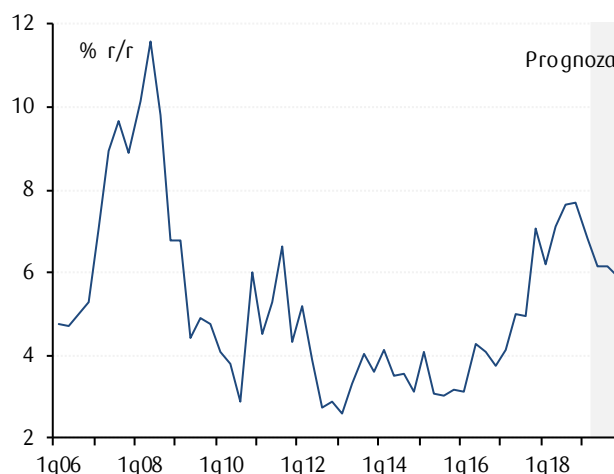


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

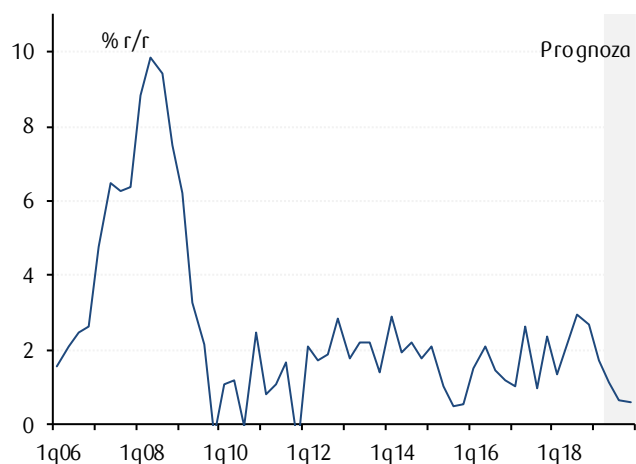
Wydajność pracy*



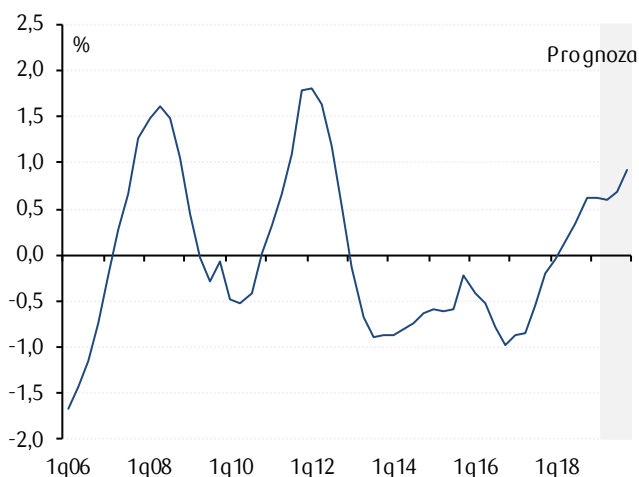
Płace w gospodarce narodowej



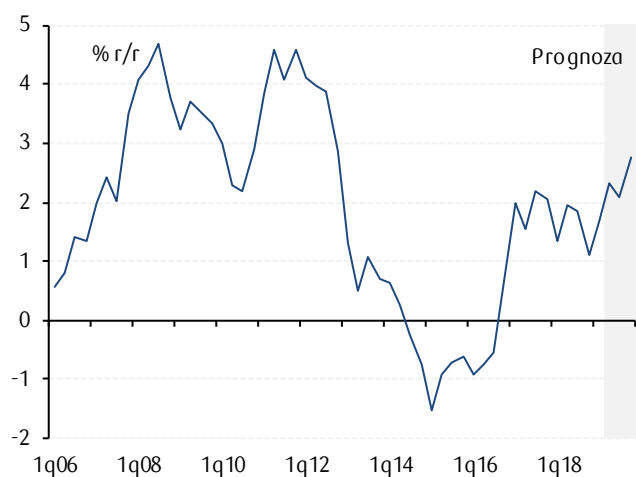
Jednostkowe koszty pracy*



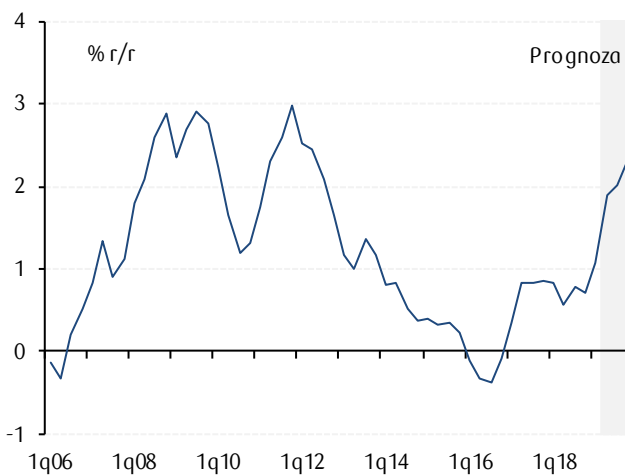
Luka popytowa



Inflacja CPI

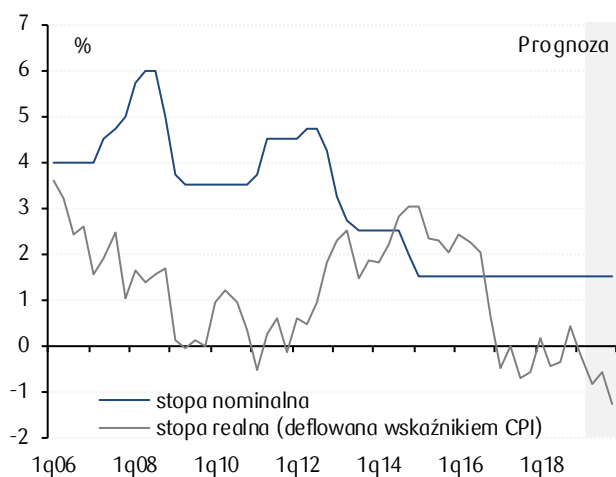


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

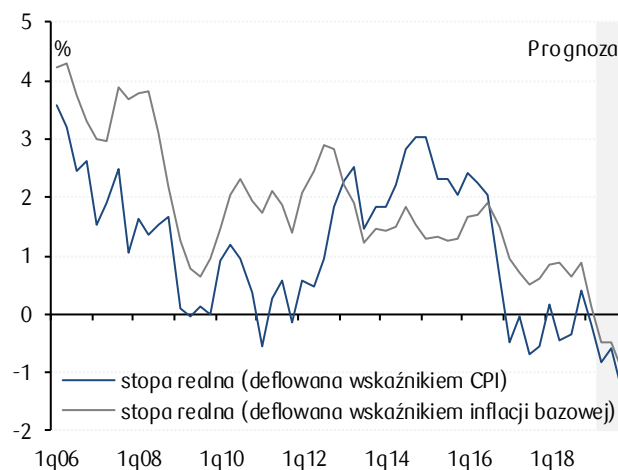


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

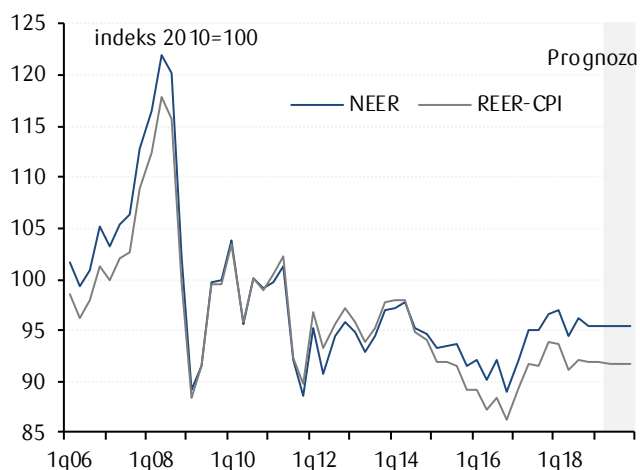
Stopy nominalne vs. realne



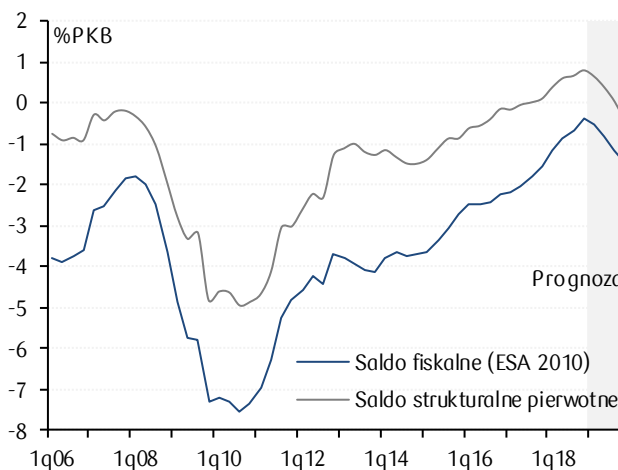
Stopy realne



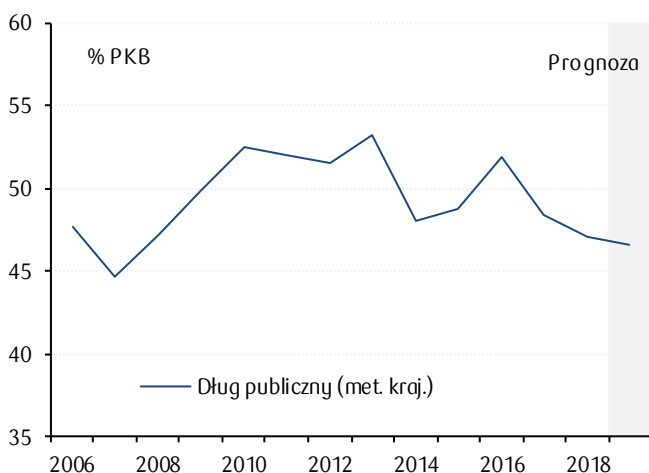
Założenia dotyczące NEER i REER*



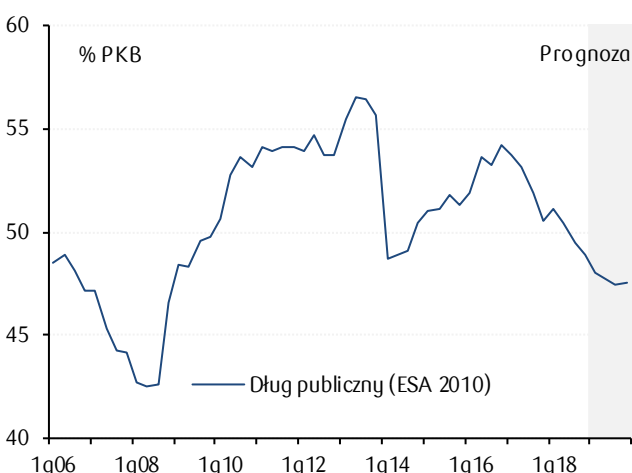
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

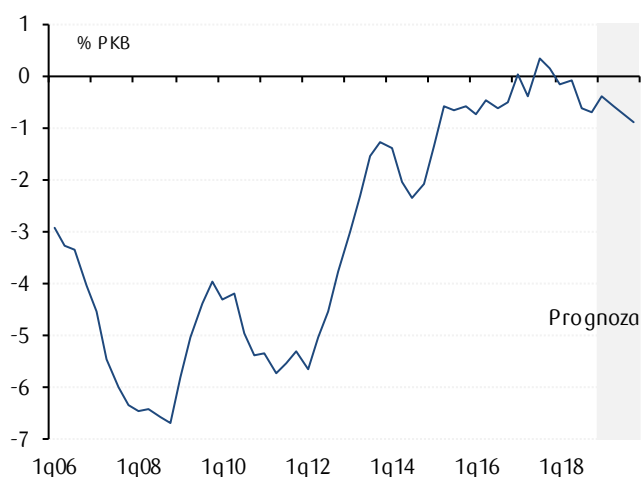


Dług publiczny (ESA 2010)

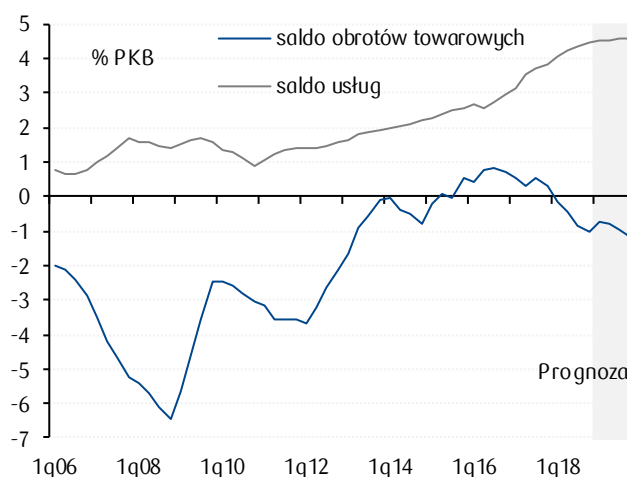


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjacje.

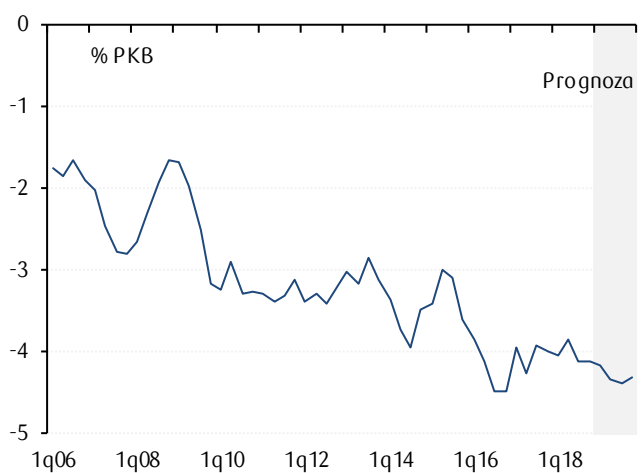
Saldo rachunku obrotów bieżących



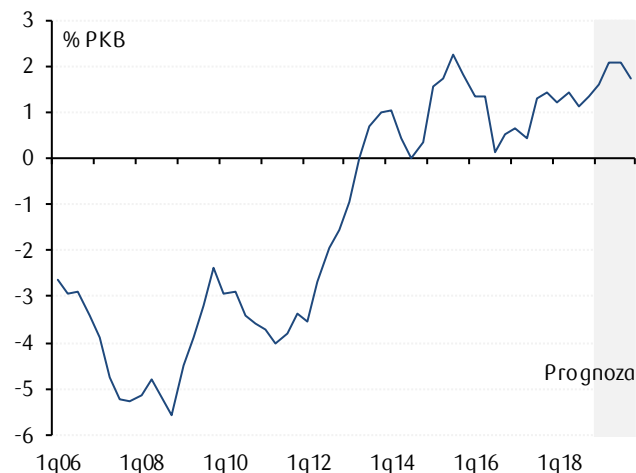
Saldo handlu zagranicznego



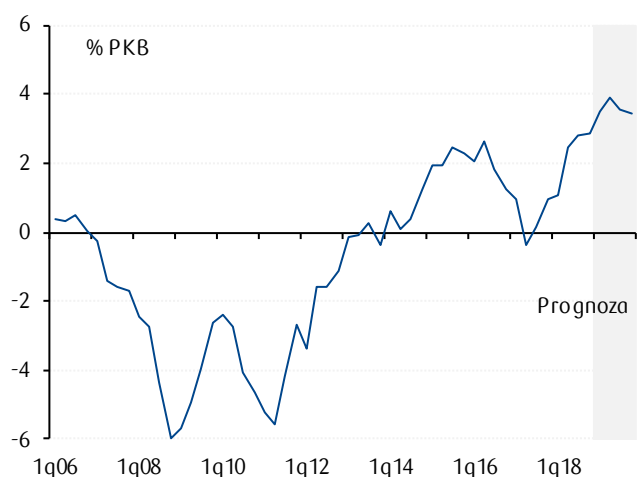
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



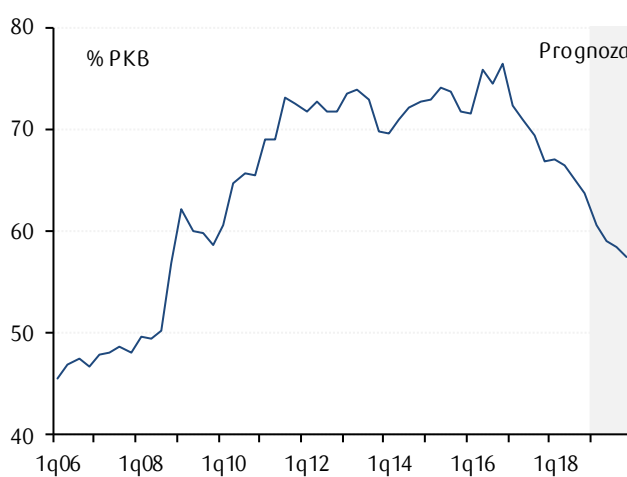
Saldo CAB i CAP*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zadłużenie zagraniczne



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

Prognozy długoterminowe

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sfera realna											
Realny PKB (% r/r)	2,8	3,6	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,6
Popyt krajowy (% r/r)	-0,2	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,5	4,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,5	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-2,7	0,0	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	8,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	2,3	2,2	3,3	0,0	0,3	4,2	3,5	1,1	4,1	5,1	4,8
Zapasy (pkt. proc.)	-2,5	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,2	0,8	0,4	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	3,0	-0,6	0,8	2,1	2,0	-1,5	0,5	0,8	0,0	-0,2	-0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	3,8	3,6	3,3	2,6	2,3	2,8	3,4	3,8	4,1	4,3	4,2
Nominalny PKB (mld PLN)	1362	1445	1567	1629	1657	1720	1800	1861	1989	2116	2247
Rynek pracy											
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,9	-0,4	-0,5	-0,5
Pracujący BAEL (% r/r)	0,4	0,6	0,6	0,2	-0,1	1,9	1,4	0,7	1,4	0,4	-0,6
Wsk. akt. zawodowej (%)	54,9	55,8	55,5	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,4	56,3	56,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	3,8	3,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,1	5,9	5,5	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	6,3
Wydajność pracy (% r/r)	2,3	3,0	4,4	1,5	1,5	1,4	2,3	2,2	3,5	4,8	5,2
ULC (% r/r)	2,8	1,2	0,8	2,1	1,9	2,2	1,0	1,6	1,7	2,3	1,0
Procesy inflacyjne											
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,0
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	0,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	0,2
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,1
Inflacja bazowa (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,8
Deflator PKB (% r/r)	3,7	2,4	3,2	2,4	0,3	0,6	0,8	0,4	1,9	1,1	1,6
Agregaty monetarne											
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1561,8
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	4,6	9,2	8,0
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,7	2,6	8,1	5,2
Kredyty ogółem (mld PLN)	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,7	1355,5
Kredyty ogółem (% r/r)	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,5	7,6
Depozyty ogółem (mld PLN)	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1389,8
Depozyty ogółem (% r/r)	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	6,9
Bilans płatniczy											
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-0,9
Bilans handlowy (% PKB)	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,3	-1,0	-1,2
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,2	1,8	2,0
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	58,7	65,5	72,5	71,7	69,8	72,7	71,8	76,4	66,9	63,8	57,4
Polityka fiskalna											
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-1,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-4,9	-2,3	-1,1	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	-0,1
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-4,8	-4,9	-3,0	-1,3	-1,3	-1,5	-0,9	-0,1	0,1	0,8	-0,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,9	47,6
Polityka pieniężna											
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	0,65	-0,56	0,41	-1,27
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,61	0,90	-0,93
Stopa lombardowa (%)	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
REER defl. CPI (% r/r)	-15,0	5,1	-3,4	-0,5	0,0	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,4

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

Departament Analiz Ekonomicznych

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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

(22) 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

(22) 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska
dr Marcin Czaplicki, CFA
Urszula Kryńska
dr Michał Rot

marta.petka-zagajewska@pkobp.pl

(22) 521 67 97

marcin.czaplicki@pkobp.pl

(22) 521 54 50

urszula.krynska@pkobp.pl

(22) 521 51 32

michal.rot@pkobp.pl

(22) 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl

(22) 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek
dr Mariusz Dziwulski
Piotr Krzysztofik
Wojciech Matysiak
Katarzyna Piętka-Kosińska
Filip Romanowski
Anna Senderowicz
dr Wanda Urbanska

agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl

(22) 521 81 22

mariusz.dziwulski@pkobp.pl

(22) 521 81 88

piotr.krzysztofik@pkobp.pl

(22) 521 81 25

wojciech.matysiak@pkobp.pl

katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl

(22) 521 65 15

filip.romanowski@pkobp.pl

(22) 521 87 39

anna.senderowicz@pkobp.pl

(22) 521 81 24

wanda.urbanska@pkobp.pl

(22) 521 81 23

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki

marcin.morawiecki@pkobp.pl

(22) 521 72 24

Informacje i zastrzeżenia:

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

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

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

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.