

Kwartalnik Ekonomiczny

1q23

Analizy Makroekonomiczne

29 marca 2023



Bank Polski

Centrum
Analiz



Dezynflacyjny piwot

- **Globalna gospodarka utknęła pomiędzy obawami o koniunkturę a inflacją.** Problemy banków w USA i Europie uwypukliły [monetarny konflikt tragiczny](#), o którym pisaliśmy poprzednio. Pomimo zaskakującej odporności gospodarki i wciąż istotnych obaw o tempo powrotu inflacji do celu, cykl podwyżek stóp Fed dobiega końca. W Europie determinacja do pełnego skupienia się na inflacji jest większa, ale EBC nie mówi już jednym głosem. Po kwartałach zamrożenia do gry wracają Chiny, na razie głównie jako źródło popytu, jednak w dalszej części roku także jako nowe ryzyko dla inflacji. Dla rynków nadal nie ma w pełni dobrych danych – odporna gospodarka to także odporna inflacja.
- **Krajowa gospodarka wyraźnie spowolniła, ale dalsza część 2023 przyniesie ożywienie.** Obecny epizod dekoniunktury wymyka się dotychczasowym regułom. (1) To inflacja, przez jej wpływ na konsumpcję, jest głównym czynnikiem determinującym poziom realnej aktywności, sama zaś pozostaje jak na razie mało wrażliwa na spowolnienie gospodarcze. (2) W centrum osłabienia aktywności gospodarczej jest spadek konsumpcji przy utrzymaniu wzrostu inwestycji. (3) Realny spadek konsumpcji następuje w otoczeniu mocnego rynku pracy.
- **Na rynku pracy widać pierwsze oznaki spadku popytu na pracę, ale to głównie rezygnacja z tworzenia nowych miejsc pracy, a nie zwolnienia.** W efekcie, nierównowaga pomiędzy popytem a ograniczoną podażą pracy zmniejsza się, a wraz z tym będzie słabnąć presja płacowa. Przestrzeń do podwyżek wynagrodzeń jest ograniczana przez spadającą rentowność firm i hamujące tempo wzrostu wydajności pracy (efekt „chomikowania” pracy, pomimo spadku zagregowanego popytu).
- **Inflacja rozpoczyna mozolną drogę ku normalności. W trakcie 2023 obniży się o 10pp, ale pozostanie daleko od celu.** Tegoroczna dezynflacja odzwierciedli głównie efekty bazy i uspokojenie sytuacji na rynku surowców energetycznych. W komponentach bazowych „pamięć” o szoku kosztowym z 2022 będzie długa, a wrażliwość na spadek popytu może się okazać mniejsza niż sądziliśmy.
- **Oczekiwana przez nas poprawa równowagi zewnętrznej przebiega szybciej niż zakładaliśmy i rewidujemy w górę prognozę salda obrotów bieżących.** Źródła tej pozytywnej zmiany to: poprawa *terms of trade*, mniej importochłonna struktura wzrostu gospodarczego, głównie za sprawą ograniczania przyrostu zapasów, i odporny na globalne spowolnienie eksport.
- **W szczycie dekoniunktury *policy mix* stanie się mniej restrykcyjny.** Uważamy, że cykl podwyżek stóp NBP dobiegł końca, a realizacja naszych prognoz inflacji będzie zwiększać szanse na pierwsze, ostrożne obniżki stóp przed końcem roku. Po stronie polityki fiskalnej balastem będą kolejne koszty walki z kryzysem energetycznym, a także opóźnione, negatywne skutki wysokiej inflacji (waloryzacje). Do nich dołączą dwa priorytety wydatkowe dla finansów publicznych na najbliższe lata, czyli nakłady na bezpieczeństwo militarne i energetyczne. Przestrzeń dla wyborczych „niespodzianek” jest mocno ograniczona.

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

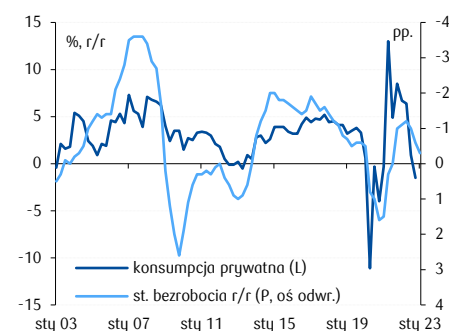
Michał Rot

Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Anna Wojtyński

Ekonomistka
tel. 22 521 54 50

Dynamika konsumpcji prywatnej vs zmiany (r/r, pp.) stopy bezrobocia



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2022	2023
Realny PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,6	2,0	-0,6	0,1	-0,4	1,1	4,9	0,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,6	2,9	2,9	3,3	3,1	3,4	3,3	2,9	3,3
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	9,6	13,9	16,3	17,3	16,8	13,6	10,9	8,2	14,4	12,3
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	6,6	8,4	10,0	11,3	11,9	10,8	9,2	7,2	9,1	9,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,7	-3,5	-3,5	-3,1	-2,6	-2,0	-1,2	-0,6	-3,1	-0,6
Saldo fiskalne (% PKB) ^{†*}	-1,5	-1,5	-2,3	-3,0	-3,1	-3,9	-4,9	-5,4	-3,0	-5,4
Dług publiczny (% PKB) ^{†*}	52,0	51,5	50,3	50,4	49,1	48,9	49,7	51,0	50,4	51,0
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,75	6,25

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), †ESA2010, *dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

Pomimo poprawy perspektyw gospodarczych na świecie, problemy niektórych instytucji sektora bankowego w USA i Europie, spowodowały, że główne banki centralne (Fed i EBC) złagodziły wcześniejsze, zdecydowane zapowiedzi dotyczące determinacji w zacieśnianiu polityki pieniężnej. Od początku 2023 Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe łącznie o 50pb, do 4,75-5,0%. EBC podniósł stopy o 100pb, w tym refinansową do 3,50%, i w marcu wycofał się ze stosowania (mocno jastrzębiego) *forward guidance*, powracając do określania ścieżki stóp z posiedzenia na posiedzenie. Gospodarki USA i strefy euro weszły w 2023 w dużo lepszej kondycji niż wcześniej oczekiwano, a najbardziej negatywne scenariusze dla kryzysu energetycznego nie zmaterializowały się, choć ryzyko zaburzeń wynikających z niedostatecznej podaży gazu w kolejnym sezonie pozostaje wysokie. Wyjście Chin z polityki *zero-covid* dało nadzieję na szybszą odbudowę globalnego popytu. Wyraźny proces dezinflacji widoczny jest zarówno w USA, jak i w strefie euro, choć w przypadku tej drugiej gospodarki, gdzie cykl zacieśniania pol. pieniężnej rozpoczął się później, inflacja bazowa szczyt najpewniej ma jeszcze przed sobą. W Chinach inflacja pozostaje niska wobec wciąż słabego popytu wewnętrznego, a utrzymująca się dezinflacja po stronie producenta łagodzi obawy o to, że ożywienie gospodarcze wzmocni globalną presję inflacyjną.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Mediana prognoz członków FOMC z marca wskazuje, że stopa *fed funds* na koniec roku wzrośnie do 5,1%. Nie wykluczamy jednak, że marcowa decyzja Fed zakończyła cykl podwyżek stóp procentowych, a już pod koniec 2023 mogą nastąpić obniżki. Uzasadnieniem takiego scenariusza są nieco słabsze perspektywy gospodarcze i oczekiwana przez nas dezinflacja w komponentach bazowych, w szczególności w kluczowej dla inflacji CPI kategorii schronienie, która z opóźnieniem reaguje na schłodzenie rynku nieruchomości na skutek podwyżek stóp procentowych. Co więcej, upadek SVB najpewniej unaoczniał decydentom z Fed, że ryzyko „*policy mistake*” w postaci zbyt silnego zacieśniania polityki pieniężnej jest równie wysokie, jak ryzyko niedostatecznego zacieśnienia.

Przewidujemy, że EBC zdecyduje się na jeszcze jedną podwyżkę o 25pb do 3,75% w maju, wobec braku widocznych oznak dezinflacji w kategoriach bazowych oraz relatywnie stabilnej sytuacji sektora bankowego. Choć perspektywy gospodarcze poprawiły się i w 2023 strefa euro prawdopodobnie uniknie recesji, to prognozowany wzrost PKB jest wciąż relatywnie niski, a ryzyka pozostają skierowane w dół. W szczególności dane za 4q22 pokazały bardzo słabą kondycję sektora konsumenckiego, co wraz ze stabilnymi i spójnymi z celem EBC oczekiwaniami inflacyjnymi nie wskazuje na nadmierną presję popytową.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

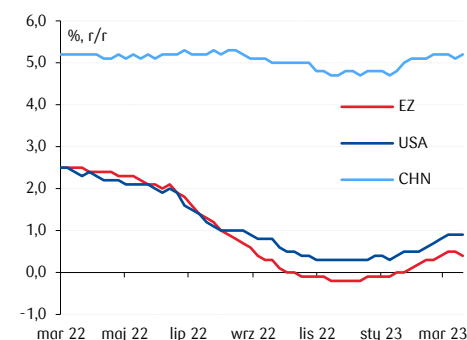
Głównymi źródłami niepewności są: (1) geopolityka, (2) rynkowe konsekwencje działań banków centralnych; (3) przebieg kryzysu energetycznego.

Otoczenie zewnętrzne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2022	2023
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	5,5	4,4	2,4	1,8	1,2	0,5	0,3	0,6	3,5	0,6
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,1	6,3	4,8	3,2	8,4	5,6
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	1,25	2,50	3,50	3,75	3,75	3,75	2,50	3,75
USA: Realny PKB* (% r/r)	-1,6	-0,6	3,2	2,7	2,0	0,0	-0,1	0,0	2,1	1,3
USA: Inflacja CPI (% r/r)	8,0	8,6	8,3	7,1	5,8	4,0	3,3	3,2	8,0	4,1
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	0,50	1,75	3,25	4,50	5,00	5,00	4,75	4,50	4,50	4,50
Chiny: Realny PKB (% r/r)	4,8	0,4	3,9	2,9	3,3	7,0	5,0	5,6	3,0	5,2
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,1	2,2	2,7	1,8	2,3	2,1	2,3	2,5	2,0	2,3
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35

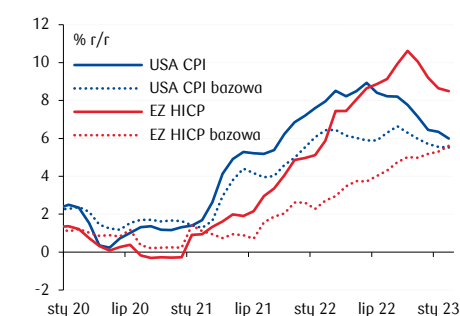
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * q/q SAAR.

Zmiana konsensusu prognoz PKB na 2023



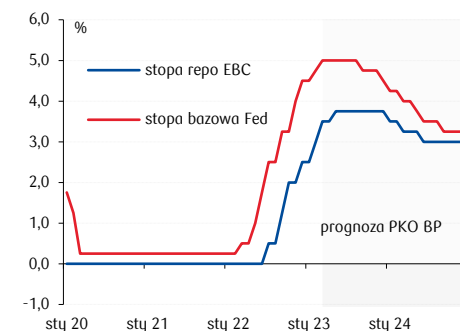
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Przebieg inflacji w strefie euro i USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Prognozy stóp EBC i Fed



Źródło: Macrobond, FOMC, PKO Bank Polski, ścieżki stóp wg PKO Banku Polskiego. Oczekiwania FOMC na podstawie „dot plots” z marca 2023.

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

Krajowa gospodarka wyraźnie spowalnia. Roczna dynamika PKB (ceny średnie roku poprzedniego) wyhamowała w 4q22 słabiej od naszych oczekiwań (do 2,0% r/r z 3,6% r/r w 3q22). Utrzymuje się jednak duża różnica pomiędzy dynamikami w różnych systemach cen – PKB odsezonowany w cenach z 2015 wzrósł zaledwie o 0,4% r/r, a w ujęciu q/q odnotowano spadek o 2,4%. Na dobre rozpoczęła się recesja konsumencka – spożycie indywidualne spadło o 1,5% r/r, a siła inwestycji, które w 4q22 wzrosły o 4,9% r/r, pozytywnie zaskakuje. Cykl zapasów powoli się odwraca, jednak ich wkład do wzrostu jest nadal dodatni.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Po wyraźnym pogorszeniu koniunktury na początku 2023, druga połowa roku przyniesie ożywienie. W centrum osłabienia wzrostu gospodarczego jest recesja w sektorze konsumenckim. Przewidujemy, że realny spadek konsumpcji będzie trwać do 3q23, odzwierciedlając spadek realnej siły nabywczej dochodów, który do tej pory był częściowo maskowany przez zwiększenie liczby konsumentów w związku z napływem uchodźców z Ukrainy (od 2q23 efekt zmiany populacji nie będzie już miał pozytywnego wpływu na dynamikę r/r). Co nietypowe, recesji konsumenckiej nie będzie towarzyszyć masowa utrata źródła utrzymania, dlatego konsumpcja dóbr podstawowych powinna być relatywnie silna, a spadki będą nadal dotyczyły przede wszystkim konsumpcji bardziej importochłonnych dóbr wyższego rzędu. Stabilne bezrobocie umożliwi też szybkie ożywienie konsumpcji na przełomie 2023/2024, które będzie możliwe dzięki spadkowi inflacji oraz odbudowie realnych dochodów. Inwestycje będą relatywnie silnie – pod koniec 2022 inwestycje przedsiębiorstw solidnie rosły (8,6% r/r w 4q22) odzwierciedlając m.in. poprawę dostępności środków transportu. Mocniejszej od wcześniejszych oczekiwań aktywności inwestycyjnej w sektorze prywatnym będzie towarzyszyć wzmocnienie inwestycji publicznych. Realizacja KPO ze środków krajowych (głównie z PFR), nakłady na transformację energetyczną (widoczne w kosztorysach) oraz wydatki na obronność będą stymulować popyt inwestycyjny. Zakładamy, że dzięki odblokowaniu łańcuchów dostaw i wcześniejszym inwestycjom zagranicznym eksport będzie nadal rósł, mimo niesprzyjającego otoczenia. Jednocześnie spadek importochłonnych zapasów oraz zmiana struktury konsumpcji będą negatywnie wpływać na import. W rezultacie eksport netto będzie miał pozytywny wkład do wzrostu.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

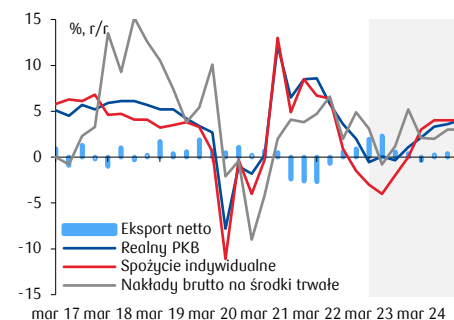
Głównymi źródłami niepewności są: (1) odporność gospodarki na globalny spadek popytu, (2) kształtowanie się inflacji i realnych dochodów gospodarstw domowych, (3) kształt polityki fiskalnej w okresie przedwyborczym oraz skala napływu środków z UE, (4) reakcja rynku pracy, (5) przebieg wojny w Ukrainie i jej skutki.

Sfera realna

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

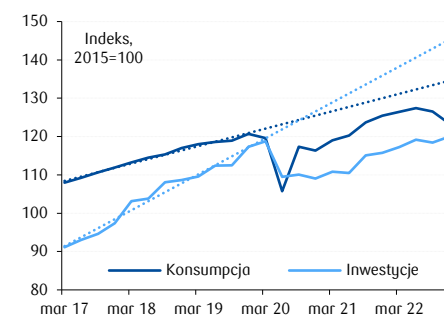
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [†]szacunki własne.

Główne komponenty PKB



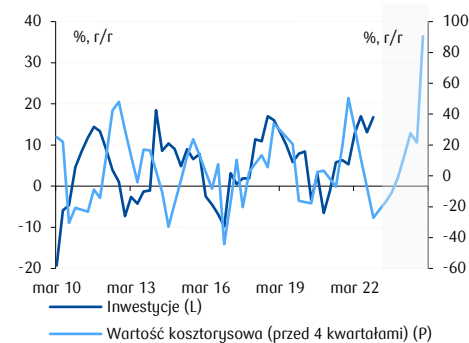
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Poziom konsumpcji i inwestycji vs trend



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inwestycje vs kosztorysy (nominalnie)



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

Kondycja rynku pracy słabnie, co widoczne jest przede wszystkim po stronie popytu na pracę, przy ograniczonej reakcji w postaci redukcji zatrudnienia. W 4q22 liczba wolnych miejsc pracy obniżyła się do 115,7 tys. (o 14,6% r/r) ze względu na zapełnianie wcześniejszych wakatów oraz ograniczanie nowych rekrutacji. Jednocześnie liczba likwidowanych miejsc pracy pozostaje stabilna. Od początku roku obserwowana jest słabnąca dynamika zatrudnienia, wskazująca na nasycenie rynku pracy w warunkach pogarszającej się koniunktury. Stopa bezrobocia w lutym wyniosła 5,5% i była o 0,4pp niższa niż przed rokiem. Dostosowania rynku pracy do słabnącej koniunktury na razie nie widać po stronie płac. Od początku roku przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw rosło w solidnym tempie, zbliżonym do 13% r/r, którym objęty był szeroki zakres branż, choć w dużej mierze mogło to być spowodowane wzrostem płacy minimalnej od stycznia o blisko 16%. Taką tezę wspiera fakt, że ponadprzeciętna dynamika wynagrodzeń w lutym dotyczyła branż o relatywnie niskiej produktywności, takich jak zakwaterowanie i gastronomia, czy działalność związana z rekreacją, kulturą i rozrywką. Jednocześnie spadek wynagrodzeń w ujęciu realnym pogłębiał się zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w gospodarce narodowej.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Przewidujemy, że wzrost płac będzie stopniowo spowalniać ze względu na pogorszenie koniunktury i popytu na pracę, co osłabi pozycję negocjacyjną pracowników. Efekt podwyżki płacy minimalnej, który w pewnym stopniu podbił wynagrodzenia na początku roku, powinien stopniowo wygasać, choć jego wpływ będzie zróżnicowany regionalnie. Wyższa płaca minimalna może stanowić relatywnie większe obciążenie dla mniejszych przedsiębiorstw oraz podmiotów ze wschodniej Polski, co może znaleźć odzwierciedlenie w zróżnicowanym regionalnie wzroście stopy bezrobocia (w skali kraju powinien on być nieznaczny, ograniczany przez wciąż wysoką na historycznym tle liczbę wakatów oraz zmiany demograficzne skutkujące ograniczeniem podaży krajowych pracowników o ok. 100 tys. osób rocznie). Taki scenariusz wspierają też słabnące obawy pracowników o wzrost stopy bezrobocia. **Relatywnie wysoki udział elastycznych komponentów w łącznych wynagrodzeniach będzie umożliwiał przedsiębiorstwom dostosowanie do dekonunktury na rynku pracy przede wszystkim przez kanał płacowy, a nie redukcję zatrudnienia, choć dynamika zatrudnienia będzie się obniżać.** Ze względu na dualny charakter polskiego rynku pracy ewentualne ograniczanie zatrudnienia w pierwszej kolejności dotknie pracowników tymczasowych, w dużej mierze imigrantów. W dłuższej perspektywie pracownicy migracyjni będą natomiast stanowić główne źródło równoważące niedobory w podaży pracy.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

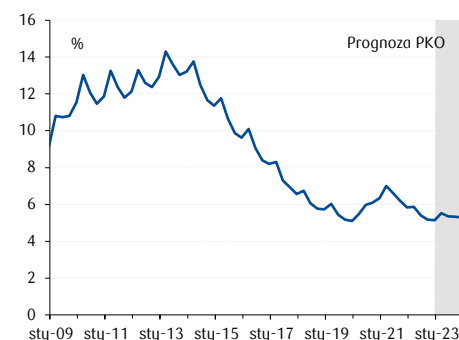
Główne źródła niepewności to: (1) skala przepływów migracyjnych i regulacje dotyczące uchodźców, (2) poziom inflacji i natężenie żądań płacowych.

Rynek pracy

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2022	2023
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	2,3	2,5	2,3	2,3	0,9	0,6	0,6	0,7	2,4	0,7
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	1,0	-0,7	0,1	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	0,5	-0,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,8	5,2	5,1	5,2	5,5	5,3	5,4	5,4	5,2	5,4
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,6	2,9	2,9	3,3	3,1	3,4	3,3	2,9	3,3
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,0	57,9	57,8	58,2	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	11,2	13,5	14,3	12,4	12,7	11,5	10,4	11,2	12,9	11,5
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	11,8	11,8	8,6	10,0	12,1	10,5
Wydajność pracy (% r/r)	6,8	4,7	4,4	1,9	0,3	1,1	0,6	2,0	4,4	1,0
ULC (% r/r)	2,8	6,8	9,8	10,2	11,5	10,6	7,9	7,8	7,4	9,5

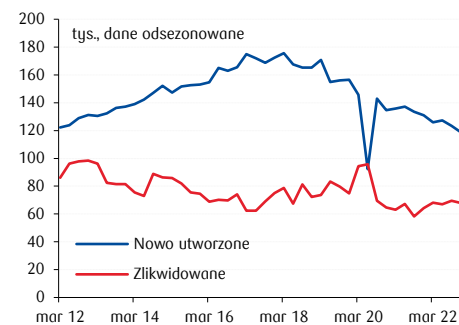
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu.

Stopa bezrobocia rejestrowanego



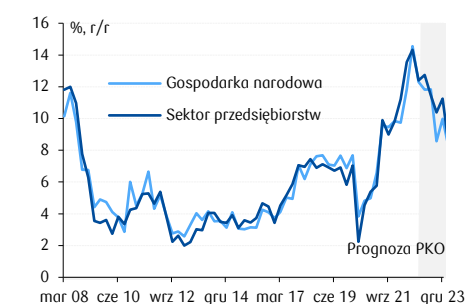
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Nowo utworzone i zlikwidowane miejsca pracy w gospodarce narodowej



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wzrost wynagrodzeń



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Gospodarka wchodzi w fazę dezinflacji. Na poziomie producentów trwa ona już od 3q22 – na koniec 2022 inflacja PPI wynosiła 20,5% r/r (vs 25,6% w szczycie w czerwcu), w lutym (ostatnie dost. dane) spadła do 18,4% r/r. Zakres dezinflacji jak na razie jest wąski – dotyczy głównie branż o ekspozycji na ceny surowców (prod. wyrobów z koks, metali, produktów chemicznych). Na poziomie konsumenta dezinflacja rozpoczęła się w 4q22, napędzana głównie korektą cen paliw i opału. Dzięki niej, wywołany przez efekty bazy inflacyjny szczyt w lutym (18,4% r/r) był ostatecznie niższy niż się obawiano (nieco powyżej 20% r/r). Proces dezinflacji nie objął jeszcze inflacji bazowej, która w lutym wzrosła do 12% r/r.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W trakcie 2023 następować będzie wyraźny spadek inflacji. Efekt wysokiej bazy będzie umożliwiać sukcesywne obniżanie się inflacji CPI, mimo że w większości kategorii miesięczne zmiany cen (bieżący impet) są wciąż relatywnie wysokie. Głównym źródłem dezinflacji będzie normalizacja cen surowców. Roczna dynamika cen paliw w trakcie 2q23 stanie się ujemna, znacząco obniży się wkład do inflacji ze strony nośników energii. Tendencje globalne (FAO) i krajowe (ceny prod. rolnych i w przemyśle spożywczym) zapowiadają systematyczną dezinflację żywności (spadek rocznej dynamiki w trakcie 2023 o nieco ponad 10pp). Obniżająca się inflacja PPI (już w 2q23 poniżej 10%r/r, w 2h23 do ok. 5% r/r), odzwierciedlająca niższą presję kosztową ze strony nośników energii, a także konieczność kompresji marż w obliczu słabszego popytu, zapowiada, że w inflacji CPI znacząco obniży się wkład ze strony cen towarów. Głównym źródłem obaw i niepewności pozostaje inflacja bazowa, w tym głównie jej komponenty usługowe, wykazujące się nadal silnym impetem wzrostu cen. Z jednej strony odzwierciedlają one niesłabnącą presję generowaną przez koszty pracy, z drugiej – mniejszą niż można było oczekiwać korektę odczuwanego popytu (niewystarczający popyt deklaruje 30% detalistów wobec blisko 50% w połowie 2020). Dodatkowo, w części branż usługowych (np. zdrowie, edukacja) wykorzystywane są mechanizmy indeksacyjne, co zwiększa trwałość szoków inflacyjnych (ten mechanizm ponownie zwiększył impet inflacji bazowej na początku 2023). Proces obniżania się inflacji bazowej będzie więc powolny (do końca 2024 pozostanie powyżej 3,5%), ale będzie konsekwentnie postępował. Recesja konsumencka i ujemna luka popytowa w trakcie 2023, niższa presja w kosztach energii, schłodzenie rynku pracy – wszystko to powinno stopniowo obniżać presję inflacyjną, także w bazowych komponentach koszyka inflacyjnego. Oczekujemy, że jesienią inflacja CPI obniży się poniżej 10% r/r, a rok zamknie na poziomie ok. 8% r/r. Inflacja CPI powróci poniżej 3,5% w 2025.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

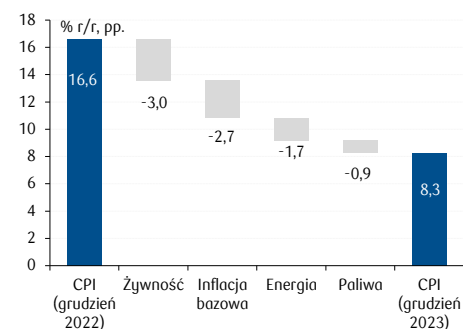
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) zmiany cen surowców; (2) zmiany regulacyjne i administracyjne, (3) notowania złotego, (4) uporczywość inflacji bazowej; (5) zmiany globalnej presji inflacyjnej.

Procesy inflacyjne

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2022	2023
Inflacja CPI† (% r/r)	11,0	15,5	17,2	16,6	15,4	12,3	9,8	8,3	16,6	8,3
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	9,6	13,9	16,3	17,3	16,8	13,6	10,9	8,2	14,4	12,3
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	2,3	3,6	4,7	5,9	6,1	5,5	4,6	3,0	4,1	4,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	3,7	5,7	6,2	5,3	4,1	2,1	1,2	1,3	5,2	2,2
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	3,6	4,6	5,5	6,2	6,5	5,9	5,1	4,0	5,0	5,4
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	6,6	8,4	10,0	11,3	11,9	10,8	9,2	7,2	9,1	9,8
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	18,2	25,0	25,2	21,7	16,6	7,3	4,8	5,5	22,5	8,4
Deflator PKB (% r/r)	7,1	10,2	13,3	14,9	15,0	11,0	9,0	7,5	11,4	10,6
ULC (% r/r)	2,8	6,8	9,8	10,2	11,5	10,6	7,9	7,8	7,4	9,5
Luka popytowa (% pot. PKB)	1,5	2,1	2,2	1,9	1,0	0,3	-0,6	-1,1	1,9	-1,1

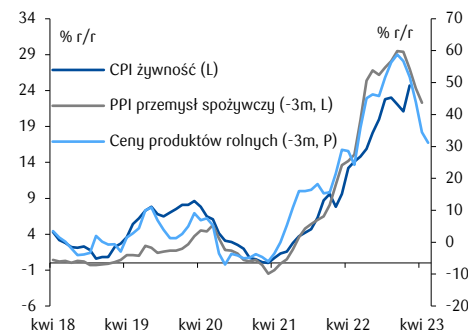
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu.

Struktura prognozowanego spadku inflacji CPI w 2023



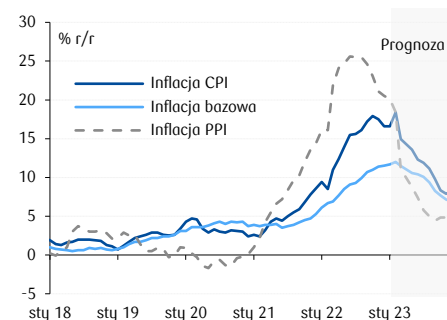
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Ceny żywności vs ceny surowców i produkcji spożywczej



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Główne wskaźniki inflacji



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Równowaga zewnętrzna polskiej gospodarki poprawia się jeszcze szybciej niż oczekiwaliśmy. Na koniec 2022 deficyt rachunku obrotów bieżących (CAB) bilansu płatniczego stanowił 3,1% PKB, a po styczniu obniżył się do 2,7% PKB i powrócił do poziomu notowanego tuż po wybuchu wojny. Wobec października 2022 relacja deficytu CAB do PKB obniżyła się o 1pp, na co złożył się spadek deficytu w handlu towarami (o 0,5pp), spadek deficytu w dochodach pierwotnych (o 0,3pp) oraz wzrost nadwyżki w usługach (o 0,2pp). Negatywny szok *terms-of-trade* stopniowo się odwraca, co przekłada się na poprawę salda rachunku obrotów bieżących w całym regionie. Na tle Czech i Węgier, Polska nadal wyróżnia się pozytywnie – jest jedynym państwem, gdzie deficyt jest z nawiązką pokrywany przez napływ FDI. Ten rodzaj finansowania jest stabilny i bezpieczny. Polska jest przy tym wciąż jednym z najatrakcyjniejszych kierunków dla przenoszenia inwestycji.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Oczekujemy, że w 2023 deficyt na rachunku obrotów bieżących ulegnie znaczącemu zmniejszeniu. Nasza aktualna prognoza zakłada spadek do 0,6% PKB na koniec roku, głównie dzięki ograniczeniu deficytu handlowego. Rachunek towarowy był w minionym roku pod największym negatywnym wpływem czynników cenowych, które podbijały dynamikę przepływów w ujęciu nominalnym. Wzrost cen w imporcie był jednak znacznie silniejszy niż w eksporcie. W ostatnich miesiącach 2022 efekty cenowe stawały się coraz mniej negatywne, a na początku bieżącego roku oczekujemy dalszej poprawy *terms-of-trade*, głównie za sprawą normalizacji cen importowanych surowców. Zakładamy, że eksport będzie kontynuował wzrosty dzięki odblokowaniu łańcuchów dostaw – w lutym indeks globalnych ograniczeń podaźowych spadł poniżej długookresowej średniej po raz pierwszy od końca 2019. Podtrzymujemy ocenę, że w średnim terminie solidnym wsparciem dla wymiany towarowej będą inwestycje zagraniczne, które podbijają eksport z opóźnieniem ok. 8 kwartałów. Obok efektów cenowych ograniczająco na import będzie działało spowolnienie popytu krajowego, w tym oczekiwany spadek importochłonnych zapasów. W średnim terminie czynnikiem podbijającym import są zaplanowane na najbliższe lata wydatki zbrojeniowe i na inwestycje energetyczne.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

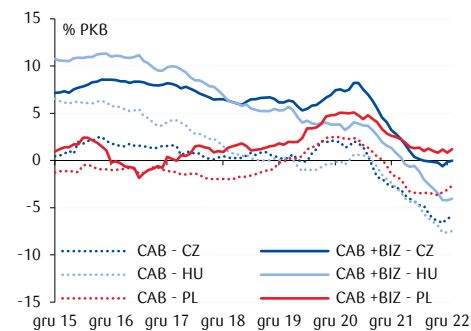
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) relacje cen w handlu międzynarodowym; (2) przepływy funduszy UE; (3) globalna i krajowa koniunktura; (4) notowania złotego; (5) ryzyko geopolityczne.

Równowaga zewnętrzna

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2022	2023
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,7	-3,5	-3,5	-3,1	-2,6	-2,0	-1,2	-0,6	-3,1	-0,6
Bilans handlowy (% PKB)	-2,7	-3,6	-3,9	-3,8	-3,5	-3,0	-2,3	-1,7	-3,8	-1,7
Eksport (% r/r)	19,4	21,9	24,8	20,4	14,9	11,7	10,1	10,6	21,6	11,8
Import (% r/r)	33,0	31,9	27,1	19,2	11,8	7,9	4,7	5,3	27,8	7,4
Saldo usług (% PKB)	4,6	5,0	5,3	5,5	5,5	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,6	-4,7	-4,6	-4,5	-4,3	-4,2	-4,1	-4,0	-4,5	-4,0
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,6	0,4	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,8
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,3	4,6	4,3	4,7	2,3	2,2	3,1	3,8	4,7	3,8
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	4,6	4,8	4,5	3,9	3,4	3,1	2,9	3,2	3,9	3,2
Zmiana rezerw (% PKB)*	-0,7	-1,3	-0,8	-2,0	-0,7	-1,3	-2,9	-4,1	-2,0	-4,1
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,5	-0,2	-0,3	-0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	-0,2	0,1
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	55,9	55,5	56,1	54,0	51,2	49,7	49,3	48,7	54,0	48,7
Sektor publiczny (% PKB)	17,1	17,1	17,6	17,8	16,7	16,1	15,9	15,6	17,8	15,6
Sektor prywatny (% PKB)	38,8	38,4	38,6	36,2	34,5	33,6	33,4	33,2	36,2	33,2

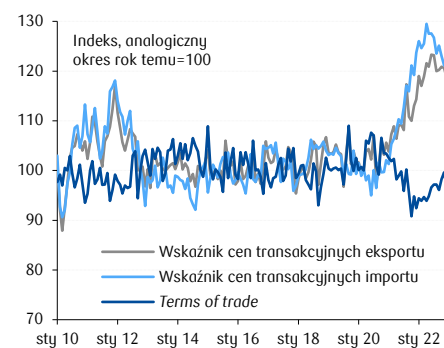
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

Miary równowagi zewnętrznej w regionie



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

Ceny w imporcie i eksporcie



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Indeks ograniczeń w globalnym handlu



Źródło: Macrobond, NYFed, PKO Bank Polski.

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

Od października RPP trwa w trybie „pauzy” w cyklu podwyżek stóp (st. ref. 6,75%), ale naszym zdaniem cykl został już zakończony, a kolejnym ruchem będzie obniżka. Marcowa projekcja NBP zakłada osiągnięcie jednocyfrowej inflacji na koniec 2023, ale jej powrót do przedziału odchyleń od celu jest odległy (dopiero w 2h25). Jednocześnie NBP oczekuje „miękkiego lądowania”- roczna dynamika PKB ma być ujemna tylko w 1q23, a spadek konsumpcji prywatnej ograniczony. Rada uważa, że dokonane zacieśnienie monetarne wystarczająco tłumi inflację i oczekuje dezinflacyjnego wpływu globalnej pol. pieniężnej. Funkcja reakcji większości członków RPP przechyla się coraz bardziej w kierunku troski o wzrost gospodarczy.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Decyzja o braku formalnego zakończenia cyklu podwyżek stóp przez RPP wynika z chęci pozostawienia przestrzeni do ewentualnych podwyżek stóp w sytuacji materializacji ryzyka inflacyjnego (m.in. kolejne szoki energetyczne, ożywienie w Chinach, słabsza globalna dezinflacja, bardziej uporczywa inflacja bazowa), jak i ryzyka rynkowego (szokowe osłabienie PLN czy przecena krajowych obligacji). Rada utrzymuje, że obecna skala podwyżek stóp jest wystarczająca, powtarzając argumentację opisaną przez nas w poprzednim [Kwartalniku](#). Naszym zdaniem do rozpoczęcia ostrożnych obniżek stóp procentowych NBP przed końcem 2023 większości w RPP wystarczy spadek inflacji CPI poniżej 10% r/r (możliwe jesienią) przy oczekiwaniach jej dalszego spadku oraz przy silniejszej niż wynika z projekcji recesji w segmencie konsumpcyjnym. **Podtrzymujemy przewidywania, że RPP zdecyduje się na dwie obniżki stóp po 25pb w 2h23. W 2024 cykl obniżek mógłby być kontynuowany w większej skali, wraz ze spadkiem globalnej i krajowej inflacji oraz obniżkami stóp Fed i EBC, a także w naszym regionie.**

Bilans czynników ryzyka dla naszej prognozy jest asymetrycznie skierowany w kierunku późniejszych lub mniejszych obniżek, do czego skłonić Radę mogą potencjalne szoki inflacyjne bądź rynkowe. Naszym zdaniem ryzyko utrwalenia się impetu inflacji bazowej na wysokim poziomie mogłoby znaleźć odzwierciedlenie w zmianie funkcji reakcji RPP dopiero na przełomie 2023/24. W pesymistycznym scenariuszu globalnej reflacji, wzmocnionej przez mocną krajową presję płacową i odtwiczenie oczekiwań inflacyjnych, RPP mogłaby powrócić do cyklu podwyżek. Gdyby obecne zawirowania w amerykańskim i europejskim sektorze bankowym okazały się poważniejsze (np. załamanie nowych kredytów dla gospodarki ze względu na słabość bazy kapitałowej sektora) i skutkowały recesją, to RPP, w ślad za Fed i EBC, mogłaby obniżyć stopy procentowe. W scenariuszu bazowym zakładamy jednak, że nie nastąpi eskalacja kryzysu bankowego.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

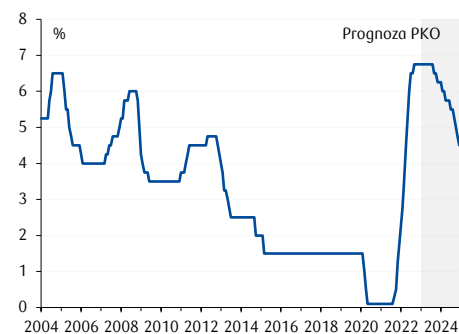
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) eskalacja kryzysu bankowego w USA i UE; (2) skala zacieśnienia monetarnego Fed i EBC; (3) skala proinflacyjnego oddziaływania Chin; (4) uporczywość inflacji bazowej w Polsce; (5) ryzyko (geo)polityczne; (6) szoki na rynku surowców energetycznych.

Polityka pieniężna*

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2022	2023
Stopa referencyjna (%)	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,75	6,25
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-7,50	-9,50	-10,45	-9,85	-8,63	-5,54	-3,27	-2,02	-9,85	-2,02
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	-3,40	-3,10	-3,95	-4,75	-5,27	-3,65	6,50	6,25	-4,75	-0,63
Stopa lombardowa (%)	4,00	6,50	7,25	7,25	7,25	7,25	7,00	6,75	7,25	6,75
Stopa depozytowa (%)	3,00	5,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	5,75	6,25	5,75
Stopa redysk. weksli(%)	3,55	6,05	6,80	6,80	6,80	6,80	6,55	6,30	6,80	6,30
REER defl. CPI (% r/r)	0,1	-0,8	4,3	5,0	8,7	6,3	5,1	5,0	2,1	6,2
Nominalny PKB (% r/r)	16,3	16,6	17,4	17,2	14,3	11,1	8,6	8,6	16,9	10,5

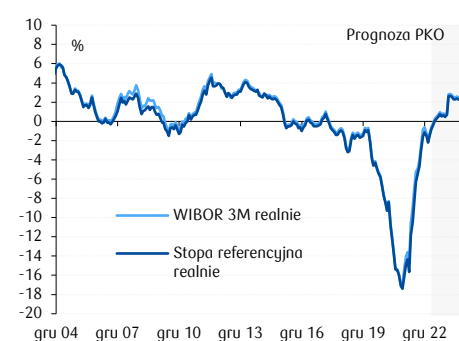
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *realna stopa procentowa liczona ex post

Stopa referencyjna NBP



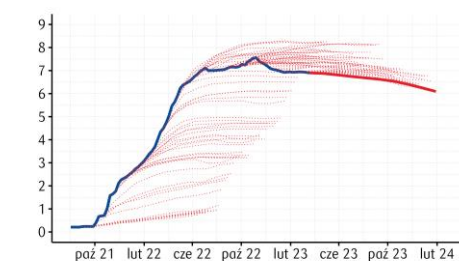
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Stopa procentowa ex ante*



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *stopa deflowana inflacją „za rok” na podstawie danych historycznych lub prognozowanej inflacji PKO BP. W tabeli poniżej realna stopa procentowa liczona ex post.

Ścieżka WIBOR3m na podstawie kontraktów FRA*



Źródło: Reuters, PKO Bank Polski. *średnia tygodniowa, ostatnie dane za tydzień 20-24 marca

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Rok 2022 zakończył się prawdopodobnie deficytem finansów publicznych na poziomie ok. 3,0% PKB (wg ESA), co implikowałoby, że relacja długu do PKB obniżyła się do 50,4% z 53,8% na koniec 2021. Deficyt budżetu państwa w 2022 wyniósł 12,4 mld PLN. W całym roku budżet korzystał z wysokiej inflacji (VAT:+6,8%), wysokich zysków firm (CIT: +33,9%) oraz podwyżek płac i napływu imigrantów (PIT: +7,5%). Przychody z VAT i PIT wzrosły, chociaż były pod istotnym wpływem Tarcz Antyinflacyjnych i reformy PIT (Polski Ład). W styczniu nadwyżka budżetowa wyniosła 11,2 mld PLN, ale w danych miesięcznych były coraz bardziej widoczne konsekwencje zmian regulacyjnych. Suma krocząca (za 12M) dochodów z VAT spadła w styczniu o 0,8% r/r, a z PIT o 12,8% r/r.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

2023 będzie dla finansów publicznych trudniejszy, niż relatywnie dobry 2022. Prognozujemy, że deficyt finansów publicznych (wg ESA) wzrośnie do 5,4% PKB z ok. 3,0% PKB w 2022. Do wzrostu deficytu przyczynią się (1) energetyczne programy osłonowe dla gospodarstw domowych i firm; (2) spowolnienie nominalnego wzrostu PKB oraz płac obniżające dynamikę dochodów; (3) reforma PIT i rekordowo wysokie zwroty podatku PIT za 2022 (wg MF ponad 17,5 mld PLN w 2023 vs 10,5 mld PLN w 2022); (4) indeksacja części wydatków (np. emerytur); (5) wzrost wydatków na obronność; (6) wzrost kosztów obsługi długu. Spadek rynkowych cen gazu i prądu ogranicza skalę rekompensat dla spółek energetycznych i tym samym skalę deficytu w 2023 względem naszej wcześniejszej prognozy (6,0% PKB). Częściowy powrót do poprzednich stawek VAT wzmocnił stronę przychodową (gaz: 0->23%, prąd i ciepło: 5->23%, paliwa: 8->23%), ale nadal obciążeniem dla budżetu pozostaje zerowy VAT na podstawowe towary żywnościowe (ok. 80% koszyka żywnościowego, koszt dla budżetu ~9,4 mld PLN w 2023). Zakładamy, że od 2024 przywrócona zostanie 5% stawka VAT na żywność. Istotną niewiadomą pozostaje skala i rozkład w czasie wydatków zbrojeniowych (w 2023 szacujemy wydatki rządu 0,5-1,0% PKB i w podobnej skali w kolejnych latach). Wzrost rynkowych stóp procentowych skutkuje wzrostem kosztów obsługi długu (z 1,2% PKB w 3q22 do ok. 2,7% PKB w 2h23), aczkolwiek na tle historycznym nie są to poziomy wymagające szczególnych dostosowań. Ze względu na rynkową przecenę głównej składowej rezerw NBP nie spodziewamy się w tym roku transferu zysku z banku centralnego do budżetu. Premier M.Morawiecki zapowiedział konsolidację finansów publicznych, która włączyłaby część dotychczasowych wydatków funduszy pozabudżetowych do budżetu. Chociaż nie wpłynie to na wynik sektora, to znacznie poprawiłoby przejrzystość finansów publicznych.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

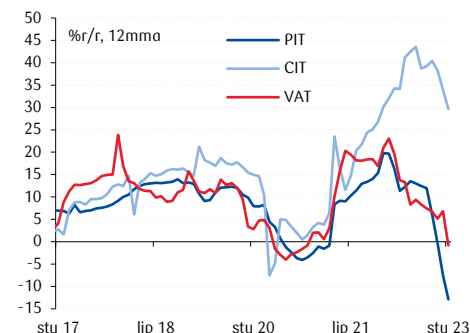
Główne źródła niepewności to: (1) koszty działań osłonowych w związku z kryzysem energetycznym, (2) skala i rozkład w czasie wydatków wojskowych, (3) wahania notowań złotego (istotne dla relacji długu do PKB), (4) dynamika nominalnego PKB.

Polityka fiskalna†

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	2022	2023
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-1,5	-2,3	-3,0	-3,1	-3,9	-4,9	-5,4	-3,0	-5,4
Dochoady (% PKB, ESA2010)	41,6	41,4	40,7	39,3	39,0	38,8	38,7	38,9	39,3	38,9
Wydatki (% PKB, ESA2010)	43,1	42,9	43,1	42,3	42,1	42,8	43,6	44,3	42,3	44,3
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,1	1,1	1,2	1,6	2,3	2,7	2,7	2,6	1,6	2,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,4	-0,3	-1,1	-1,4	-0,8	-1,2	-2,2	-2,8	-1,4	-2,8
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,1	-1,2	-2,0	-2,2	-1,2	-1,3	-2,0	-2,4	-2,2	-2,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	52,0	51,5	50,3	50,4	49,1	48,9	49,7	51,0	50,4	51,0
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-0,4	x	x	x	-2,0	-0,4	-2,0
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	0,1	x	x	x	-2,1	0,1	-2,1
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	38,0	x	x	x	37,7	38,0	37,7

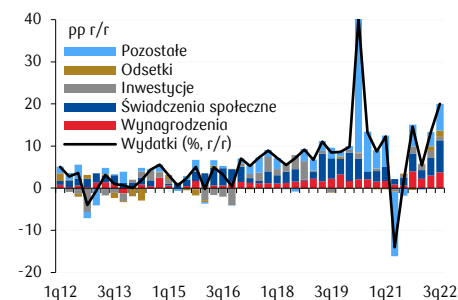
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Dynamiki roczne przychodów budżetowych z PIT, CIT i VAT



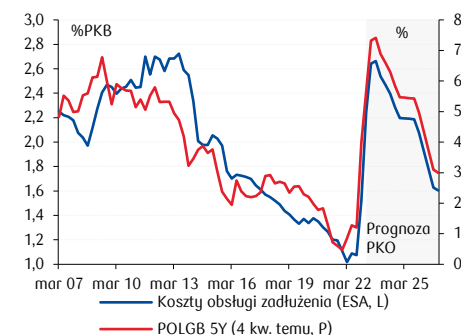
Źródło: Ministerstwo Finansów, PKO Bank Polski.

Dynamika wydatków sektora finansów publicznych (wg ESA)*



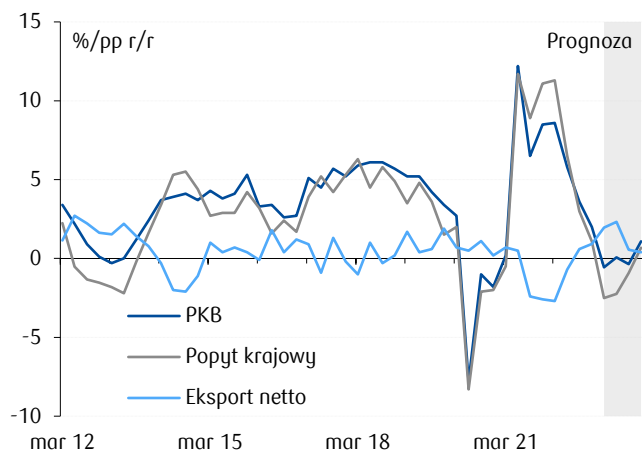
Źródło: MF, PKO Bank Polski. *do kategorii „pozostałe” należą m.in. wydatki funduszy pozabudżetowych.

Koszty obsługi długu a historyczna rentowność obligacji skarbowych 5Y

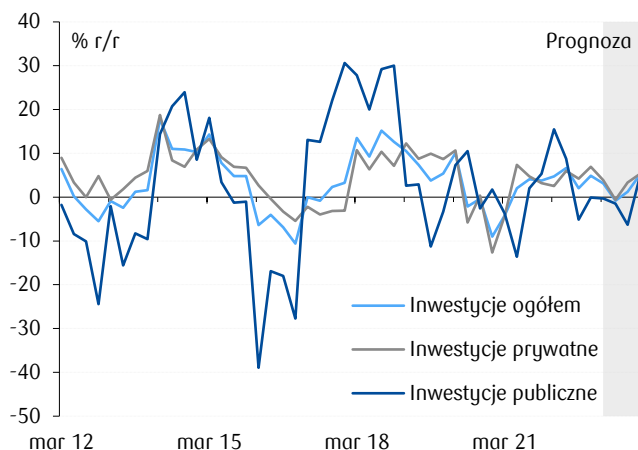


Źródło: MF, GUS, Bloomberg, PKO Bank Polski.

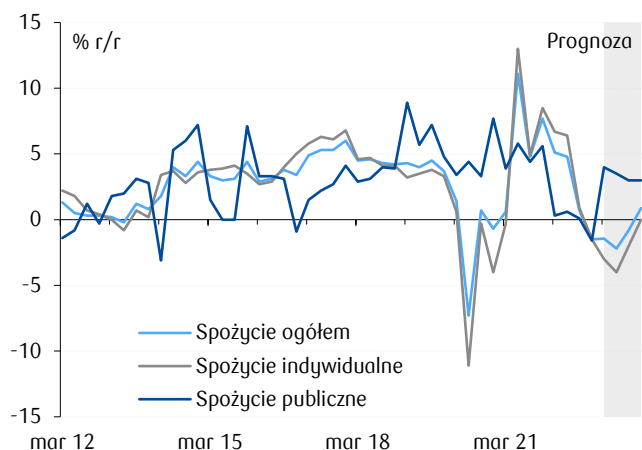
Realny PKB



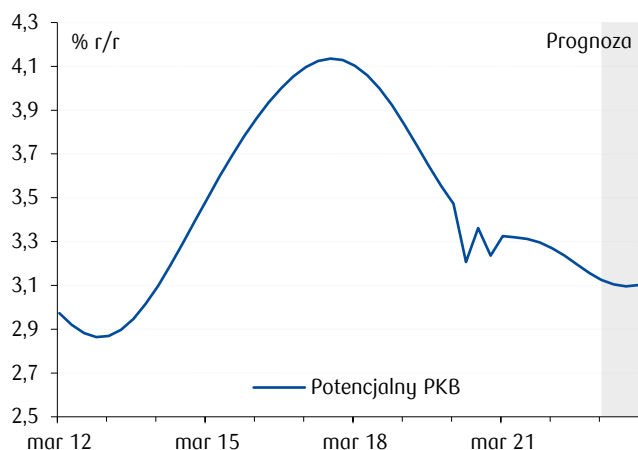
Popyt inwestycyjny



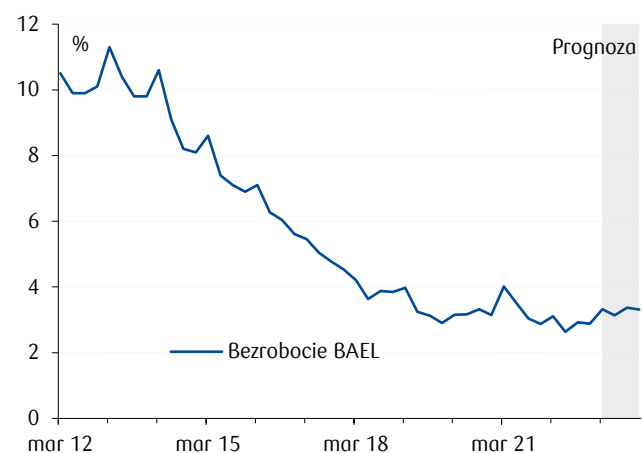
Popyt konsumpcyjny



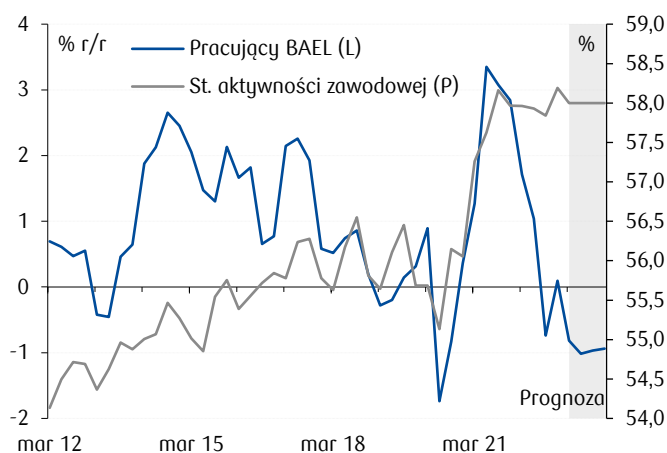
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

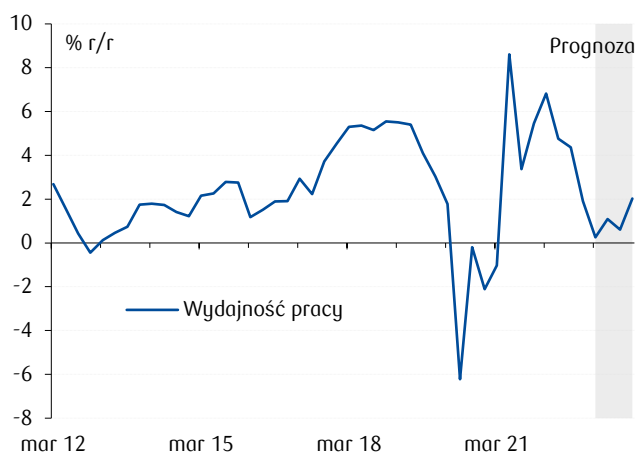


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^



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.

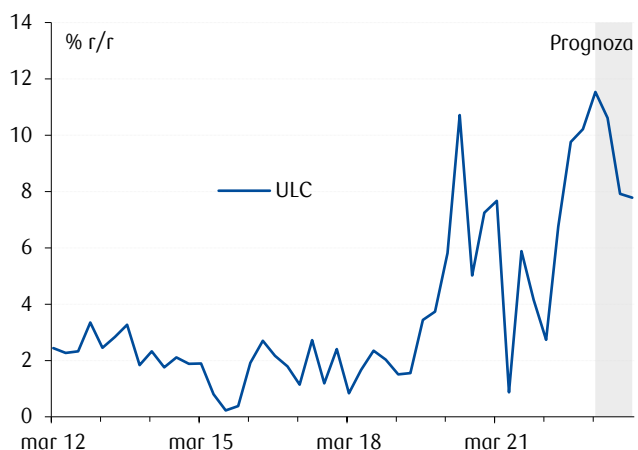
Wydajność pracy*



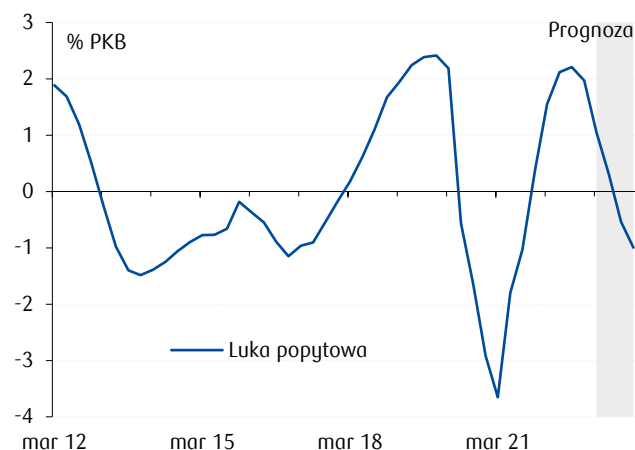
Płace w gospodarce narodowej



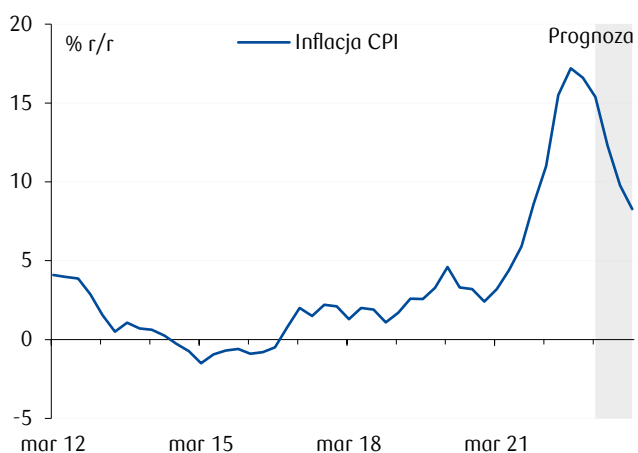
Jednostkowe koszty pracy*



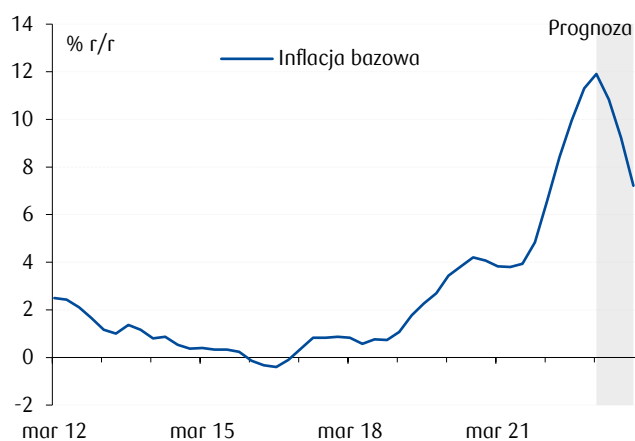
Luka popytowa



Inflacja CPI

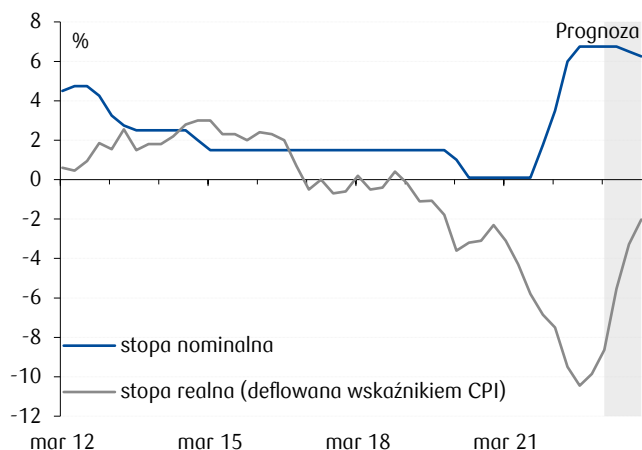


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

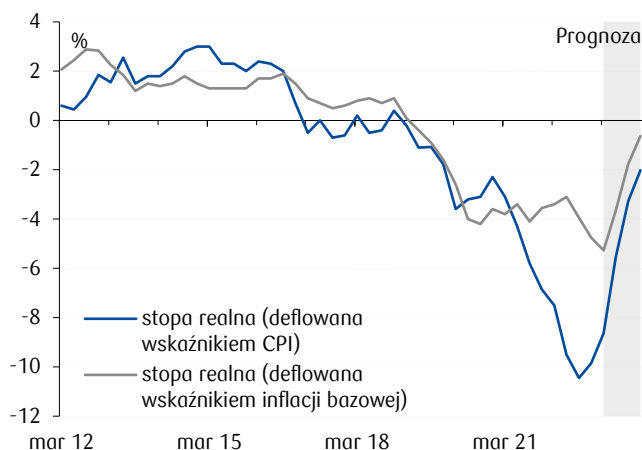


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

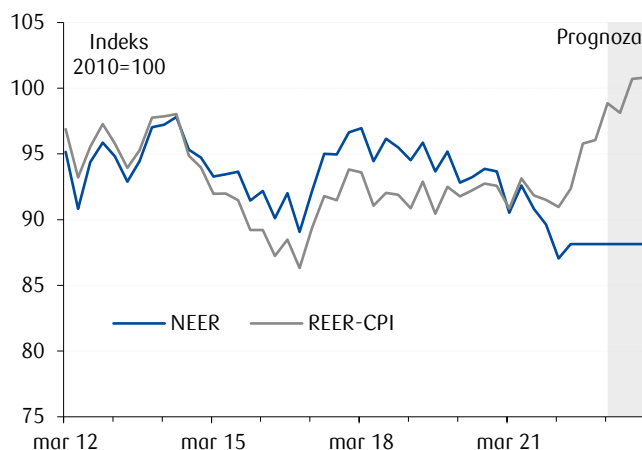
Stopy nominalne vs realne



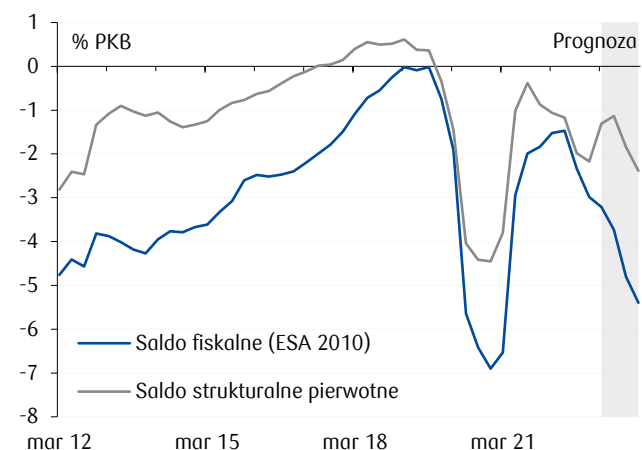
Stopy realne



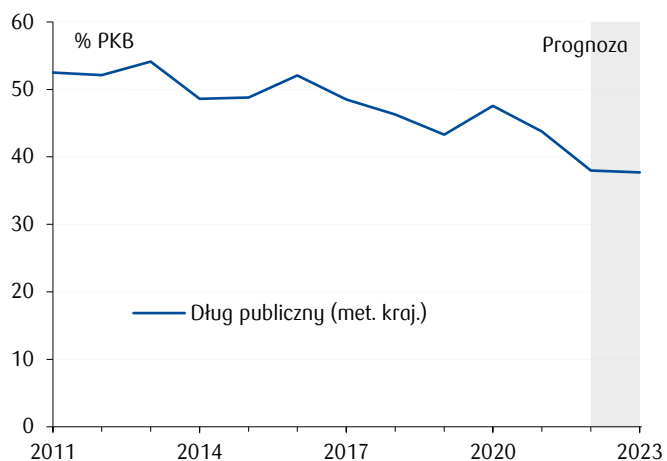
Założenia dotyczące NEER i REER*



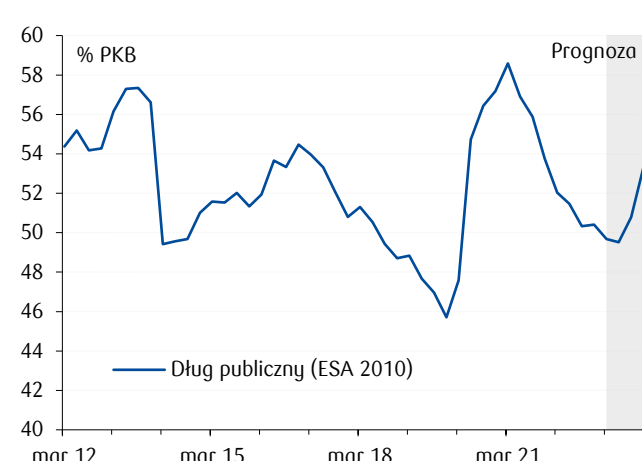
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

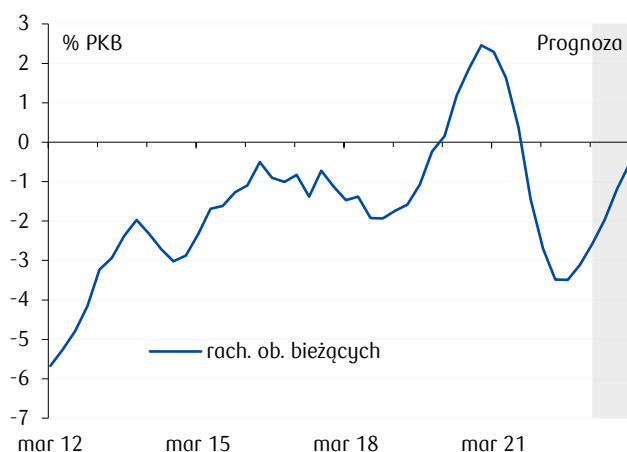


Dług publiczny (ESA 2010)

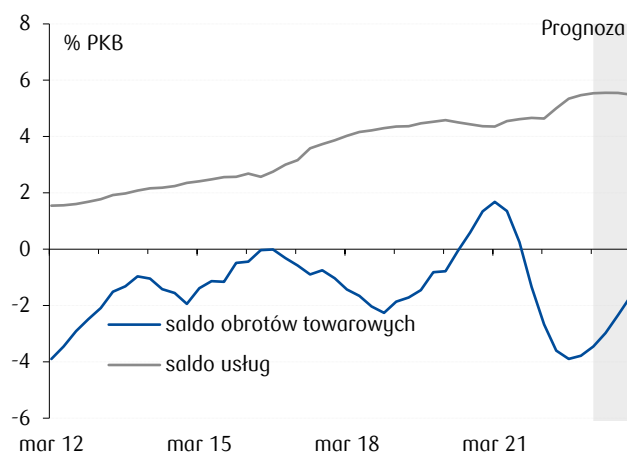


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

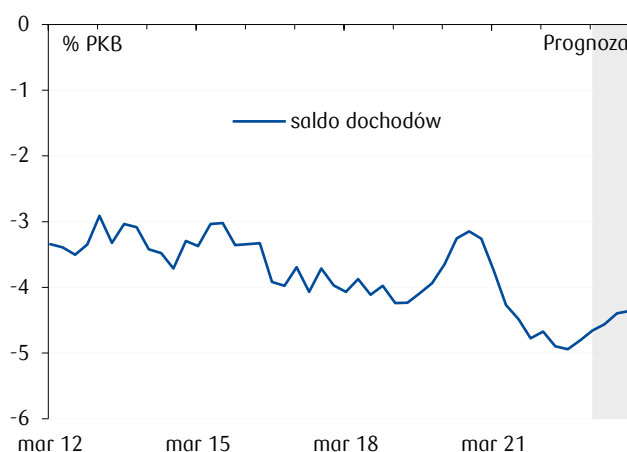
Saldo rachunku obrotów bieżących



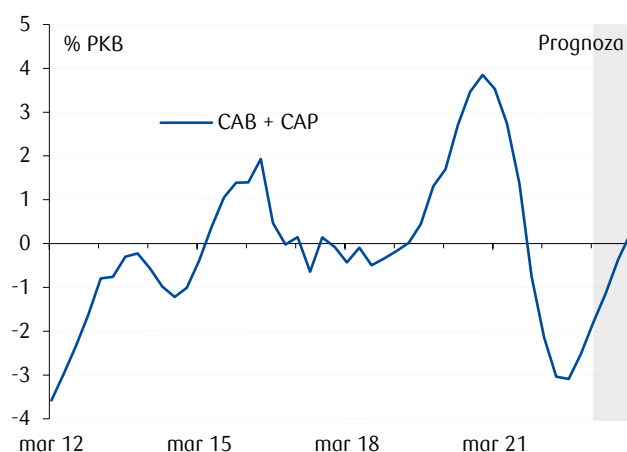
Saldo handlu zagranicznego



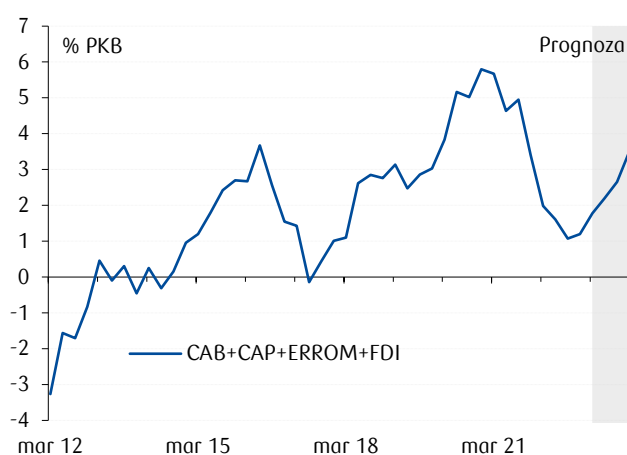
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



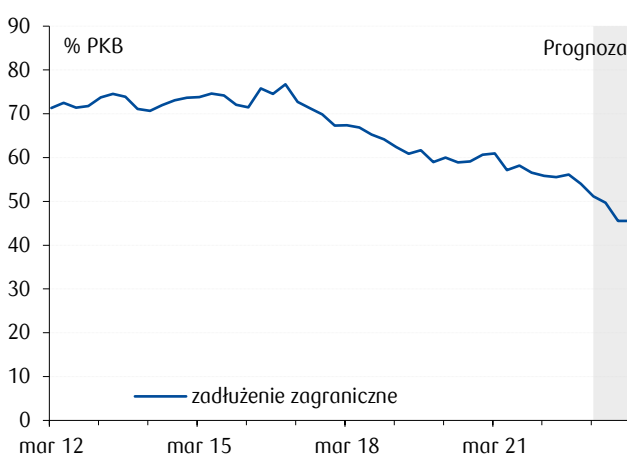
Saldo CAB i CAP*



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)	3,8	4,4	3,0	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	0,1
Popyt krajowy (% r/r)	5,6	3,9	2,2	5,4	6,3	3,3	-2,7	8,4	5,4	-1,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,4	3,8	3,6	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-2,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	11,7	6,9	-7,6	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,5	2,5
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	5,0	4,1	0,9	4,6	5,9	4,3	-1,9	5,4	2,5	-0,2
Zapasy (pkt. proc.)	0,6	-0,2	1,3	0,8	0,4	-1,0	-0,8	3,0	2,9	-1,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,3	0,8	-1,0	-0,4	1,3
Produkt potencjalny (% r/r)	3,2	3,6	4,0	4,1	4,0	3,7	3,3	3,3	3,2	3,1
Nominalny PKB (mld PLN)	1701	1798	1853	1983	2127	2288	2338	2624	3068	3389
Rynek pracy										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,8	-0,3	-0,2
Pracujący BAEL (% r/r)	2,3	1,7	1,2	1,7	0,6	0,0	-0,3	2,6	0,5	-0,9
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,2	55,3	55,6	56,0	56,0	56,0	55,8	57,8	58,0	58,0
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,1	6,9	5,6	4,5	3,9	2,9	3,2	3,4	2,9	3,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,4
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	10,5
Wydajność pracy (% r/r)	1,5	2,5	1,7	3,3	5,3	4,5	-1,7	4,1	4,4	1,0
ULC (% r/r)	2,0	0,8	2,1	1,9	1,7	2,6	7,2	4,7	7,4	9,5
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	12,3
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	4,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	2,2
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	5,0	5,4
Inflacja bazowa (% r/r)	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	9,8
Deflator PKB (% r/r)	0,5	1,2	0,1	1,8	1,2	3,0	4,2	5,1	11,4	10,6
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	-11,0	-2,7
Kredyty ogółem (mld PLN)	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1439,4	1463,8
Kredyty ogółem (% r/r)	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	2,6	1,7
Depozyty ogółem (mld PLN)	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	1942,2
Depozyty ogółem (% r/r)	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	2,8
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,9	-1,3	-1,0	-1,1	-1,9	-0,2	2,5	-1,4	-3,1	-0,6
Bilans handlowy (% PKB)	-1,9	-0,5	-0,3	-1,0	-2,3	-0,8	1,3	-1,3	-3,8	-1,7
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,5	2,2	0,8	1,5	2,8	2,0	2,4	4,1	3,9	3,2
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	73,7	72,0	76,7	67,3	64,2	58,9	60,7	56,6	54,0	48,7
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-3,7	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,0	-5,4
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,7	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,4	-2,8
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1,3	-0,8	-0,2	0,1	0,5	-0,3	-4,5	-0,9	-2,2	-2,4
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,0	51,3	54,5	50,8	48,7	45,7	57,2	53,8	50,4	51,0
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,25
Realna st. ref. defl. CPI (%)	3,00	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-2,02
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,50	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-0,63
Stopa lombardowa (%)	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,75
REER defl. CPI (% r/r)	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	2,1	6,2

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

