

Wzrost na „5”

- **„Normalizacja” w światowej gospodarce.** Chociaż światowa gospodarka minęła już szczyt cyklu, to jej perspektywy pozostają dobre, a okres solidnego wzrostu jest przedłużany przez politykę gospodarczą (obniżka podatków w USA, pakiet wsparcia gospodarki Chin). Towarzyszy temu stopniowy „powrót do normalności” w polityce pieniężnej głównych banków centralnych (kontynuacja cyklu podwyżek stóp w USA oraz planowane zakończenie QE w strefie euro). Wśród czynników ryzyka dla światowej gospodarki pozostają napięcia dotyczące polityki handlowej oraz słabości niektórych gospodarek rozwijających się. Wrażliwość Polski na te czynniki jest umiarkowana. Tylko nieco ponad 2% tworzonej w kraju wartości dodanej zależy bezpośrednio lub pośrednio od popytu z USA. Ekspozycja na najważniejsze gospodarki wschodzące – Chiny oraz Rosję – też jest ograniczona (por. wykres obok).
- **Wzrost na „5”.** Bardzo dobra pierwsza połowa roku oraz oznaki, że osłabienie dynamiki popytu zewnętrznego nie przybiera na sile, skłoniły nas do rewizji prognozy wzrostu PKB w 2018 (z 4,6% do 5,0%). Konsumpcja prywatna utrzyma wysokie tempo wzrostu w 2h18 dzięki rosnącym szybko płacom i spadającej inflacji. Cykl inwestycyjny prawdopodobnie będzie krótki z osłabieniem dynamiki inwestycji w 2019, na co wpłyną m.in. ograniczenia podażowe (braki kadrowe, rosnące ceny materiałów).
- **Napływ pracowników z zagranicy kluczowy dla zachowania równowagi.** Napływ pracowników tymczasowych do Polski był w 2016 największy ze wszystkich krajów OECD. Obecnie widzimy zmianę modelu migracyjnego na bardziej trwałą. Taki model migracji, obok widocznego do tej pory łagodzenia napięć na rynku pracy i presji inflacyjnej, ma pozytywny wpływ na wyniki finansów publicznych (większe dochody FUS) oraz łagodzi negatywne konsekwencje migracji dla bilansu płatniczego (saldo rachunku bieżącego oscyluje obecnie w okolicy zera).
- **Inflacja wróciła (tylko na chwilę?).** Wzrost cen ropy naftowej podbił w ostatnich miesiącach inflację zarówno na świecie, jak i w Polsce. Inflacja CPI obecnie znajduje się na tegorocznym szczycie, a spadek cen żywności przyczyni się do jej spowolnienia (wyraźnie poniżej 1,5% r/r w listopadzie). Towarzyszyć temu będzie stopniowy wzrost inflacji bazowej, czemu sprzyja sytuacja na rynku pracy oraz odroczone w czasie efekty kursowe.
- **Deficyt fiskalny pod kontrolą.** Deficyt sektora finansów publicznych (ESA2010) po 1q18 (suma za 4 kwartały) ustanowił nowe historyczne minimum (1,2% PKB wobec 1,7% PKB w 4q17). Bardzo dobre wykonanie budżetu państwa po czerwcu sugeruje, że deficyt budżetowy może być o nawet o 25-30 mld zł niższy od zaplanowanego. Szacujemy, że całkowity deficyt fiskalny może wynieść w tym roku 1,5% PKB (z asymetrycznym rozkładem niepewności prognozy, w kierunku lepszego wykonania).

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

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

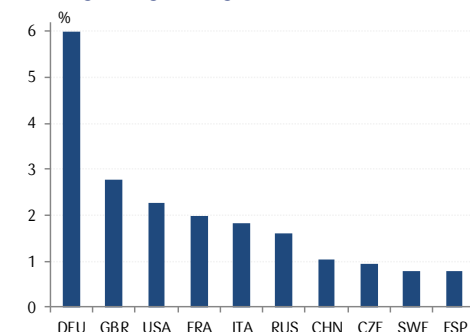
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu

Marcin Czaplicki
Ekonomista

Urszula Kryńska
Ekonomistka

Michał Rot
Ekonomista

Ekspozycja polskiej gospodarki na popyt finalny z zagranicy*



Źródło: OECD, WIOD, PKO Bank Polski. * Wartość dodana (PKB) wytworzona w Polsce wg źródeł popytu finalnego, np. 6% dla Niemiec oznacza, że Niemcy mają 6% udziału w popycie finalnym na wartość dodaną (PKB) wytworzoną w Polsce.

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne^

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Realny PKB (% r/r)	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,3	4,9	4,5	5,0	3,9
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,4	5,0	4,7	4,5	4,2	4,0	3,8	3,9	3,9	3,8
Inflacja CPI† (% r/r)	2,0	1,5	2,2	2,1	1,3	2,0	1,6	1,2	1,2	2,3
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	0,6	0,8	1,0	0,9	0,7	0,6	0,8	1,1	1,1	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-0,4	0,3	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Saldo fiskalne (% PKB)‡*	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,2	-1,1	-0,9	-1,5	-1,5	-2,0
Dług publiczny (% PKB)‡*	53,8	53,2	51,9	50,6	51,2	50,7	49,8	50,7	50,7	49,8
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), †dane na koniec okresu, ‡ESA2010, *dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

(1). Otoczenie zewnętrzne

Trendy bieżące

Wzrost PKB w USA w 2q18 wyraźnie przyspieszył (do 4,1% k/k saar z 2,2% k/k saar w 1q18), osiągając najwyższe tempo od 3q14. Wsparciem dla amerykańskiej gospodarki jest stymulacja fiskalna (redukcja podatków), pozytywny impuls kredytowy oraz nadal relatywnie łagodne warunki finansowe (mierzone FCI). Po ostrym hamowaniu w 1q18, **wyniki gospodarki strefy euro w 2q18 nieznacznie się pogorszyły, ale bieżące dane wskazują na stabilizację wzrostu PKB w okolicy 2,0% r/r**. Ostatnie dane ze strefy euro przestały negatywnie zaskakiwać. Nadal uważamy, że obniżenie dynamiki PKB w tym roku jest normalizacją tempa wzrostu po nienaturalnie dobrych wynikach w 2h17, a nie początkiem poważnego spowolnienia. Taką interpretację przedstawił m.in. EBC i w czerwcu ogłosił plan wycofania się z QE przed końcem 2018, ale jednocześnie zapowiedział utrzymanie stóp bez zmian „do końca lata 2019”. W Wielkiej Brytanii, ze względu na zmiany w rządzie, wzrosło ryzyko niekontrolowanego brexitu. Cieniem na nastrojach w globalnej gospodarce kładły się w ostatnim czasie sygnały eskalacji „wojen handlowych”. Wydaje się jednak, że po spotkaniu Trump-Juncker, na linii UE-USA zapanował (przynajmniej chwilowy) rozejm. Ograniczenie dostępu do rynku USA może mieć natomiast negatywny wpływ na sytuację w chińskiej gospodarce. Aby temu przeciwdziałać, władze Chin zapowiedziały wprowadzenie pakietu wsparcia dla gospodarki, który obejmuje m.in. obniżki podatków i wydatki na infrastrukturę.

Prognoza średnioterminowa

Obawy związane z odwróceniem się krzywej rentowności w USA, co w przeszłości było skutecznym sygnałem zapowiadającym recesję, są wg nas przesadzone. Kształt krzywej jest obecnie zniekształcony przez regulacje oraz program QE. Wskaźnik prawdopodobieństwa recesji opracowywany przez NY Fed na podstawie terminowej struktury krzywej dochodowości wskazuje na relatywnie niskie ryzyko recesji w ciągu 12 miesięcy (12,5%), **ale osłabienie wzrostu w USA w kolejnych latach jest naszym zdaniem nieuniknione.** W średnim terminie Fed będzie kontynuował cykl podwyżek stóp procentowych (wg nas jeszcze 2 w tym roku). Podwyżki stóp EBC są w naszej ocenie możliwe dopiero pod koniec 2019. Chiny zaangażują natomiast wszystkie dostępne środki, by zrealizował się scenariusz „miękkiego lądowania”.

Czynniki ryzyka dla prognozy

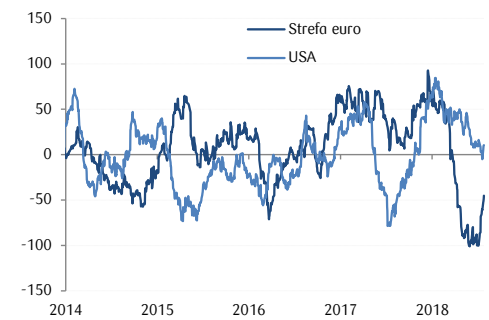
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) działania protekcyjnistyczne i eskalacja „wojen handlowych”, (2) wysokie wyceny aktywów.

Otoczenie zewnętrzne

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

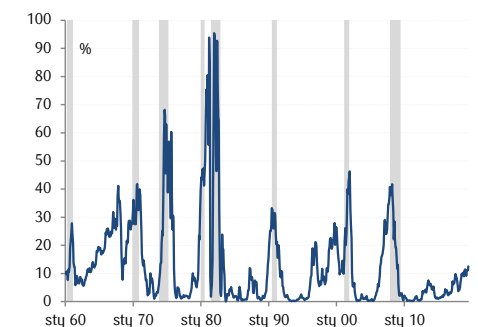
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * k/k SAAR

Indeks zaskoczeń Citigroup



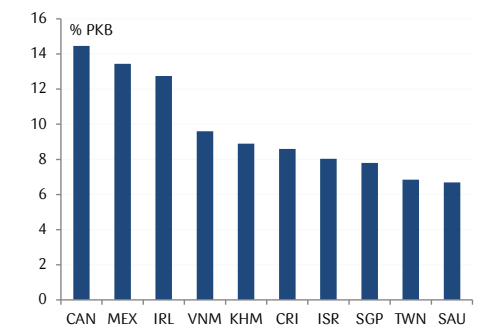
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Prawdopodobieństwo recesji w USA w ciągu 12 miesięcy*



Źródło: Datastream, NY FED, PKO Bank Polski,*modelowane na podstawie różnicy pomiędzy rentownością 10-letnich i 3-miesięcznych skarbowych papierów wartościowych.

Gospodarki o największej ekspozycji na popyt finalny z USA



Źródło: OECD, WIOD, PKO Bank Polski. Wartość 14,5% dla Kanady oznacza, że USA mają 14,5% udziału w popycie finalnym na wartość dodaną (PKB) wytworzoną w Kanadzie

(2). Sfera realna

Trendy bieżące

Dane za kwiecień-czerwiec implikują, że **dynamika PKB w 2q18 utrzymała się powyżej 5% r/r** (nasz szacunek to 5,3% r/r vs 5,2% r/r w 1q18). Głównym czynnikiem podtrzymującym dynamikę wzrostu gospodarczego powyżej progu 5% są **inwestycje publiczne**, które po wzroście o ponad 30% r/r w 1q18 prawdopodobnie nadal rosły w dwucyfrowym tempie w 2q18 (wskazuje na to utrzymujący się silny wzrost produkcji budowlanej o 21,1% r/r). **Inwestycje prywatne firm** rozczarowały w 1q18, a ich dynamika w 2q18 najprawdopodobniej nadal była nieznacznie wyższa niż zero, co sugeruje m.in. struktura wzrostu produkcji budowlanej. Dominującą rolę nadal odgrywały w niej obiekty infrastrukturalne i mieszkania (wykres obok). Solidny **wzrost konsumpcji prywatnej** w 2q18, odzwierciedlający rosnące dochody i dobre nastroje, jest sprzyja utrzymaniu wzrostu gospodarczego powyżej 5% r/r. szacujemy, że eksport odbił wyraźnie Po słabszym pierwszym kwartale, a **wkład eksportu netto** do wzrostu PKB stał się dodatni.

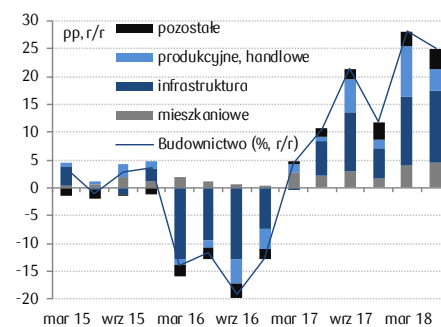
Prognoza średnioterminowa

Choć gospodarka globalna minęła szczyt cyklu koniunkturalnego, zaskakująca duża odporność krajowej gospodarki na zawirowania w otoczeniu zewnętrznym w 1h18 powoduje, że **podnosimy prognozę wzrostu PKB w 2018 do 5,0%** z 4,6%. Przewidujemy, że silny wzrost zatrudnienia i płac, a także spadek inflacji pozwolą utrzymać wzrost konsumpcji prywatnej w 2h18 w pobliżu 5% r/r. Ograniczenia podażowe (braki kadrowe, rosnące ceny materiałów), a także niższy popyt inwestycyjny samorządów sprawią, że dynamika inwestycji publicznych obniży się (wykres). Dane ankietowe sugerują, że przestrzeń do szybkiego wzrostu inwestycji prywatnych jest ograniczona (wykres). Wpisuje się to w nasze oczekiwania, że obecny cykl inwestycyjny może być relatywnie krótki (wg badań NBP przeciętna długość realizacji inwestycji w firmach to 11 miesięcy). Osłabienie aktywności gospodarczej w krajach rozwijających się skutkować będzie nieco słabszymi wynikami eksportu (str. 6). Spodziewamy się, że **osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie i towarzyszący mu wzrost niepewności, a także krajowe ograniczenia podażowe sprawią, że w przyszłym roku wzrost gospodarczy spowolni do 3,9%**.

Czynniki ryzyka dla prognozy

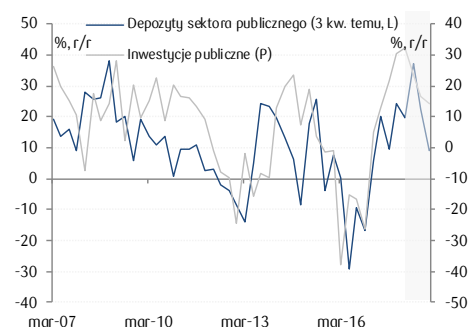
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) globalna koniunktura, (2) tempo absorpcji środków UE, (3) deficyt podaży pracy i jego wpływ na aktywność inwestycyjną.

Struktura wzrostu produkcji budowlanej



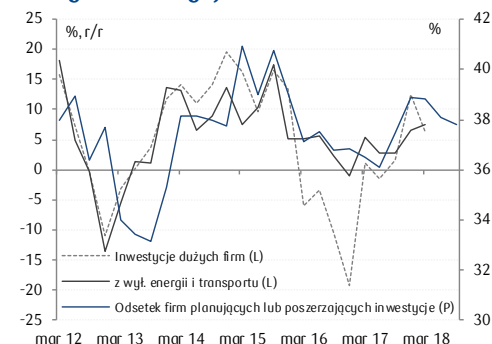
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inwestycje a depozyty sektora publicznego



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. Ostatnia obserwacja 4q18.

Plany a inwestycje firm



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Realny PKB (% r/r)	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,3	4,9	4,5	5,0	3,9
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,9	5,5	3,9	4,9	6,5	3,9	4,5	4,3	4,9	3,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,5	4,9	4,7	5,0	4,8	4,8	4,9	4,7	4,8	3,8
Sprzedaż krajowa (% r/r)	3,4	3,6	4,0	4,8	4,6	4,8	4,9	5,2	4,9	3,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	1,4	1,3	3,6	5,4	8,1	9,2	8,4	9,3	8,9	3,6
Publiczne [‡] (% r/r)	4,8	12,7	21,7	30,4	32,4	23,5	16,7	14,4	18,9	6,1
Prywatne [‡] (% r/r)	0,8	-1,4	-1,4	-0,3	3,7	5,4	5,6	7,8	6,1	2,8
Zapasy (pkt. proc.)	0,5	1,9	-0,1	0,1	1,9	-0,8	-0,4	-0,9	-0,1	0,1
Eksport netto (pkt. proc.)	0,5	-1,5	1,3	0,0	-1,2	1,4	0,4	0,2	0,2	0,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,3	4,2	6,3	8,1	5,7	7,1	6,0	8,7	6,9	6,0
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7
Luka popytowa (% pot. PKB)	-1,4	-1,4	-1,0	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,5

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

(3). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Sytuacja na rynku pracy jest, wg wielu wskaźników, najlepsza od początku okresu transformacji. W czerwcu, po raz pierwszy od 1990, liczba zarejestrowanych bezrobotnych spadła poniżej 1 mln, a stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się poniżej 6,0% (do 5,9%). W gospodarce utrzymuje się bardzo **wysoki popyt na pracę**. Według GUS w 1q18 utworzono 258 tys. nowych miejsc pracy (+14,4% r/r), najwięcej od co najmniej 2010, pod koniec kwartału nie obsadzone było 14,4% z nich, a liczba wakatów ogółem wyniosła 152 tys. Wydaje się, że mimo narastających problemów ze znalezieniem odpowiednich pracowników, **popyt na pracę jest nadal zaspokajany, w tym poprzez uruchomienie nowych zasobów pracy** (aktywizacja, zatrudnianie obcokrajowców). Obcokrajowcy napływający do Polski to w głównej mierze pracownicy tymczasowi. **W 2016 do Polski napłynęło 672 tys. tymczasowych pracowników, co było najwyższym wynikiem w OECD** (por. wykres). W efekcie, dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw, chociaż wyraźnie wyższa niż w ubiegłym roku, ustabilizowała się w okolicy 7-8% r/r. Badania koniunktury dają niejednoznaczny obraz dotkliwości bariery braku pracowników. Wg przeprowadzanego przez NBP kwartalnego badania dużych przedsiębiorstw, bariera braku pracowników lekko się obniżyła w 2q18. GUS wskazuje na wzrost tej bariery w 3q18 w przemyśle i budownictwie oraz stabilizację w handlu. Dane sektorowe pokazują, że w budownictwie i - w mniejszym stopniu - w przemyśle presja płacowa nasiliła się (por. wykres). W innych branżach napięcia płacowe wydają się stabilizować.

• Prognoza średnioterminowa

W **średniej perspektywie oczekujemy dalszego wyhamowania spadkowej tendencji bezrobocia, ze względu na coraz silniejsze ograniczenia podażowe**. W naszej ocenie napływ migrantów z Ukrainy ustabilizował się w tym roku (wskazują na to m.in. dane Google Trends). Ich wpływ na rynek pracy będzie jednak nadal pozytywny, także ze względu na zmianę charakteru migracji na bardziej trwałe. Wskazuje na to m.in. rosnąca liczba obcokrajowców płacących składki w ZUS oraz liczba zezwoleń na pracę. Dalszej integracji migrantów sprzyjać będą zapowiadane ułatwienia w uzyskaniu prawa stałego pobytu. Czerwcowy wyskok płac w sektorze przedsiębiorstw (7,5% r/r) był spowodowany przez wypłatę bonusów w górnictwie, ale pracownicy uzyskali tam też podwyżkę płac o 7%. Może być to oznaką nasilania się żądań płacowych w sektorze publicznym, co spowodowałoby ponowne przyspieszenie dynamiki płac, powyżej oczekiwanych przez nas 8% r/r w 3q.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

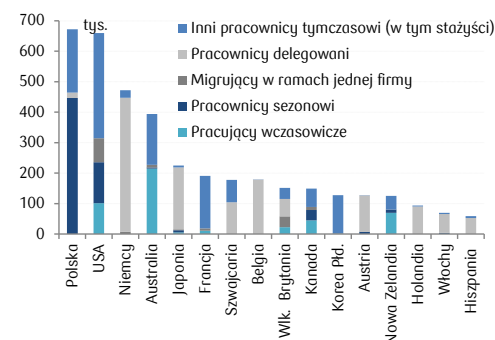
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala i trwałość migracji; (2) polityka płacowa w sektorze publicznym; (3) zmiany aktywności zawodowej.

Rynek pracy

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	4,4	4,2	4,5	4,5	3,7	3,7	3,6	3,5	3,6	2,4
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	1,9	1,5	0,5	0,4	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	8,0	7,0	6,8	6,6	6,6	5,9	5,7	5,7	5,7	5,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,4	5,0	4,7	4,5	4,2	4,0	3,8	3,9	3,9	3,8
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,2	56,7	56,7	56,2	56,0	56,4	56,4	56,2	56,2	56,5
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	4,5	5,4	6,0	7,1	7,0	7,4	8,0	7,5	7,5	6,2
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	4,1	5,0	4,9	7,1	6,2	7,2	8,1	7,1	7,1	5,7
Wydajność pracy (% r/r)	2,7	2,0	3,6	4,4	4,8	5,3	5,2	4,3	4,9	4,2
ULC (% r/r)	1,4	2,9	1,3	2,6	1,3	1,8	2,8	2,7	2,1	1,4

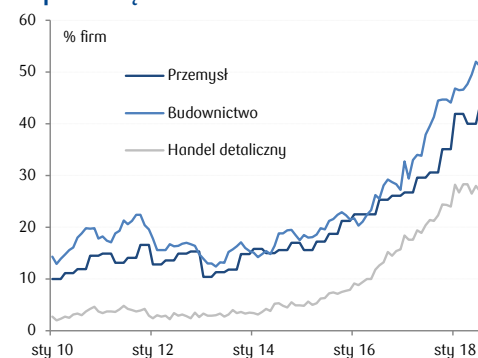
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Napływ pracowników tymczasowych w 2016



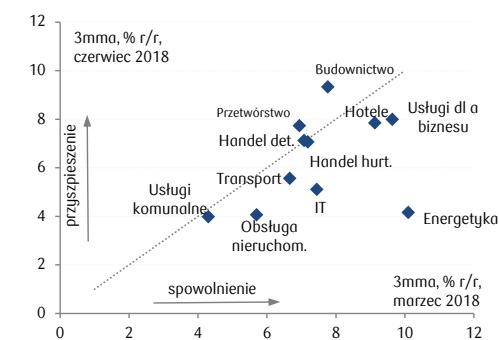
Źródło: OECD, PKO Bank Polski.

Bariera braku pracowników w przedsiębiorstwach



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Trendy płacowe wg sektorów



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

Trendy bieżące

2q18 stał pod znakiem spadku inflacji bazowej i dynamiki cen żywności oraz rosnących cen paliw. Zaskakująco niski poziom inflacji bazowej (0,6% r/r średnio w 2q18) wynika z osłabienia presji kosztowej (stabilny wzrost płac przy silnym, cyklicznym wzroście produktywności), opóźnionym wpływie umocnienia PLN w 2017 (niższa inflacja importowana) oraz wyraźnym spadku cen sprzętu i usług telekomunikacyjnych. Sprzyjająca pogoda przyczyniła się do spadku cen owoców, co pociągnęło w dół inflację żywności. Proinflacyjnie oddziaływały ceny paliw (osłabienie PLN w 2018 i wzrost cen ropy). **Inflacja CPI w Polsce pozostaje niższa niż w EŚiW, głównie za sprawą kategorii bazowych.**

Prognoza średnioterminowa

Dotychczasową słabość presji inflacyjnej można wg nas wiązać głównie z napływem imigrantów, który „utrzymał w ryzach” wzrost płac (na poziomie wyraźnie niższym niż w EŚiW). Istotną rolę odegrały również efekty kursowe (znaczna aprecjacja NEER dla PLN w trakcie 2017 i na początku 2018) oraz akcje promocyjne w telefonii komórkowej. **Przewidujemy, że w kolejnych kwartałach inflacja bazowa będzie stopniowo rosła do 1,0% r/r na koniec 2018 i blisko 2,5% r/r w 2019.** Efekty kursowe powoli się odwracają (por. wykres). W kategoriach bazowych widzimy potencjał do wzrostu dynamiki cen z tego tytułu o ok. 0,4-0,5pp w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Z opóźnieniem na inflację będzie też wpływać rosnąca od 2h17 presja płacowa (która może przybrać na sile w przypadku oczekiwanych podwyżek płac w sferze publicznej). Inflacja CPI będzie do końca 2018 pod silnym wpływem efektów wysokiej bazy statystycznej z 2h17, szczególnie w przypadku żywności (ceny masła i jaj), co skonsumentuje efekty suszy w rolnictwie (widoczne w szczególności w przypadku warzyw i produktów wytwarzanych lokalnie; ceny wielu towarów, np. zbóż będą podlegały wpływowi wysokiej globalnej podaży z początku tego roku). Dostrzegamy potencjał do wzrostu cen ropy w wakacje, ale normalizacja cen w 4q18 pozwoli dojść do głosu efektom wysokiej bazy. W sumie **prognozujemy wyraźne spowolnienie inflacji CPI w 2h18, z minimum niewiele powyżej 1% r/r w listopadzie.** Od grudnia inflacja CPI zacznie rosnąć, przy wzrostowym trendzie inflacji bazowej oraz odbiciu dynamiki cen żywności (przesunięty efekt obecnej zmiany trendu na globalnych rynkach). Inflacja PPI powinna w najbliższych kwartałach kontynuować trend wzrostowy za sprawą osłabienia PLN, wzrostu cen surowców oraz hurtowych cen prądu.

Czynniki ryzyka dla prognozy

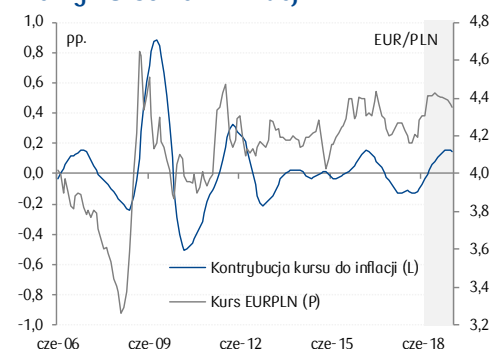
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji są: (1) zmiany kursu PLN, (2) wahania globalnych cen surowców, (3) skala wzrostu presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy (podwyżki w sferze budżetowej).

Procesy inflacyjne

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

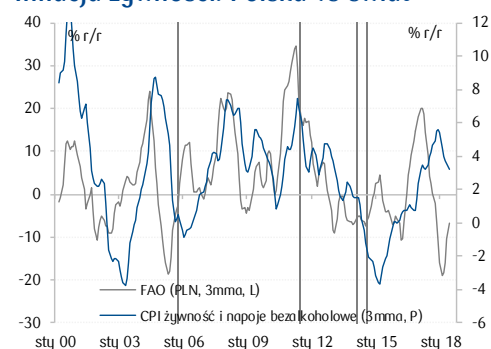
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, dane na koniec okresu.

Efekty kursowe w inflacji



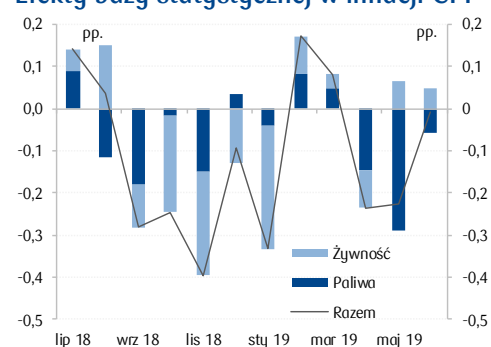
Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. Wpływ zmian kursu PLN na inflację CPI (w pkt. proc.)

Inflacja żywności: Polska vs świat



Źródło: GUS, FAO, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. Pionowe linie oznaczają moment wprowadzenia lub zniesienia rosyjskiego embarga na import żywności z Polski (lub z UE).

Efekty bazy statystycznej w inflacji CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.



(5). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

W 2q18 utrzymywał się niewielki deficyt rachunku obrotów bieżących (0,2% PKB). Odwrócenie trendu spadkowego dynamiki eksportu towarów (5,7% r/r w kwi.-maj vs 5,0% r/r w 1q18) zatrzymało wzrost deficytu handlowego. Odbicie dynamiki eksportu oznacza, że być może wygasa już przejściowy wpływ normalizacji wzrostu globalnego popytu na początku 2018 oraz efektów kursowych z 2017 (aprecjacja EUR wobec głównych walut). Wolniejszy wzrost zatrudnienia w sektorze usług biznesowych przekłada się na **wyhamowanie dynamiki eksportu usług** (5,1% r/r w kwi.-maj vs 6,8% r/r w 1q i 16,2% r/r w 4q17). Ze względu na strukturę kontraktów terminowych na ropę naftową jej wzrosty z 2q18 nie wpłynęły jeszcze na przyspieszenie dynamiki importu. Pogorszenie salda dochodów wynika ze wzrostu transferów imigrantów. Gorsze nastroje na globalnych rynkach (risk-off) przełożyły się na spadek napływu inwestycji portfelowych, co mimo wzrostu BIZ zwiększyło deficyt na rachunku finansowym.

Prognoza średnioterminowa

Poprawa nastrojów w europejskim przetwórstwie (wsparta odbiciem zamówień) oraz odwrócenie tendencji spadkowej nowych zamówień eksportowych w Polsce implikują wg naszych szacunków, że **dynamika eksportu ustabilizuje się w okolicach 6-7% r/r w najbliższych kwartałach**. Jednocześnie, relatywnie krótki cykl inwestycyjny oznacza, że **przyspieszenie importu (z wyłączeniem surowców) będzie relatywnie krótkotrwałe, co oznacza, że już w 2019 pogorszenie salda handlowego zacznie wyhamowywać**. Wolniejszy wzrost zatrudnienia w centrach biznesowych skłonił nas do obniżenia prognoz eksportu usług, ale stabilny napływ inwestycji do sektora oznacza, że **nadwyżka w handlu usługami będzie wciąż rosła, dzięki czemu rachunek obrotów bieżących pozostanie blisko zbilansowania**. Rosnący napływ środków z UE (nadwyżka na rachunku kapitałowym) oraz normalizacja bezpośrednich inwestycji zagranicznych będą się przyczyniać do **spadku zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB**.

Czynniki ryzyka dla prognozy

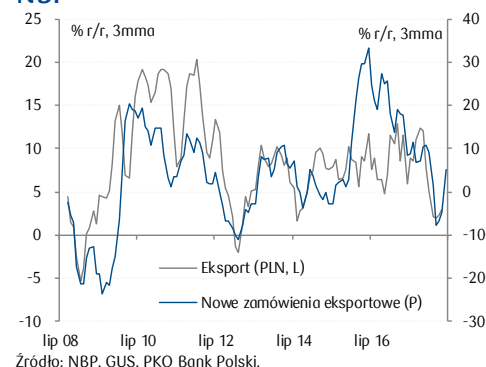
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zmiany kursowe, (2) ceny surowców (w szczególności ropy), (3) działania protekcyjnych na świecie.

Równowaga zewnętrzna

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-0,4	0,3	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Bilans handlowy (% PKB)	0,6	0,2	0,4	0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6
Eksport (% r/r)	13,9	9,6	13,2	11,5	5,0	6,4	6,9	7,2	7,2	6,8
Import (% r/r)	15,5	13,5	10,6	14,1	8,3	6,6	7,9	8,1	8,1	7,3
Saldo usług (% PKB)	3,2	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,1	4,3
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,6	-3,9	-3,8	-4,0	-3,9	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,6	0,8	1,0	1,3	1,4	1,5	1,7	1,6	1,6	2,7
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,2	0,5	-0,5	-1,6	-0,1	0,2	0,5	0,8	0,8	1,8
Bezpośrednie inwestycje zagran. netto (% PKB)	0,6	-0,3	0,0	0,7	0,9	2,0	1,9	2,0	2,0	1,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	-3,2	-0,3	0,5	1,5	0,0	-0,9	-2,4	-3,4	-3,4	-6,1
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,8	-0,7	-1,3	-1,4	-1,1	-0,7	0,1	1,0	1,0	1,8
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,3	70,8	69,3	66,7	66,6	66,2	64,5	63,2	63,2	58,8
Sektor publiczny (% PKB)	30,7	30,0	29,5	28,4	28,3	28,2	27,4	26,9	26,9	25,0
Sektor prywatny (% PKB)	41,6	40,7	39,8	38,3	38,3	37,9	37,1	36,3	36,3	33,8

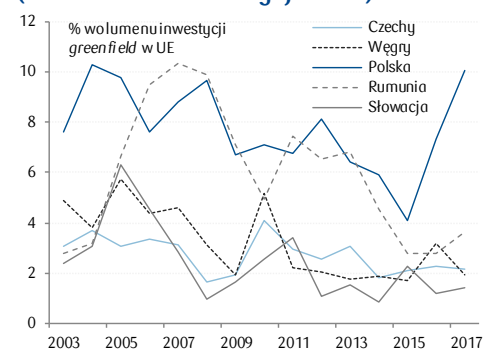
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym - znak '+' oznacza wzrost wartości rezerw

Zamówienia eksportowe GUS vs eksport NBP



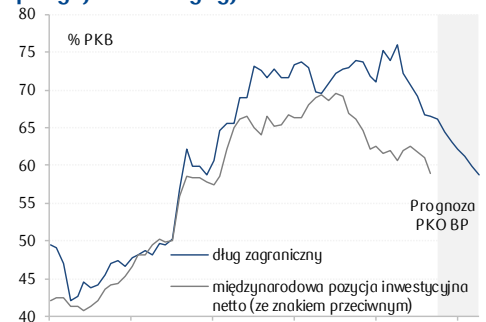
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Inwestycje greenfield w EŚiW (% wolumenu inwestycji w UE)



Źródło: UNCTAD, PKO Bank Polski.

Dług zagraniczny i międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

(6). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Wyhamowanie inflacji bazowej w połączeniu z osłabieniem presji płacowej i brakiem nierównowagi zewnętrznej wspiera RPP w utrzymywaniu gołębiej retoryki. Pomimo pojawienia się w ostatnich tygodniach kilku jastrzębich komentarzy (K.Zubelewicz, E.Gatnar i w pewnej mierze Ł.Hardt), większość członków Rady utrzymuje wciąż neutralno-gołębie nastawienie. Prezes NBP, A.Głapiński wskazał nawet na rosnące prawdopodobieństwo braku podwyżek w 2020. Warto jednocześnie zauważyć, że członkowie RPP z coraz większym przekonaniem mówią o braku przestrzeni do obniżek stóp w przypadku ewentualnego spowolnienia gospodarczego. Nawet najbardziej gołębi E.Łon w ostatnim komentarzu skupiał się na stabilizacji stóp. W związku z tym NBP prowadzi badania nad niestandardowymi instrumentami polityki pieniężnej, które mogłyby zostać wykorzystane w przypadku konieczności złagodzenia polityki pieniężnej.

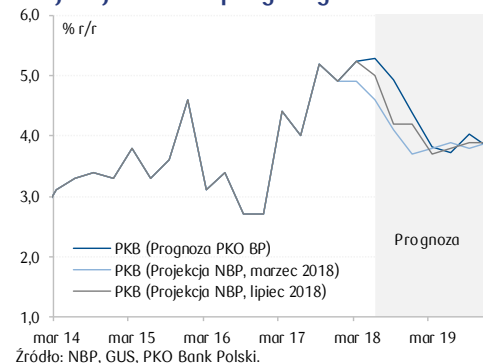
Prognoza średnioterminowa

Lipcowa projekcja inflacji (por. wykresy), a także „twarde” i „miękkie” dane z realnej gospodarki wspierają trwanie RPP w nastawieniu „wait-and-support”. Wydaje nam się, że widoczne w projekcjach NBP ścieżki dla dynamiki cen w kategoriach niebazowych oraz dynamiki inwestycji w latach 2019-2020 są zbyt wysokie. Przewidując podobny jak NBP wzrost inflacji bazowej i słabszy wzrost inflacji CPI oraz spowolnienie wzrostu gospodarczego po 2018 nie widzimy przestrzeni do podwyżek stóp przynajmniej do końca 2019. Rozkład ryzyka dla naszej prognozy stóp jest wyraźnie asymetryczny w górę. Dostrzegamy ryzyko wcześniejszej niż zakładamy w scenariuszu bazowym podwyżki stóp w przypadku silnego wzrostu płac w sektorze publicznym (i wyższej niż w bazowym scenariuszu ścieżki płac ogółem i inflacji bazowej) i/lub do destabilizacji rynku nieruchomości wywołanej rosnącym popytem na alternatywne w stosunku do depozytów kierunki lokowania wolnych środków. Jednocześnie, ze względu na strukturę systemu finansowego nie widzimy możliwości obniżenia stóp procentowych (chyba że wspartego obniżeniem wymogów kapitałowych). Uważamy, że w przypadku konieczności luzowania polityki pieniężnej, RPP w pierwszej kolejności wykorzysta instrumenty niestandardowe.

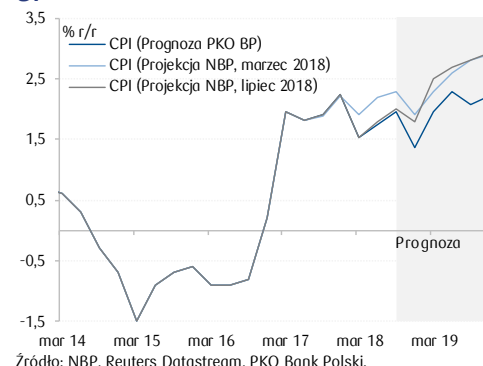
• Czynniki ryzyka dla prognozy

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

Projekcja PKB vs prognozy PKO BP



Projekcja inflacyjna vs prognozy PKO BP



Polityka pieniężna

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-0,48	-0,03	-0,69	-0,56	0,15	-0,45	-0,11	0,28	0,28	-0,80
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	0,94	0,72	0,52	0,61	0,85	0,88	0,69	0,39	0,39	-0,97
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa redysk. weksli(%)	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
REER defl. CPI (% r/r)	-0,1	5,1	3,3	8,6	5,0	-0,5	-0,2	-2,6	0,4	-0,8
Nominalny PKB (% r/r)	6,2	5,9	7,8	6,6	6,3	7,3	7,0	6,8	6,9	6,2

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA2010) po 1q18 ustanowił kolejne historyczne minimum (1,2% PKB wobec 1,7% PKB w 2017). Dochody publiczne (ESA) w 1q18 wzrosły o 11,3% r/r (wobec 10,4% r/r w 4q17 i 8,8% w całym 2017). W strukturze wzrostu dochodów podobnie duży jest wkład VAT, podatków dochodowych oraz składek na ubezpieczenia społeczne (wykres). Korzystne trendy po stronie dochodowej utrzymały się także w 2q18, na co wskazuje wykonanie budżetu państwa po czerwcu (z nadwyżką 9,5 mld zł). Wydatki publiczne rosną w umiarkowanym tempie (6,4% r/r w 1q18 wobec 9,3% r/r w 4q17 oraz 6,9% w całym 2017), przy czym w strukturze wydatków inwestycje publiczne miały 1,5pp wkładu do wzrostu wydatków ogółem (wobec 3,4pp w 4q17). Dług publiczny wzrósł na koniec 1q18 do 51,2% PKB, wobec 50,6% na koniec 2017. Przyrost długu publicznego w 1q18 skor. o efekty kursowe wyniósł 1,2% PKB r/r i był (podobnie jak w 4q17) jednym z najniższych w historii (por. wykres obok).

Prognoza średnioterminowa

Bardzo dobre wykonanie budżetu państwa po czerwcu sugeruje, że **deficyt budżetowy może być o nawet o 25-30 mld zł niższy od zaplanowanego.** Przy mocnej poprawie dochodów istotna dla poziomu deficytu budżetowego w całym 2018 będzie możliwość realizacji wydatków pod koniec roku (tradycyjnie wydatki nie są wykonywane w 100% planu). Wzrostowi wydatków inwestycyjnych samorządów (o ponad 50% r/r w 1q18) nie towarzyszy wyraźne pogorszenie się wyniku samorządów. Samorzady miały po 1q18 nadwyżkę (11,6 mld zł; o 0,5 mld zł mniej niż przed rokiem). Cykliczna poprawa dochodów oraz wzrost liczby migrantów zarejestrowanych w ZUS poprawiają wynik sektora ubezpieczeń społecznych. W sumie, **szacujemy, że całkowity deficyt fiskalny w 2018 może wynieść 1,5% PKB** (z asymetrycznym bilansem ryzyka, w kierunku lepszego wykonania). Skala poluzowania fiskalnego w 2018 (zmiana deficytu w ujęciu pierwotnym i strukturalnym) może wynieść 0,2% PKB, przy czym silnemu wzrostowi nakładów inwestycyjnych towarzyszy strukturalny wzrost dochodów wynikający z poprawy ściągłości podatków i efektów imigracji (wzrost nakładu pracy migrantów, wydłużanie pobytu, legalizacja pracy). Poprawa ściągłości podatków będzie kontynuowana, ale jej efekty nie będą już tak spektakularne jak w ubiegłym roku (rosnący poziom skomplikowania spraw., por. wykres obok).

Czynniki ryzyka dla prognozy

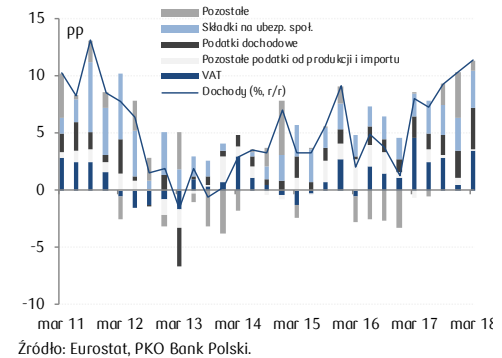
Główne czynniki ryzyka to: (1) presja na wzrost kosztów pracy w sektorze publicznym, (2) skala poprawy ściągłości podatków, (3) stan cyklicznego komponentu dochodów, (4) ograniczenia podażowe absorpcji środków z UE (wobec braku zasobów pracy i mocy produkcyjnych firm, szczególnie w budownictwie).

Polityka fiskalna

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,2	-1,1	-0,9	-1,5	-1,5	-2,0
Dochody (% PKB, ESA2010)	39,0	39,1	39,2	39,6	40,0	40,2	40,3	40,6	40,6	42,3
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,1	41,1	40,9	41,2	41,2	41,3	41,3	42,1	42,1	44,3
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,4	0,5	0,6	0,0	0,0	-0,5
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,1	0,2	0,3	0,2	0,5	0,5	0,5	-0,2	-0,2	-0,7
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	53,8	53,2	51,9	50,6	51,2	50,7	49,8	50,7	50,7	49,8
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,3	x	x	x	-0,9	-0,9	-1,9
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,7	x	x	x	-1,4	-1,4	-1,9
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	48,5	x	x	x	46,2	46,2	47,9

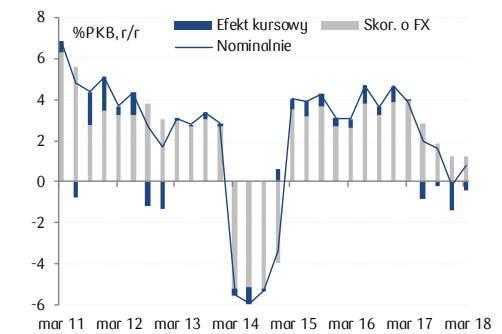
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Dekompozycja dynamiki dochodów publicznych (ESA)



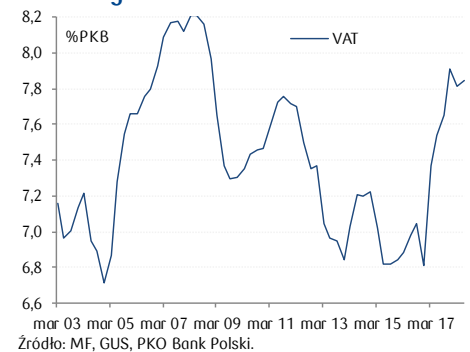
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Zmiana długu publicznego (ESA)



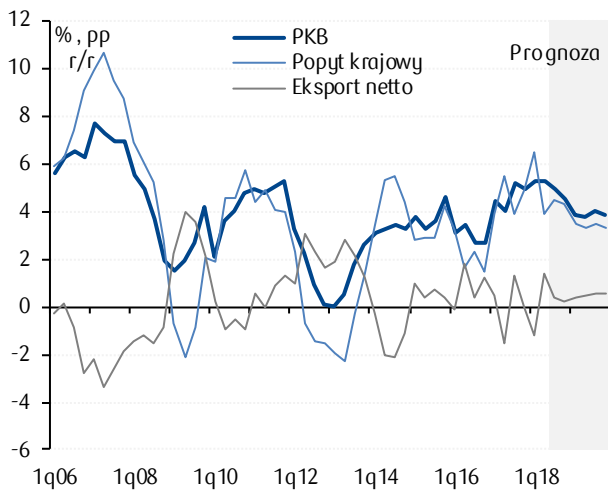
Źródło: Eurostat, NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Dochody z VAT

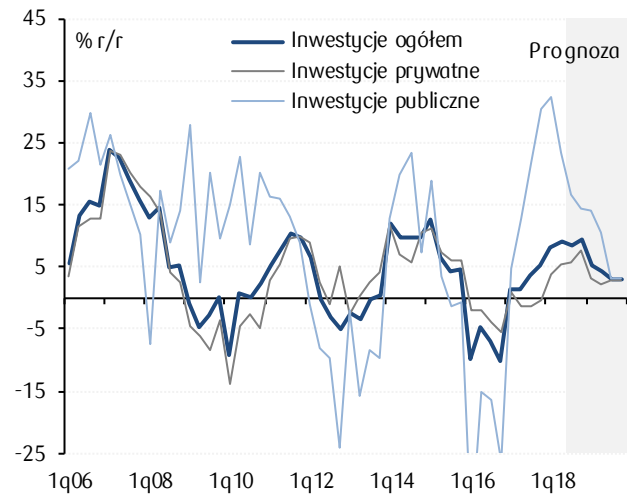


Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

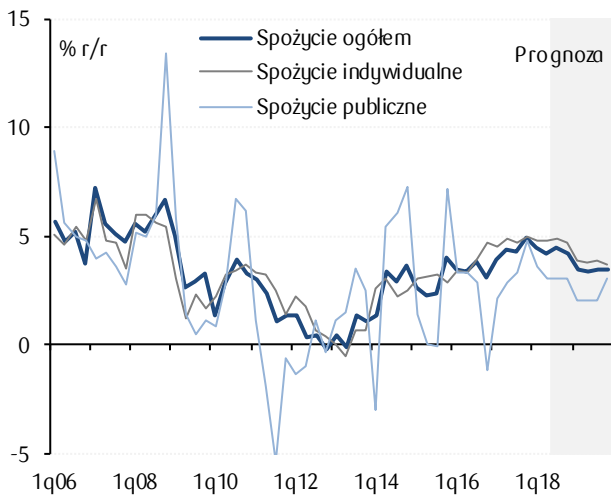
Realny PKB



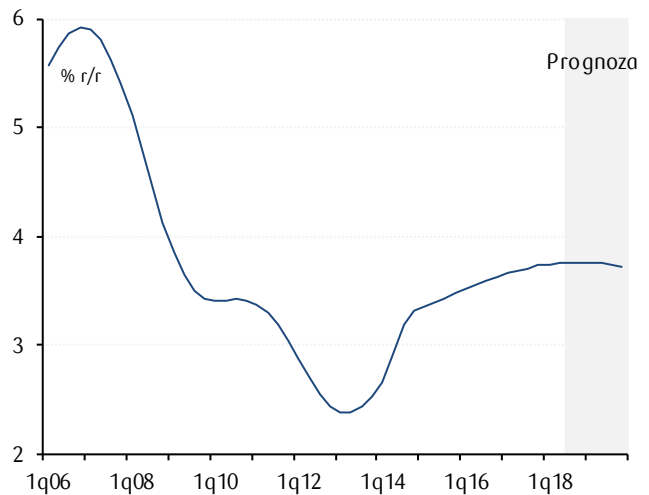
Popyt inwestycyjny



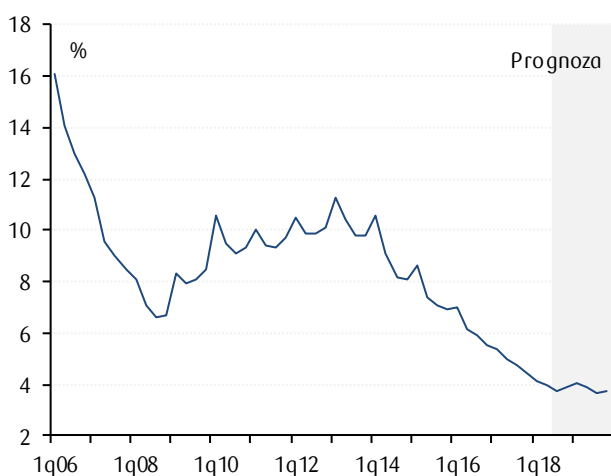
Popyt konsumpcyjny



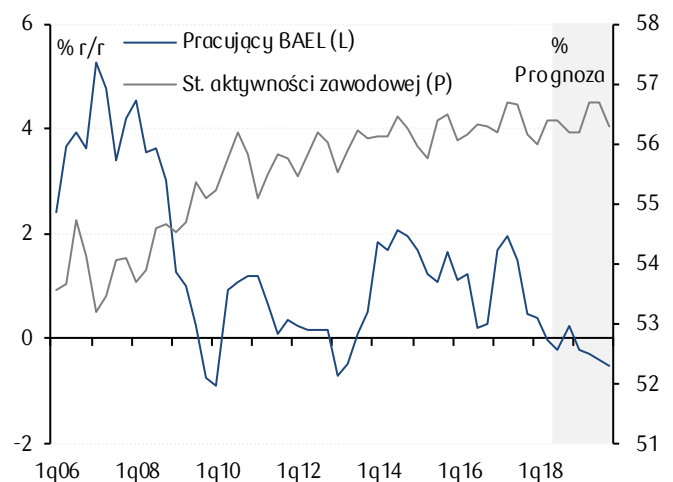
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

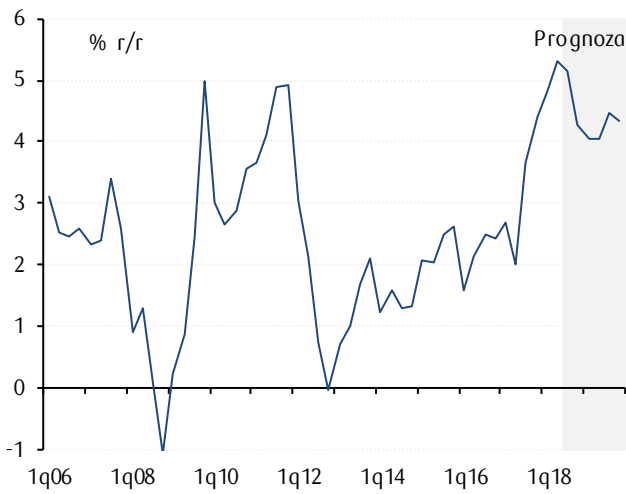


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

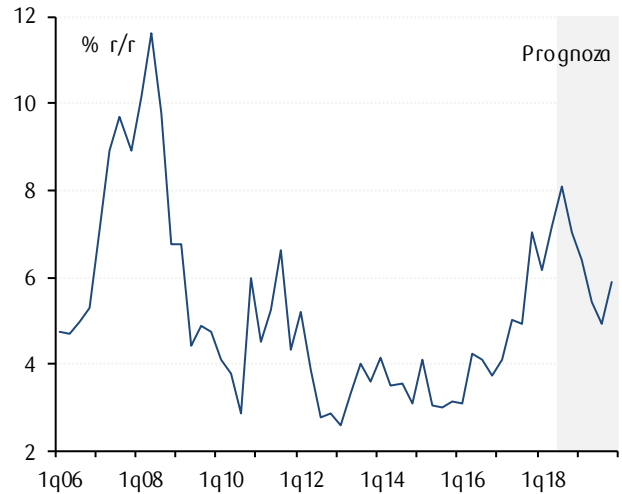


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

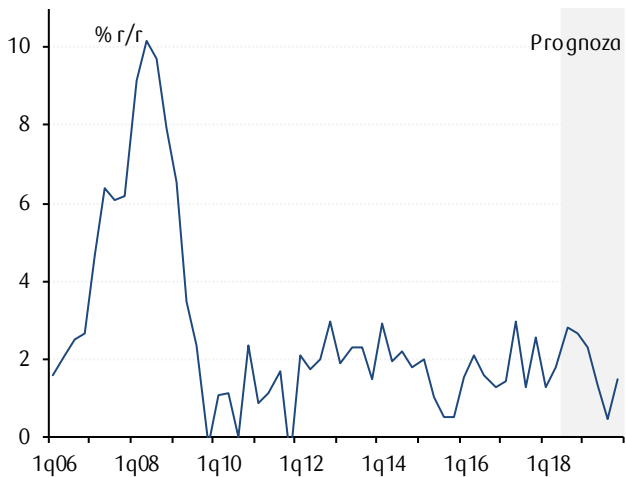
Wydajność pracy*



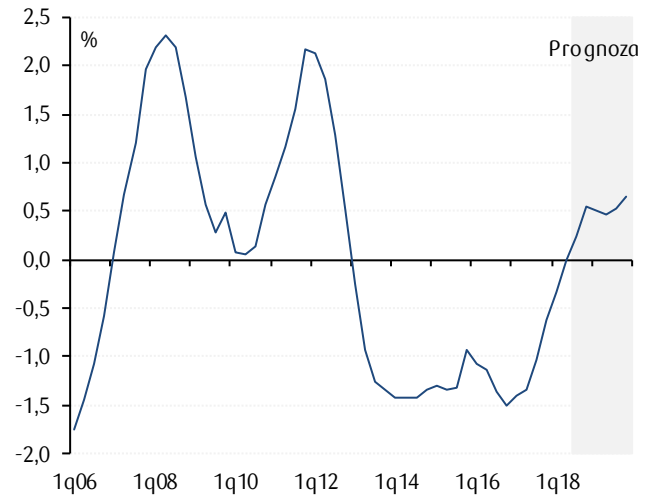
Płace w gospodarce narodowej



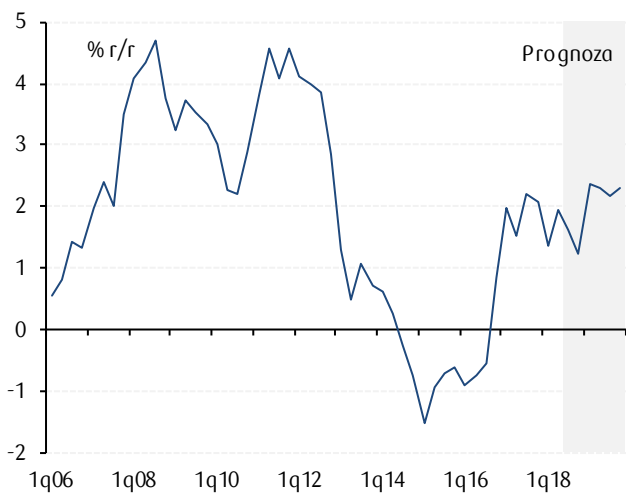
Jednostkowe koszty pracy*



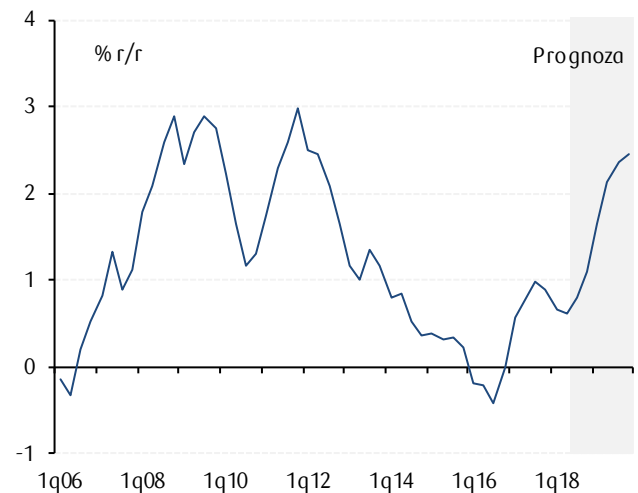
Luka popytowa



Inflacja CPI

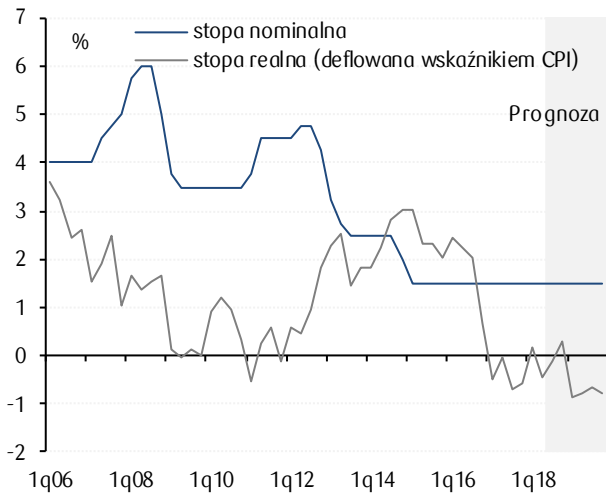


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

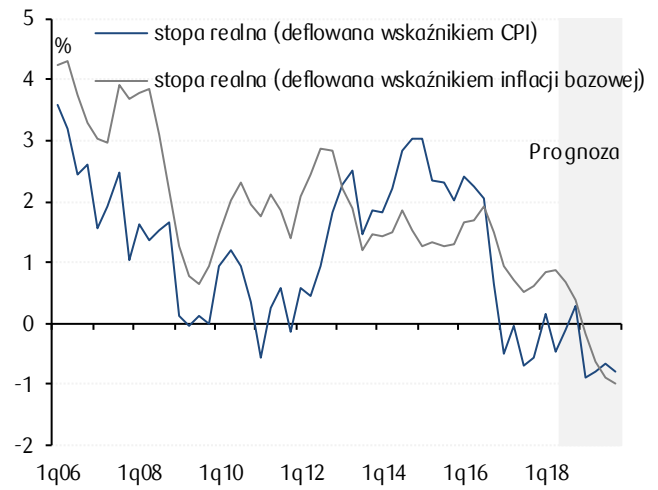


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. * dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

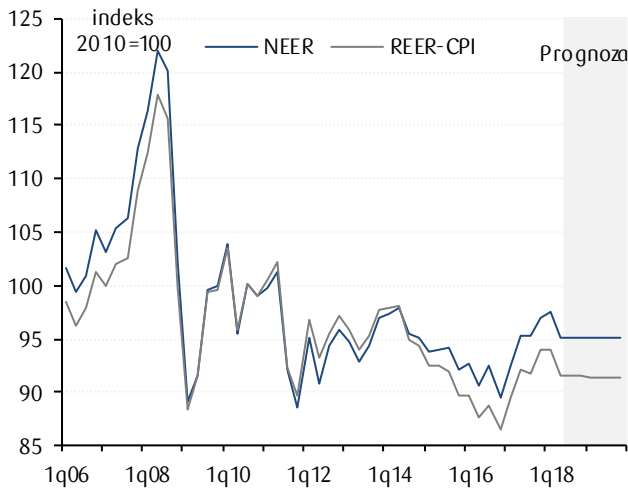
Stopy nominalne vs. realne



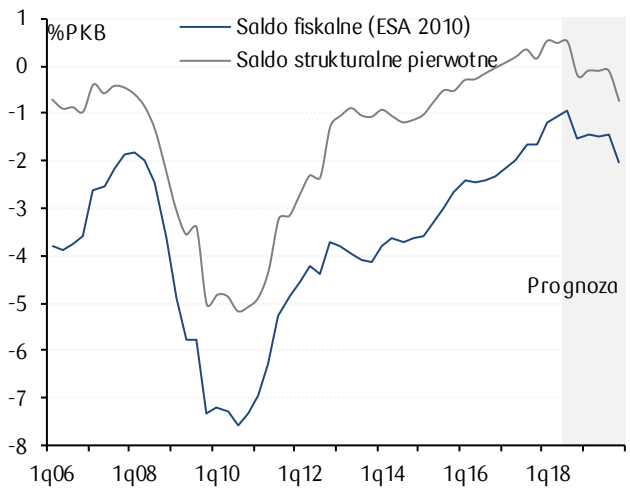
Stopy realne



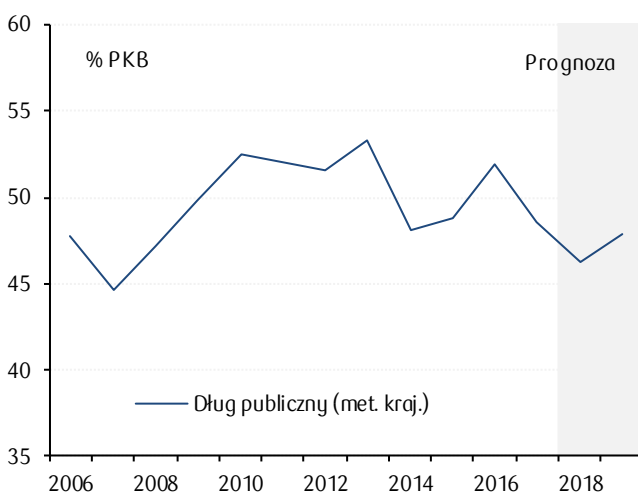
Założenia dotyczące NEER i REER*



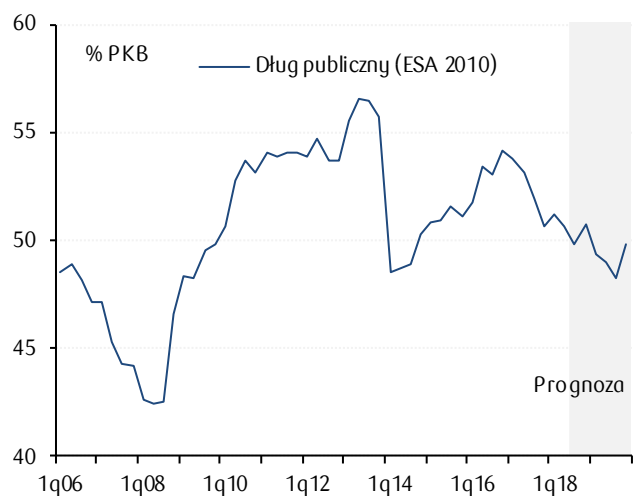
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

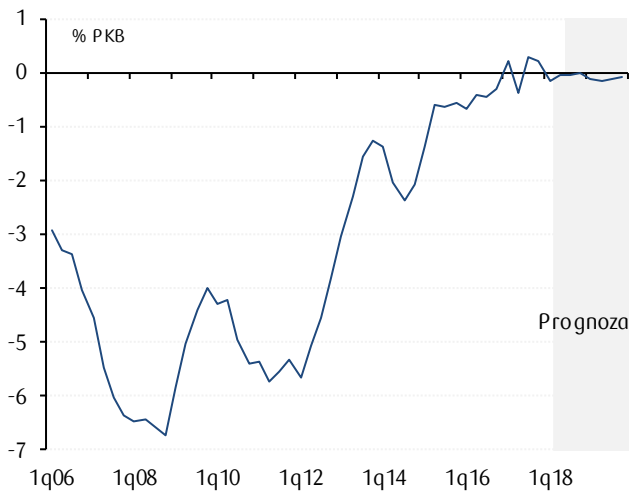


Dług publiczny (ESA 2010)

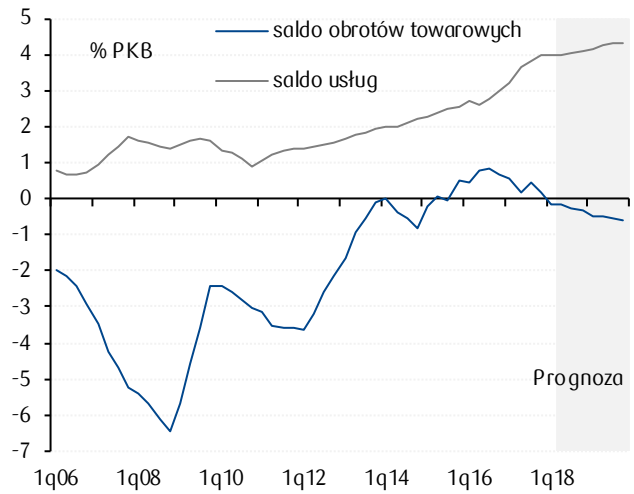


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjacje.

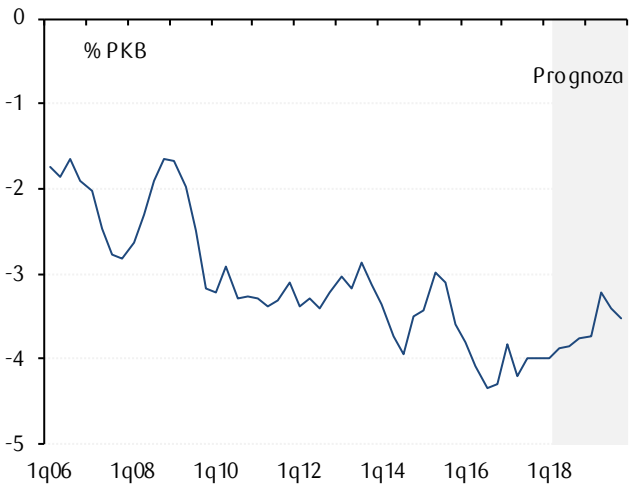
Saldo rachunku obrotów bieżących



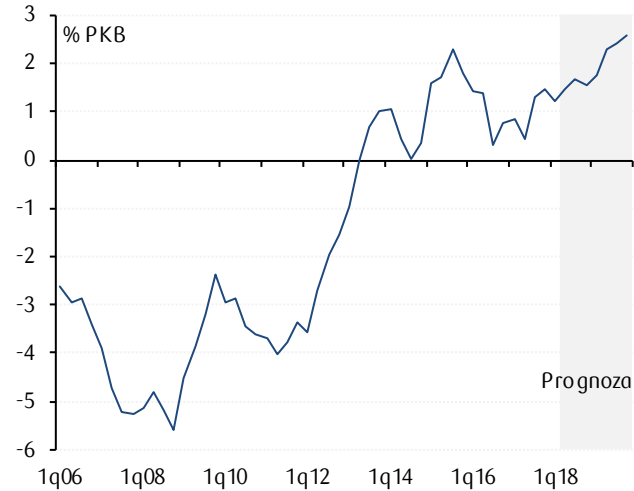
Saldo handlu zagranicznego



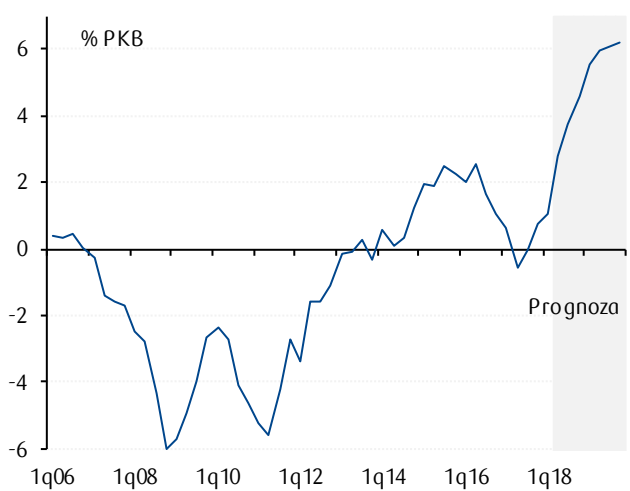
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



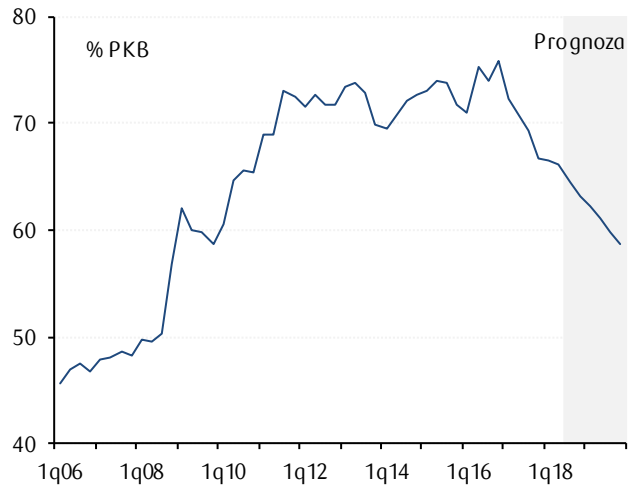
Saldo CAB i CAP^{*}



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR^x



Zadłużenie zagraniczne



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

Prognozy długoterminowe

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sfera realna											
Realny PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,0	4,6	5,0	3,9
Popyt krajowy (% r/r)	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,7	5,1	3,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,8	3,8
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	8,9	3,6
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	2,4	2,2	3,3	0,0	0,3	4,1	3,5	1,0	4,1	5,1	3,4
Zapasy (pkt. proc.)	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,2	0,6	-0,1	0,1
Eksport netto (pkt. proc.)	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	0,5
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	3,0	3,4	3,6	3,7	3,8	3,7
Nominalny PKB (mld PLN)	1362	1445	1567	1629	1657	1720	1799	1858	1982	2118	2248
Rynek pracy											
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,9	-0,4	-0,4	0,0
Pracujący BAEL (% r/r)	0,4	0,6	0,6	0,2	-0,1	1,9	1,4	0,7	1,4	0,1	-0,4
Wsk. akt. zawodowej (%)	54,9	55,8	55,5	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,4	56,2	56,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	3,9	3,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,7	5,2
Place nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,1	5,7
Wydajność pracy (% r/r)	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,3	2,2	3,2	4,9	4,2
ULC (% r/r)	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,2	1,0	1,6	2,0	2,1	1,4
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	2,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,5	0,5
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,5	1,2
Inflacja bazowa (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,8	2,0
Deflator PKB (% r/r)	3,9	2,4	3,2	2,4	0,4	0,6	0,7	0,3	1,9	1,8	2,2
Agregaty monetarne											
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1413,1	1505,0
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	4,6	6,7	6,5
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,8	2,6	5,5	4,2
Kredyty ogółem (mld PLN)	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,4	1241,3	1300,2
Kredyty ogółem (% r/r)	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	5,9	4,7
Depozyty ogółem (mld PLN)	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1265,5	1350,4
Depozyty ogółem (% r/r)	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	5,9	6,7
Bilans płatniczy											
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,2	0,0	-0,1
Bilans handlowy (% PKB)	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,2	-0,3	-0,6
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	1,2	0,7	2,0	1,8
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	58,7	65,5	72,5	71,7	69,8	72,7	71,8	75,9	66,7	63,2	58,8
Polityka fiskalna											
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,3	-1,7	-1,5	-2,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-4,9	-2,3	-1,1	-1,6	-1,7	-0,9	-0,6	-0,1	0,0	-0,5
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-5,0	-5,1	-3,2	-1,3	-1,1	-1,1	-0,5	0,0	0,2	-0,2	-0,7
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,3	51,1	54,2	50,6	50,7	49,8
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	0,28	-0,80
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,61	0,39	-0,97
Stopa lombardowa (%)	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
REER defl. CPI (% r/r)	-15,0	5,1	-3,4	-0,5	0,0	0,6	-4,8	-3,8	4,2	0,4	-0,8

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

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

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

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

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