

Bezpieczna przystań

- **Bezpieczna przystań.** Zmiana relatywnej siły gospodarek strefy euro (minęła szczyt cyklu) i USA (perspektywy wzmocnienia dynamiki PKB) premiują amerykańską walutę i zwiększa oczekiwania na podwyżki stóp procentowych Fed. To, wraz z ponownym wzrostem napięć geopolitycznych (Bliski Wschód, Korea) i wzrostem cen surowców, zwiększa obawy o kondycję wielu gospodarek wschodzących. W takim otoczeniu znacząco rośnie znaczenie wyraźnej poprawy fundamentów polskiej gospodarki na przestrzeni ostatnich kwartałów: spadku zadłużenia zagranicznego, zbilansowanego rachunku obrotów bieżących, wyraźnej poprawy kondycji sektora finansów publicznych. Polska ma zadłużenie dolarowe wynoszące zaledwie 8% PKB. Niższe wśród znaczących gospodarek wschodzących mają tylko Czechy. Dla wielu inwestorów Polska może więc być bezpieczną przystanią na wzburzonym oceanie globalnego rynku finansowego.
- **Szczyt cyklu.** Światowa gospodarka minęła najprawdopodobniej szczyt cyklu. Podobnie jest z gospodarką Polski. Osłabienie jednego z dotychczasowych motorów wzrostu, którym był eksport towarów, a także ograniczenia podażowe, które mogą osłabiać i skracać cykl ożywienia inwestycyjnego, sprawią, że po silnym wzroście PKB w 1q18, kolejne kwartały przyniosą spowolnienie. Czynnikiem stabilizującym koniunkturę pozostanie konsumpcja, napędzana dalszą poprawą sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Pomimo lekkiego schłodzenia koniunktury, tempo wzrostu pozostanie wyższe od potencjalnego.
- **Wzrost aktywności zawodowej kluczowy dla rynku pracy.** Badania koniunktury wskazują, że presja płacowa przestała narastać. W krótkim horyzoncie kluczowe dla kształtowania się płac będą: polityka płacowa w sektorze publicznym i siła napływów migracyjnych, których potencjał – naszym zdaniem – słabnie. W dłuższym horyzoncie nierównowagę na rynku pracy może złagodzić wzrost aktywności zawodowej, która w 1q18 była najniższa od 3 lat.
- **Droga ropa podbija inflację.** W krótkim horyzoncie głównym czynnikiem determinującym ścieżkę inflacji będą ceny ropy (i kurs dolara). Wyższe ceny paliw podbiją wg nas inflację w czerwcu – lipcu w pobliże celu inflacyjnego na poziomie 2,5%. Jako szok podażowy nie wpłynie to jednak na nastawienie RPP, która wydłuża horyzont stabilizacji stóp procentowych. Fakt, że krajowa i globalna gospodarka mają już za sobą szczyt cyklu oznacza naszym zdaniem, że stopy procentowe NBP mogą pozostać na obecnym poziomie nawet dłużej, niż obecnie deklaruje RPP.
- **Deficyt fiskalny nadal wyraźnie poniżej 3% PKB.** Oceniamy, że realizacja zaplanowanego na 2018 poluzowania polityki fiskalnej wyniesie ok. 0,4% PKB, w dużym stopniu wynikając z ambitnych planów inwestycyjnych. Dzięki dalszemu wzrostowi dochodów deficyt całego sektora finansów publicznych utrzyma się wyraźnie poniżej progu 3% PKB (prognozujemy 1,9% PKB), dowodząc, że odnotowana w 2017 poprawa kondycji sektora finansów publicznych miała trwały charakter.

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)

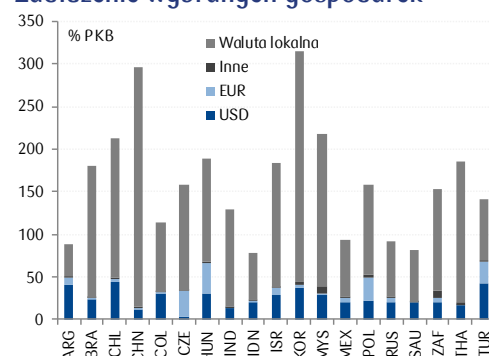
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu

Marcin Czaplicki
Ekonomista

Urszula Kryńska
Ekonomistka

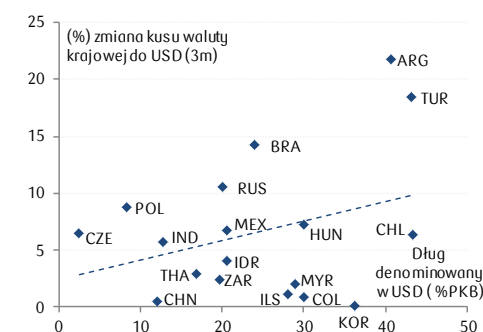
Michał Rot
Ekonomista

Zadłużenie wybranych gospodarek



Źródło: IIF, PKO Bank Polski.

Dług dolarowy a zmiana kursu USD



Źródło: IIF, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

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	5,1	4,5	4,6	3,8	4,6	3,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,4	5,0	4,7	4,5	4,2	4,0	3,8	3,9	3,9	4,4
Inflacja CPI† (% r/r)	2,0	1,5	2,2	2,0	1,3	2,3	1,7	1,4	1,4	2,5
Inflacja bazowa† (% r/r)	0,6	0,8	1,0	0,9	0,7	1,0	1,4	1,8	1,8	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-0,4	0,3	0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo fiskalne (% PKB) ^{‡*}	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,6	-1,5	-1,3	-1,9	-1,9	-2,1
Dług publiczny (% PKB) ^{‡*}	53,8	53,2	51,9	50,6	49,6	49,2	48,5	49,6	49,6	48,9
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

1q18 przyniósł pogorszenie koniunktury w głównych światowych gospodarkach. Częściowo było ono konsekwencją czynników jednorazowych (ataku zimy w USA, UE i Wielkiej Brytanii oraz strajków i epidemii grypy w strefie euro), jednak dane wskazują na pewne wyhamowanie obrotów handlu międzynarodowego. Napływające w ostatnich miesiącach dane dla strefy euro były zasadniczo gorsze od oczekiwań, podczas gdy dane dla USA raczej zaskakiwały pozytywnie. To zmiana relatywnej siły tych gospodarek była na początku 2018 kluczowym czynnikiem oddziaływującym na rynki finansowe. PKB w strefie euro wyhamował w 1q18 do 2,5% r/r z 2,8% r/r w 4q17 (0,4% k./k. vs 0,7% k./k.), a wyhamowanie konsumpcji i bardziej ujemny wkład eksportu netto najprawdopodobniej neutralizowały szybszy wzrost inwestycji. Wstępny odczyt amerykańskiego PKB w 1q18 także wskazał na wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego (2,3% k/k saar z 2,9% k/k saar w 4q17), ale w mniejszej skali niż prognozowano i z większą wiarą, że ma ono charakter przejściowy. W strefie euro na początku roku inflacja utrzymywała się wyraźnie poniżej celu EBC, w USA inflacja CPI wyraźnie przyspieszyła i zarówno wskaźnik ogółem, jak i bazowy przekraczają cel banku centralnego. W konsekwencji EBC utrzymuje swoją luźną politykę i jest bardzo ostrożny w komunikowaniu jej zmian (termin zakończenia QE). Fed natomiast znajduje się w cyklu podwyżek stóp procentowych i możliwe, że zwiększy ich skalę do łącznie 4 w tym roku.

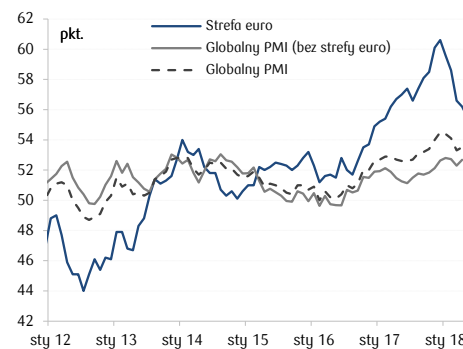
Prognoza średnioterminowa

Wskaźniki koniunktury sugerują, że strefa euro minęła punkt zwrotny w cyklu, chociaż zakładamy, że jej wyniki w 2q18 nie będą już tak rozczarowujące, jak miało to miejsce na początku roku. PKB powinien nadal rosnąć (wciąż solidny popyt krajowy), ale w wolniejszym tempie. USA, wspierane obniżką podatków, powinny więc nadal „wyprzedzać” Europę pod względem tempa wzrostu. Oczekujemy kolejnych podwyżek stóp procentowych Fed, łącznie o 100pb w 2018. EBC może zakończyć program QE w tym roku, ale perspektywa podwyżek stóp jest wciąż odległa. Konsekwencją wzrostu stóp w USA (w tym oprocentowania obligacji skarbowych) są narastające napięcia wokół gospodarek o dużym udziale zadłużenia denominowanego w USD (Turcja, Argentyna), które w konsekwencji mogą doprowadzić do lokalnych kryzysów walutowych. Sentyment wobec części rynków wschodzących pogarsza także wzrost cen surowców.

Czynniki ryzyka dla prognozy

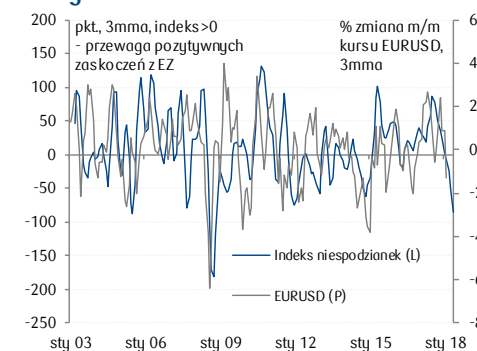
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) sytuacja geopolityczna (Iran, Korea Płn.), (2) działania protekcjonistyczne i eskalacja „wojen handlowych”, (3) wzrost prawdopodobieństwa recesji w USA (kształt krzywej dochodowości, rynek akcji).

PMI na świecie i w strefie euro



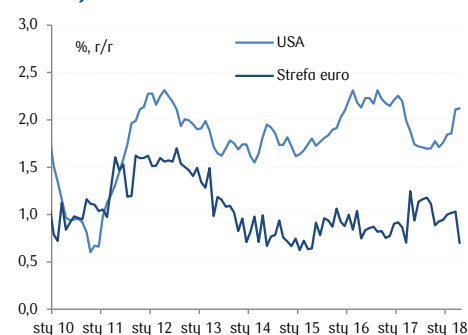
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Indeks zaskoczeń Citigroup dla USA i strefy euro vs kurs EURUSD



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *

Inflacja bazowa



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Otoczenie zewnętrzne

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	2,1	2,4	2,7	2,8	2,5	2,3	2,1	2,0	2,2	1,9
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,6	1,7	1,5	1,6	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	2,3	3,0	2,8	2,7	2,8	2,4
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,5	1,9	2,0	2,1	2,2	2,7	2,7	2,5	2,6	2,2
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	6,6	6,5	6,4	6,5	6,3
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,4	1,4	1,6	1,8	2,2	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,40

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

(2). Sfera realna

Trendy bieżące

Wzrost PKB w 1q18 przyspieszył do 5,1% r/r (vs 4,9% w 4q17). Mimo dobrego początku 2q17 (odbicie prod. przemysłowej, prawie 20-procentowa dynamika prod. budowlanej) szacujemy, że **dynamika PKB w 2q18 obniży się względem początku roku**. Dane za 1q18 potwierdziły także, że inwestycje wyraźnie przyspieszyły (PKOe: 14,0% r/r). Głównym motorem przyspieszenia były prawdopodobnie inwestycje publiczne, skorelowane z wysoką dynamiką prod. budowlanej (26,1% r/r w 1q18). Obok inwestycji nadal silnie rośnie konsumpcja, której wzrost w 1q18 oceniamy na 5,2% r/r. Odzwierciedleniem siły popytu jest stabilnie rosnący import, który w coraz mniejszym stopniu jest neutralizowany przez wzrost eksportu (przede wszystkim spadło tempo wzrostu eksportu towarów). Stąd wkład eksportu netto do wzrostu prawdopodobnie był negatywny w 1q18.

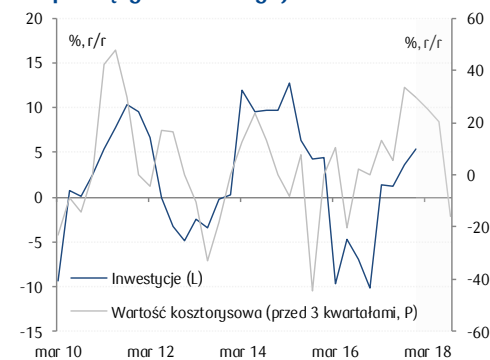
Prognoza średnioterminowa

Światowa gospodarka minęła cykliczny szczyt, stąd **jeden z dotychczasowych motorów wzrostu gospodarczego w Polsce – eksport towarów – będzie coraz słabszy**. Po skokowym wzroście na początku roku spodziewamy się, że **inwestycje będą tracić impet m.in. ze względu na rosnące ograniczenia podażowe w budownictwie** (co mogą już sygnalizować szczegółowe dane o prod. budowlanej – słabsze wyniki w działach obejmujących m.in. przygotowanie terenów pod budowę). Wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz braki kadrowe powinny stymulować popyt inwestycyjny, jednak spadek wartości kosztorysowej inwestycji wskazuje na ryzyko, że trwający cykl inwestycyjny będzie krótszy od poprzednich (wykres). **Elementem stabilizującym wzrost pozostanie konsumpcja**. Pomimo wysokiego, dodatniego salda wymiany usług, eksport netto może pogorszyć się za sprawą coraz słabszego eksportu towarów, co w rezultacie oznacza ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Rosnąca niepewność co do kondycji otoczenia zewnętrznego polskiej gospodarki przesuwają bilans ryzyk dla naszej prognozy (zwłaszcza w jej dalszym horyzoncie) w stronę wolniejszej dynamiki PKB.

Czynniki ryzyka dla prognozy

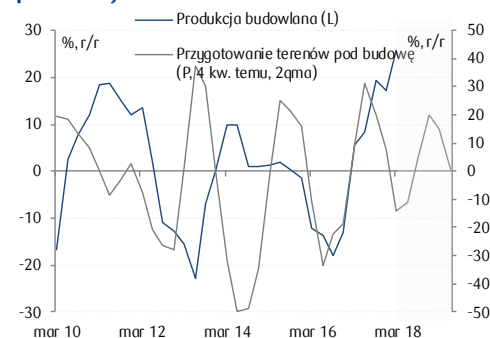
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) globalna koniunktura, (2) tempo absorpcji środków UE, (3) deficyt podaży pracy i jego wpływ na aktywność inwestycyjną.

Wartość kosztorysowa nowo rozpoczętych inwestycji



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Przygotowanie terenów pod budowę vs produkcja budowlana



Źródło: GUS, Pont, 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	5,1	4,5	4,6	3,8	4,6	3,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,9	5,5	3,9	4,9	6,1	5,1	4,9	4,6	5,2	3,1
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,5	4,9	4,7	5,0	5,2	4,7	4,5	4,0	4,6	3,2
Sprzedaż krajowa (% r/r)	3,4	3,6	4,0	4,8	5,2	5,0	5,3	4,3	5,0	3,1
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	1,4	1,3	3,6	5,4	14,0	11,8	13,1	7,9	10,9	3,7
Publiczne [‡] (% r/r)	4,8	12,7	21,7	30,4	37,3	23,0	25,6	18,6	23,5	4,8
Prywatne [‡] (% r/r)	0,8	-1,4	-1,4	-0,3	9,8	8,8	8,8	4,7	7,4	3,4
Zapasy (pkt. proc.)	0,5	1,9	-0,1	0,1	0,9	0,1	-0,4	0,2	0,3	0,1
Eksport netto (pkt. proc.)	0,5	-1,5	1,3	0,0	-1,0	-0,5	-0,3	-0,8	-0,7	0,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,3	4,2	6,3	8,1	5,7	6,0	8,4	6,0	6,5	4,5
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,5	-0,5	-0,1	0,3	0,5	0,7	0,8	0,9	0,7	0,1

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

(3). Rynek pracy

- Trendy bieżące

Kontynuacja silnego wzrostu gospodarczego utrzymuje wysoki popyt na pracę w sektorze przedsiębiorstw, który – pomimo ograniczeń podażowych – wciąż udaje się zaspokoić. Wzrost zatrudnienia przekłada się na spadek bezrobocia (do 6,3% w marcu 2018 z 6,6% w grudniu 2017, dane wyrównane sezonowo), chociaż tempo tego spadku (ponownie w obliczu ograniczeń podażowych) słabnie. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na stabilizowanie się dynamiki wynagrodzeń w przedziale 6-7% r/r, co potwierdzają badania koniunktury przedsiębiorstw, wg których presja płacowa w przedsiębiorstwach przestała narastać, chociaż pozostaje wysoka.

- Prognoza średnioterminowa

Wskaźniki koniunktury (PMI, NBP) sugerują, że popyt na pracowników pozostanie wysoki. Jednocześnie już teraz ponad 40% firm deklaruje wakaty, a problemy z pozyskaniem pracowników są coraz częściej wskazywaną barierą dla rozwoju. Nasza prognoza stabilizacji dynamiki wynagrodzeń bazuje na braku symptomów narastania presji płacowej oraz oczekiwanym przez firmy utrzymaniu się tempa wzrostu płac na poziomie zbliżonym do obecnego. Ryzyka dla naszej prognozy są jednak asymetrycznie odchyłone w górę. Relatywnie konserwatywne plany firm dotyczące wzrostu płac mogą być związane z próbami zwiększania mocy produkcyjnych przez podwykonawstwo oraz coraz powszechniejszym (wg NBP 30% firm) korzystaniem (faktycznym lub planowanym) z pracy cudzoziemców. Pierwszy z elementów nie wpływa jednak na bilans popytu i podaży na całym rynku pracy (nie ograniczy wzrostu płac), a drugi może być trudny do realizowania. Chociaż dane pozyskane za pomocą Google Trends (pisaliśmy o tym [tu](#)) nie potwierdzają, by Niemcy stawały się istotnym konkurentem dla Polski jako alternatywna destynacja w poszukiwaniach pracy przez obywateli Ukrainy, to dane z przejść granicznych wskazują, że tempo ich napływu do Polski słabnie. Imigracja w coraz mniejszym stopniu będzie więc w stanie zaspokajać popyt na pracowników. W średnim terminie kluczowym aspektem dla rynku pracy będzie skala wzrostu aktywności zawodowej (w 1q18 była najniższa od 3 lat), która niesie potencjał do istotnego wzrostu dostępnych zasobów na krajowym rynku pracy, a tym samym łagodzenia presji płacowej.

- Czynniki ryzyka dla prognozy

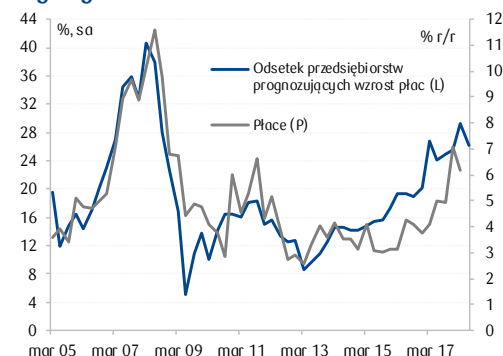
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala i trwałość migracji; (2) polityka płacowa w sektorze publicznym; (3) zmiany aktywności zawodowej.

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	3,8	3,8	3,4	3,3	3,6	2,3
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	5,8	5,5	6,0	6,0	6,0
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,4	5,0	4,7	4,5	4,2	4,0	3,8	3,9	3,9	4,4
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	7,5	7,9	8,2	7,6	7,8	6,6
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
ULC (% r/r)	1,4	2,9	1,3	2,6	1,4	2,5	3,2	3,4	2,6	1,6
Wydatność pracy (% r/r)	2,7	2,0	3,6	4,4	4,7	4,6	4,8	3,6	4,4	4,0

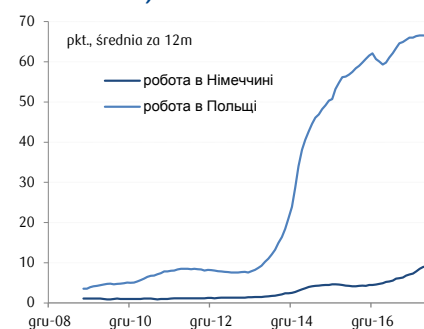
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Płace i plany firm co do polityki wynagrodzeń



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Względna popularność haseł: „praca w Polsce” i „praca w Niemczech” (w jęz. ukraińskim)



Źródło: Google Trends, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

Trendy bieżące

Początek 2018 przyniósł oczekiwane wyhamowanie inflacji, związane z odwróceniem czynników bazowych w cenach paliw i żywności. Inflacja CPI spadła do 1,3% r/r w marcu i była najniższa od 15 miesięcy. Spadek inflacji *headline* był oczekiwany, jednak pewnym zaskoczeniem było dalsze obniżenie się inflacji bazowej. Wskaźnik po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się z 1,0% r/r w styczniu do 0,6% r/r w kwietniu. Spadek inflacji bazowej był częściowo związany z czynnikami statystycznymi (np. baza w cenach biletów lotniczych, zaskakujący spadek cen usług finansowych), a jej kształtowanie się na przytłumionym poziomie może być odsuniętym w czasie skutkiem obserwowanego w 2017 umocnienia złotego.

Prognoza średnioterminowa

Nadal sądzimy, że rosnące koszty płacowe będą **podbijały inflację bazową**, która pod koniec roku może wzrosnąć do 1,9% r/r. W kierunku **spadku inflacji będą działały ceny żywności**, ze względu na oczekiwane dobre zbiory owoców krajowych i efekt wysokiej bazy statystycznej sprzed roku (m.in. w cenach masła i jaj). **Istotnym czynnikiem podbijającym inflację będą ceny paliw**. Ceny ropy naftowej (Brent) przebiły pod koniec maja najwyższy od 2014 poziom 80 USD/b. Ich wzrost jest skutkiem nasilenia się ryzyka geopolitycznego (wycofanie się USA z porozumienia nuklearnego z Iranem), spadku podaży ropy (z Wenezueli i potencjalnie z Iranu), a także sezonowego ograniczenia zapasów ropy naftowej oraz gotowych paliw w Stanach Zjednoczonych. Rosnącym cenom ropy od połowy kwietnia towarzyszy wyraźne osłabienie złotego wobec amerykańskiego dolara (o ok. 35 gr.). Słabsza waluta potęguje przełożenie droższej ropy na ceny paliw, które w kwietniu (wg danych o inflacji CPI) wzrosły o 2,8% m/m; a w maju (wg danych ze stacji paliw) o ponad 5,0% m/m. W efekcie w kwietniu, po czterech miesiącach spadków cen paliw w stosunku rocznym, powróciły one do wzrostów ponownie oddziałując w stronę wyższej inflacji. Biorąc pod uwagę relatywnie stabilne ceny paliw w okresie wiosenno-letnim w ubiegłym roku, proinflacyjny wpływ wyższych cen paliw będzie w najbliższych miesiącach przybierał na sile. W efekcie w czer-lip. Inflacja osiągnie naszym zdaniem lokalny szczyt zbliżając się do 2,5% r/r.

Czynniki ryzyka dla prognozy

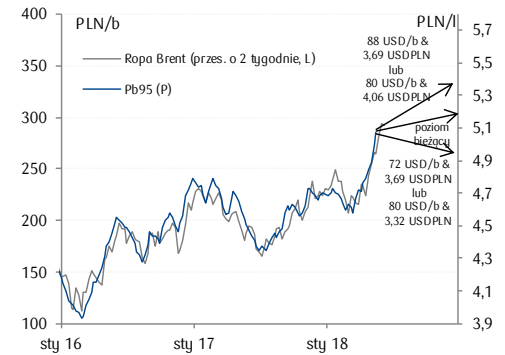
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji pozostają: (1) **zmiany kursu PLN**, (2) **wahania globalnych cen surowców**, (3) **skala wzrostu presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy**.

Procesy inflacyjne

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

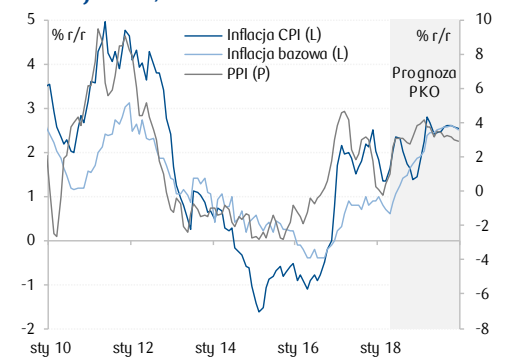
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

Ceny paliw vs ceny ropy



Źródło: Datastream, BM Reflex, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI, PPI i bazowa



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) osłabiło się w marcu do **-0,1% PKB** (w ujęciu 12-mies., vs 0,3% PKB w 2017). Główną przyczyną spadku salda CAB był słabnący eksport, który (przy mniejszej skali wyhamowania importu) przyczynił się do powrotu deficytu w obrotach towarowych (-0,2% PKB vs 0,2% PKB w 2017). Salda usług i dochodów pozostały stabilne. Nieznaczną poprawę odnotowały salda bezpośrednich inwestycji zagranicznych i kapitałowe. Ograniczenie skali operacji repo przez NBP przełożyło się na poprawę salda na rachunku finansowym.

Prognoza średnioterminowa

Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach utrzyma się niewielki deficyt CAB (nie wykluczamy jednak, że zostanie on ograniczony przez czerwcową rewizję danych przy publikacji kwart. Bilansu Płatniczego NBP). Najbliższe miesiące pokażą kontynuację spadku salda towarowego: pomimo oczekiwanego przez nas wyhamowania tendencji spadkowej eksportu wyraźnie przyspieszy import (zarówno z uwagi na utrzymujący się silny popyt wewnętrzny, w tym rosnące importochłonne inwestycje, jak i ze względu na ostatni wzrost cen ropy przy mocniejszym USD). **Pomimo wyhamowania wzrostowego trendu eksportu usług, nadal oczekujemy wzrostu nadwyżki w handlu usługami** wskutek trwających zmian strukturalnych (przy pot. rewizji danych za 1q18 w czerwcu). Saldo dochodów będzie pochodną trzech głównych trendów: wzrostu transferów imigrantów (coraz wolniejszego), spadku odpływu dywidend (wskutek repolonizacji) oraz wzrostu transferów z UE. Ten ostatni czynnik (w zakresie polityki spójności) przełoży się na wzrost salda na rach. kapitałowym. Zmiana polityki NBP w zakresie operacji repo doprowadzi do **pojawienia się nadwyżki na rach. finansowym**, która w połączeniu z dodatnim saldem CAB i rosnącym napływem kapitału **ograniczy polskie zadł. zagr.** o ok. 5% PKB w przeciągu całego roku (do ok. 62% PKB na koniec roku). W połączeniu z relatywnie niską wrażliwością na zmiany stóp proc. w USA (niski udział długu dolarowego), stanowi to argument za poprawą oceny (lub perspektywy) wiarygodności kredytowej przez agencje ratingowe.

Czynniki ryzyka dla prognozy

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

Równowaga zewnętrzna

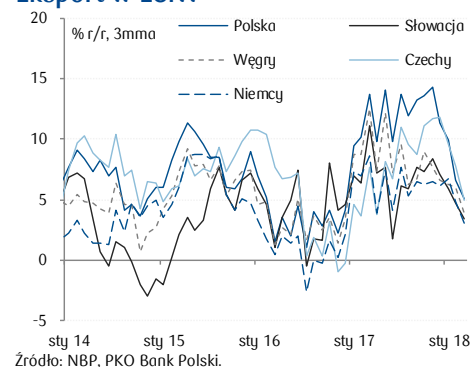
	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-0,4	0,3	0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilans handlowy (% PKB)	0,6	0,2	0,4	0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7	-1,2
Eksport (% r/r)	13,9	9,6	13,2	11,5	4,6	8,1	8,6	7,4	7,4	7,9
Import (% r/r)	15,5	13,5	10,6	14,1	8,3	10,7	9,4	9,3	9,3	7,9
Saldo usług (% PKB)	3,2	3,6	3,8	4,0	4,0	4,2	4,4	4,5	4,5	4,9
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,6	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,7
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,6	0,8	1,0	1,3	1,4	1,9	2,1	1,9	1,9	2,6
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,2	0,5	-0,5	-1,8	-0,4	0,6	1,0	1,4	1,4	2,2
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	0,6	-0,3	0,0	0,3	0,5	1,2	1,2	1,5	1,5	1,7
Zmiana rezerw (% PKB)*	-3,2	-0,3	0,5	1,5	0,0	-1,3	-2,2	-2,6	-2,6	-4,0
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,8	-0,7	-1,3	-1,3	-0,9	-1,0	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,3	70,8	69,3	66,5	65,6	64,5	63,0	61,9	61,9	58,2
Sektor publiczny (% PKB)	30,7	30,0	29,5	28,3	27,9	27,5	26,8	26,3	26,3	24,8
Sektor prywatny (% PKB)	41,6	40,7	39,8	38,2	37,7	37,0	36,2	35,6	35,6	33,4

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

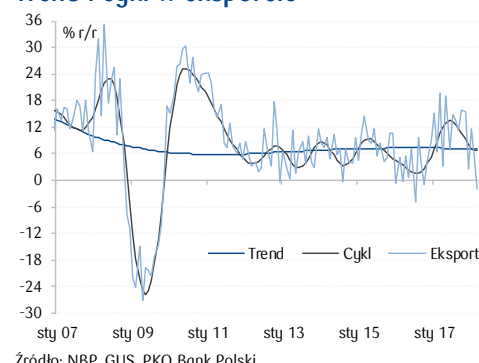
Oznaki wyhamowania światowej dynamiki eksportu



Eksport w EŚiW



Trend i cykl w eksporcie



(6). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Wyhamowanie inflacji CPI na początku roku (choć wcześniej oczekiwane) zaowocowało wzmocnieniem gołębiej retoryki Rady Polityki Pieniężnej. Nawet w wypowiedziach jastrzębich przedstawicieli gremium nie padają już deklaracje o możliwej potrzebie podwyższenia stóp procentowych w przyszłości, a od gołębich członków odróżnia ich jedynie horyzont na jaki deklarują stabilizację stóp procentowych. Niskie odczyty inflacji i gołębia retoryka RPP znalazły także odzwierciedlenie w rewizji rynkowych oczekiwań co do kształtowania się stóp procentowych. Stawki rynkowe (w naszej ocenie trafnie) nie wyceniają już w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy żadnych podwyżek stóp procentowych.

• Prognoza średnioterminowa

Prezes NBP A.Głapiński deklaruje, że o ile nie nastąpią żadne nieprzewidziane okoliczności, stopy procentowe mogą pozostawać na obecnym poziomie (1,50%) nawet do końca 2020. W naszej ocenie taki scenariusz staje się coraz bardziej prawdopodobny. Po pierwsze, ani w projekcji NBP, ani w naszych prognozach nie rysuje się istotne ryzyko trwałego wzrostu inflacji powyżej celu. Przełożenie wyższych płac na inflację na razie jest skutecznie mitygowane przez niską inflację importowaną, czy spadającą dynamikę cen żywności. W przypadku dalszego wzrostu cen paliw, który mógłby podwyższyć inflację powyżej oczekiwanych obecnie poziomów, Rada potraktuje to zapewne jako szok podażyowy nie wymagający działania z jej strony. Po drugie, RPP zwraca uwagę (z czym się zgadzamy), że polska (a także globalna) gospodarka najprawdopodobniej osiągnęła cykliczny szczyt. W sposób naturalny tempo wzrostu PKB ulegać będzie w kolejnych kwartałach wyhamowaniu, co znacząco redukuje ryzyko narastania nierównowag. Po trzecie, w przeciwieństwie do innych gospodarek regionu, w których stopy procentowe już są podwyższane, w polskiej gospodarce nie widać istotnych symptomów nierównowagi. Ceny nieruchomości pozostają relatywnie stabilne, dynamika kredytów jest niższa niż nominalnego PKB, rachunek obrotów bieżących jest niemal zbilansowany, a kondycja finansów publicznych nie rodzi poważnych obaw. Ponieważ podobnie jak NBP uważamy, że dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie stopniowo wyhamowywać, staje się coraz bardziej pewnym, że w tym cyklu Rada nie podniesie już stóp procentowych. W konsekwencji, wskazywany przez A.Głapińskiego horyzont stabilizacji stóp w praktyce może się okazać jeszcze dłuższy.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

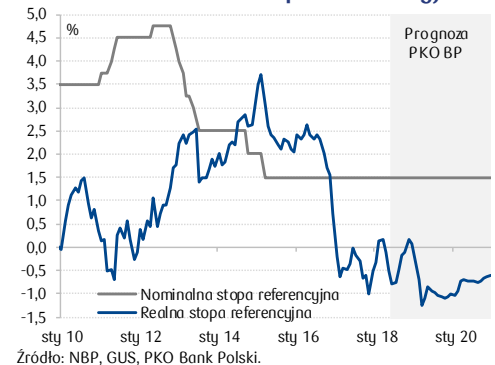
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp NBP to: (1) skala wzrostu presji płacowej w najbliższych kwartałach i jej przełożenie na jednostkowe koszty pracy, (2) skala wzrostu popytowej presji inflacyjnej, (3) zmiany kursu złotego i cen surowców oraz (4) polityka EBC.

Polityka pieniężna

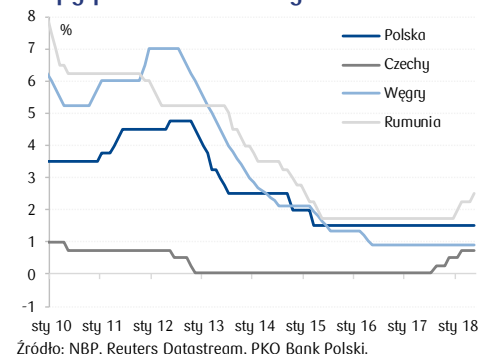
	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2018	2019
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-0,46	-0,01	-0,69	-0,52	0,16	-0,80	-0,19	0,08	0,08	-1,03
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	0,90	0,70	0,50	0,60	0,80	0,51	0,13	-0,28	-0,28	-1,02
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	2,1	2,4	0,0	2,3	-0,2
Nominalny PKB (%) r/r	6,2	5,9	7,8	6,6	6,6	6,6	6,7	6,1	6,5	6,0

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Realna i nominalna stopa referencyjna



Stopy procentowe w regionie



(7). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA) w 2017 wyniósł 1,7% PKB (wobec 2,3% PKB w2016) i był najniższy w historii. Deficyt pierwotny wyniósł 0,1% PKB (wobec 0,6% PKB w 2016), a szacowany przez nas deficyt pierwotny strukturalny 1,9% PKB (wobec 2,2% PKB w 2016). Dług publiczny obniżył się do 50,6% PKB (z 54,2% PKB) spadając także (pierwszy raz w historii) w ujęciu nominalnym (o 3,2 mld zł). Salda jednostek rządowych szczebla centralnego oraz sektora ubezpieczeń społecznych odzwierciedlają umorzenie pożyczek udzielonych FUS z budżetu państwa (39,2 mld zł, 2,0% PKB). Deficyt na szczeblu centralnym, po korekcie o w/w transakcje, wyniósł 1,8%PKB, a saldo sektora ubezpieczeń społecznych było zbilansowane (0,0% PKB).

Prognoza średnioterminowa

Dostępna przestrzeń fiskalna w Polsce jest ograniczona. Mimo trwającego w 2017 ożywienia stymulującego cykliczny wzrost dochodów publicznych, poprawa salda strukturalnego była dosyć ograniczona (0,3% PKB wg naszych szacunków) implikując niewielkie zacieśnienie fiskalne. Oceniamy, że **realizacja zaplanowanego na 2018 poluzowania polityki fiskalnej** (włączając w to wzrost nakładów inwestycyjnych o 1,0% PKB) **wyniesie ok. 0,4% PKB**, a całkowity deficyt całego sektora publicznego utrzyma się poniżej progu 2% PKB (i wyniesie 1,9% PKB, przy naszych założeniach dotyczących wzrostu gospodarczego i jego struktury oraz inflacji). Fiskalne plany inwestycyjne są imponujące (wzrost nakładów o 30% r/r), a plany na poziomie samorządów implikują wzrost inwestycji o 70% (!). Biorąc pod uwagę typową realizację planów z poprzednich lat oraz rosnące ograniczenia podażowe w budownictwie (spadająca zdolność do absorpcji dużej liczby zamówień w krótkim okresie) spodziewamy się, że mini-stymulacja fiskalna na poziomie samorządów wyniesie podobnie jak przed poprzednimi wyborami w 2014 ok. 0,2-0,3% PKB. Działania po stronie dochodowej (dalsza poprawa ściągłości podatków) zmniejszą rozmiar impulsu fiskalnego. Dynamika fiskalna może zaskoczyć negatywnie w drugiej połowie roku biorąc pod uwagę ryzyka dla wzrostu gospodarczego oraz nadchodzący cykl polityczny. Deficyt fiskalny zazwyczaj zaskakuje *in plus/in minus* w zależności od zmian w komponencie cyklicznym (wykres). Ponadto cykl wyborczy może wygenerować presję na podwyżki płac w sektorze publicznym, która do tej pory była umiarkowana (trend wzrostowy poniżej 5%, wykres).

Czynniki ryzyka dla prognozy

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

Polityka fiskalna†

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

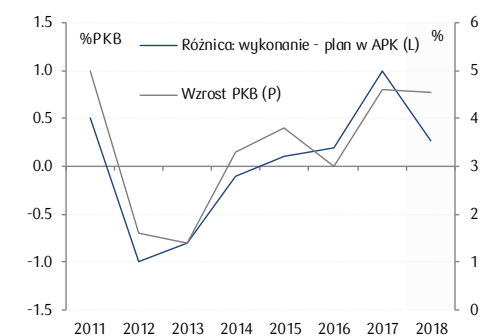
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, † dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Saldo sektora publicznego

	2015	2016	2017	2018
Sektor publiczny	-2.6	-2.3	-1.7	-1.9
Centralny	-2.2	-2.5	-3.8	
Lokalny	0.0	0.2	0.1	
Ubezpie. społ.	-0.4	-0.1	2.0	
Saldo pierwotne	-0.9	-0.6	-0.1	-0.4
Saldo pierwotne strukturalne*	-2.8	-2.2	-1.9	-2.3
Impuls fiskalny	0.5	-0.7	-0.3	0.4

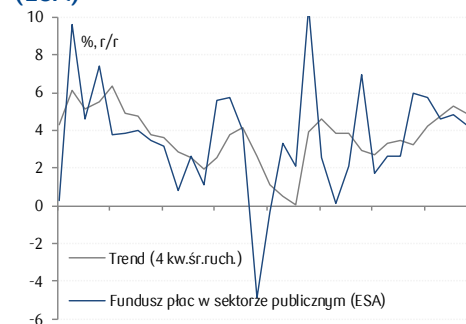
Źródło: Eurostat, MF, GUS, PKO Bank Polski.

Saldo fiskalne a wzrost PKB



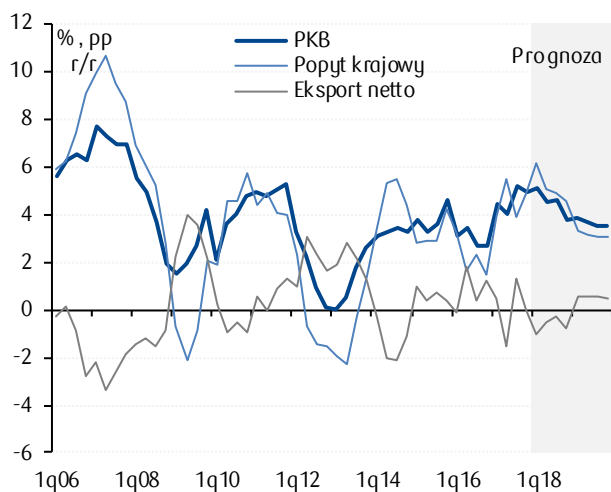
Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

Koszty pracy w sektorze publicznym (ESA)

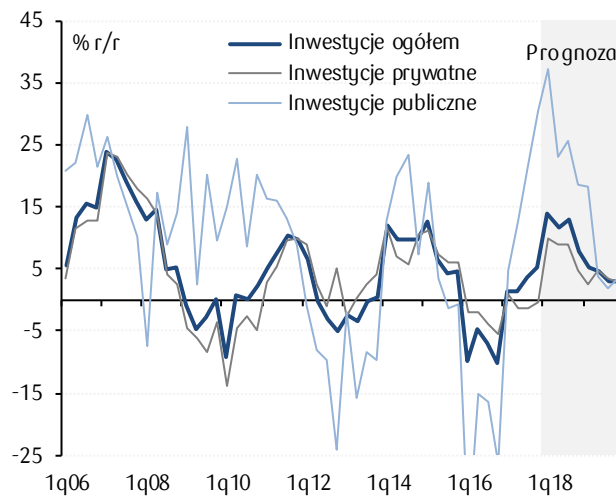


mar 10 mar 11 mar 12 mar 13 mar 14 mar 15 mar 16 mar 17
Źródło: MF, Eurostat, PKO Bank Polski.

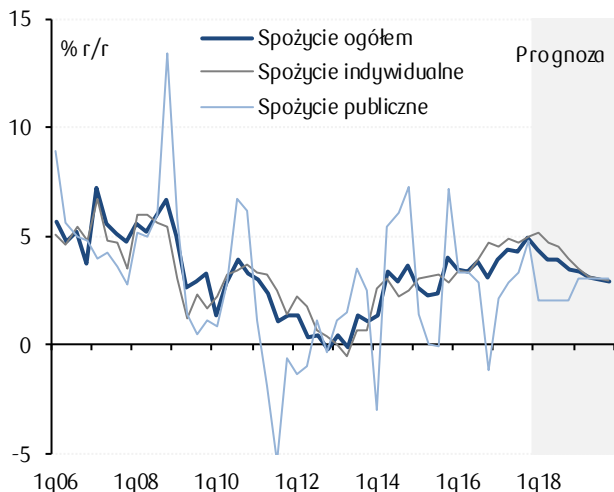
Realny PKB



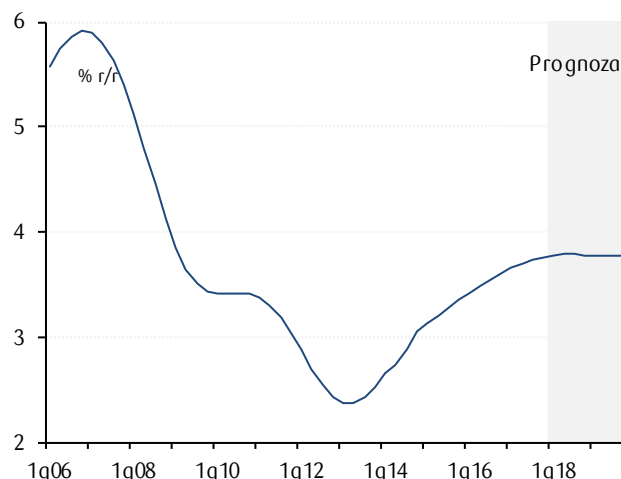
Popyt inwestycyjny



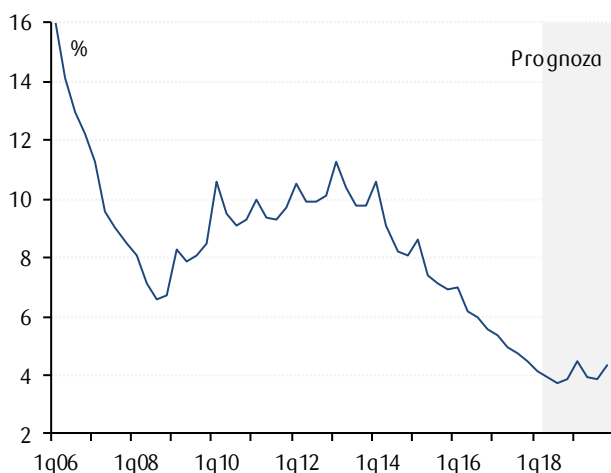
Popyt konsumpcyjny



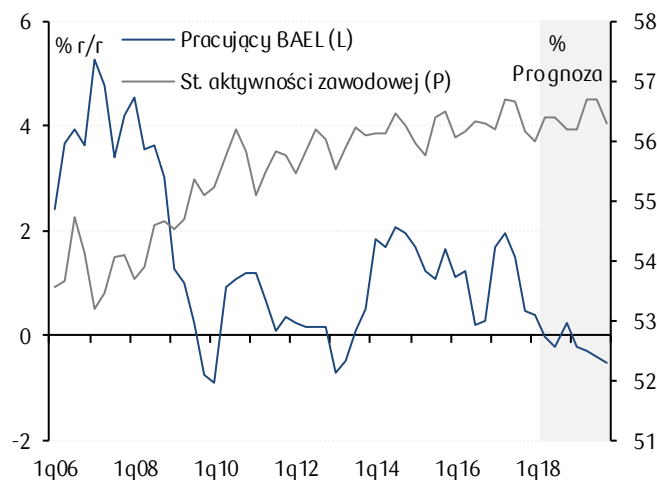
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

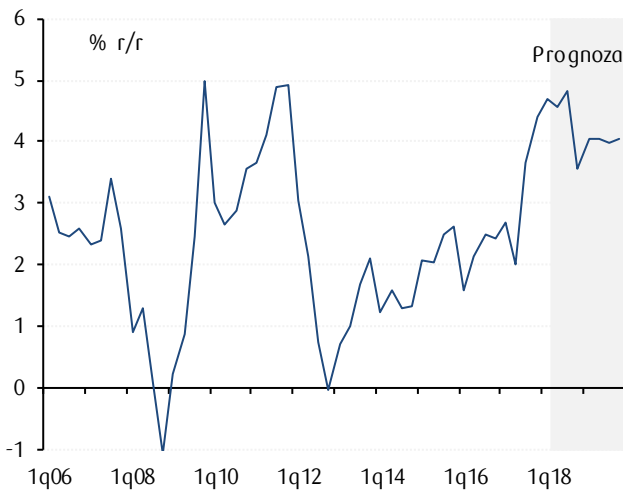


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

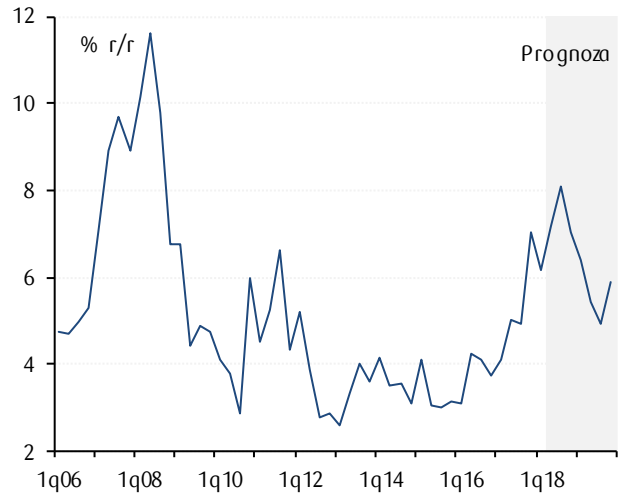


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, ** dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

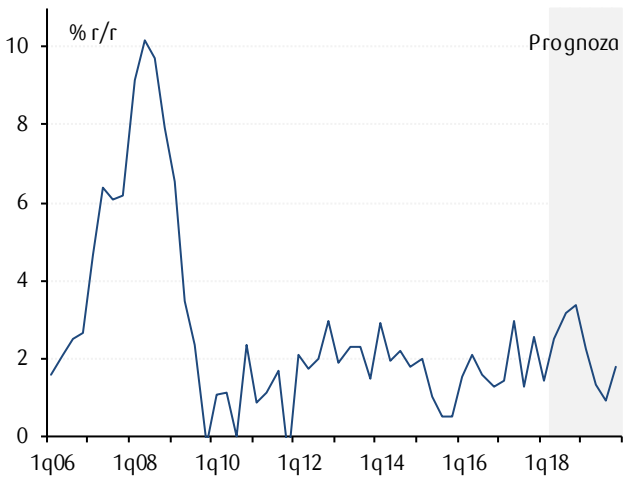
Wydajność pracy*



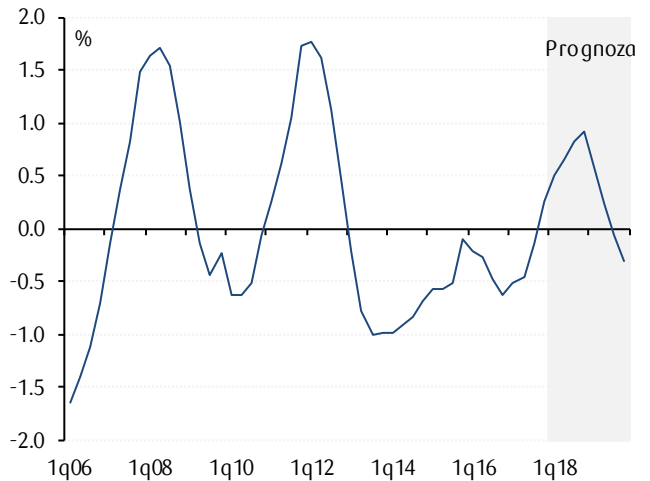
Płace w gospodarce narodowej



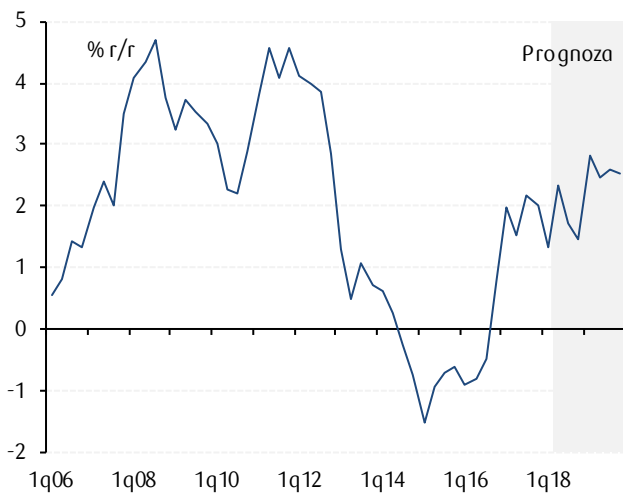
Jednostkowe koszty pracy*



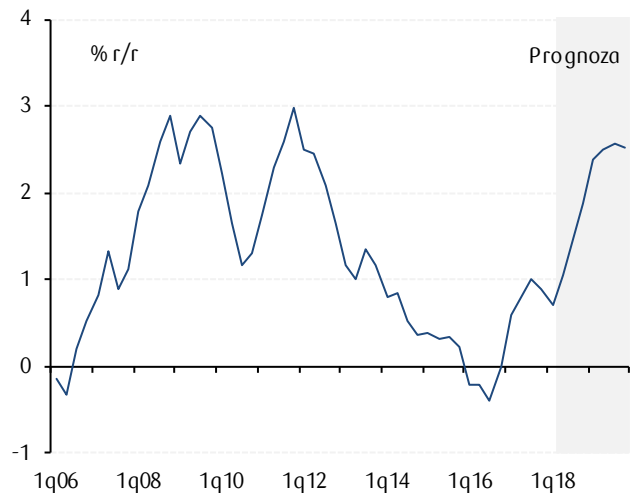
Luka popytowa



Inflacja CPI

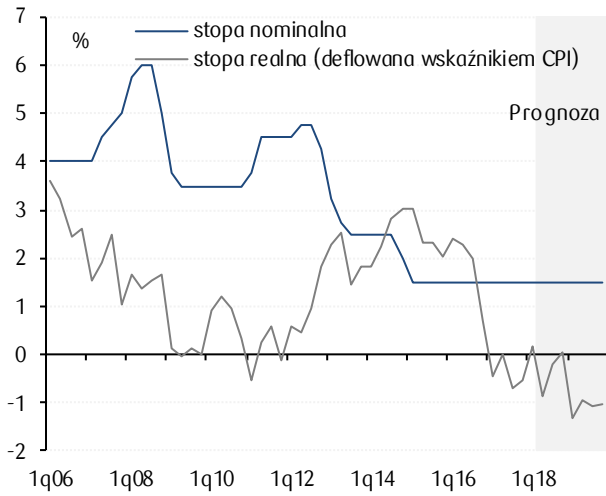


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

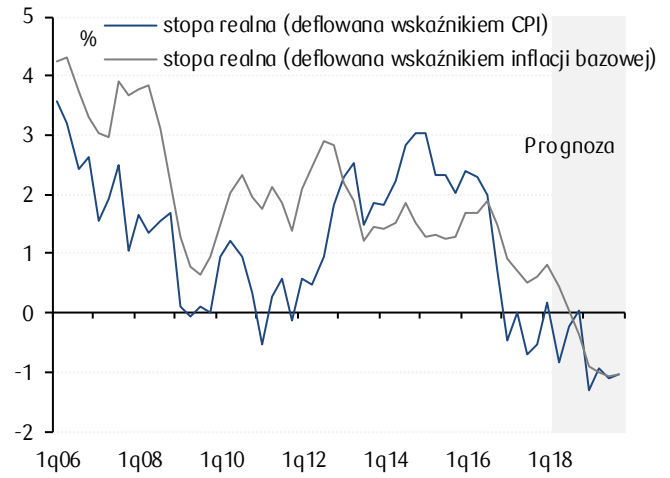


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. * dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

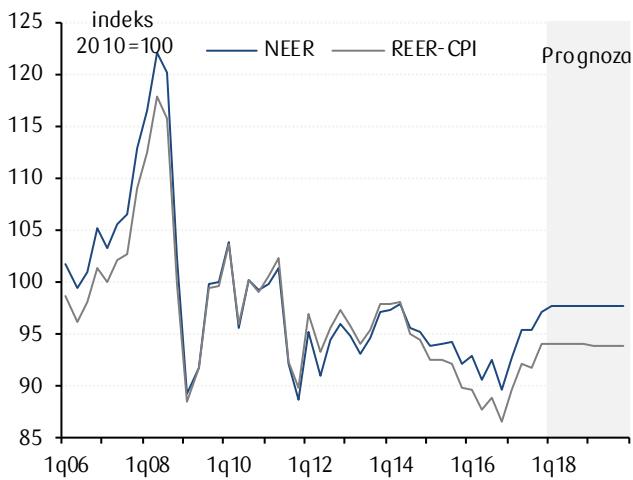
Stopy nominalne vs. realne



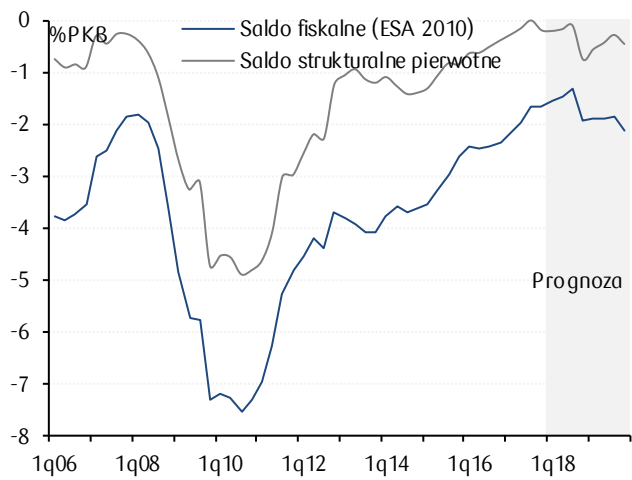
Stopy realne



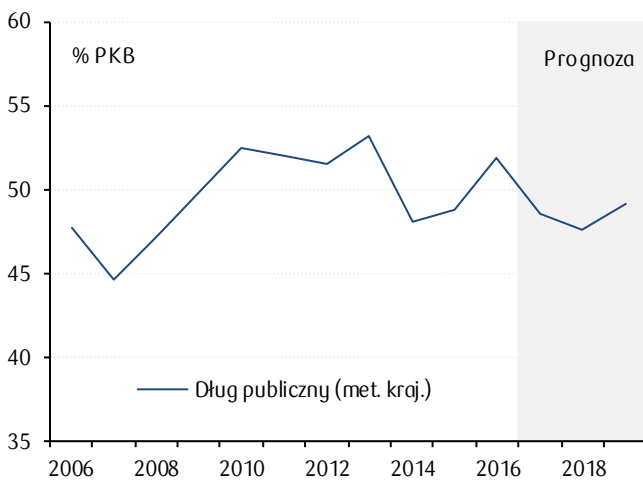
Założenia dotyczące NEER i REER*



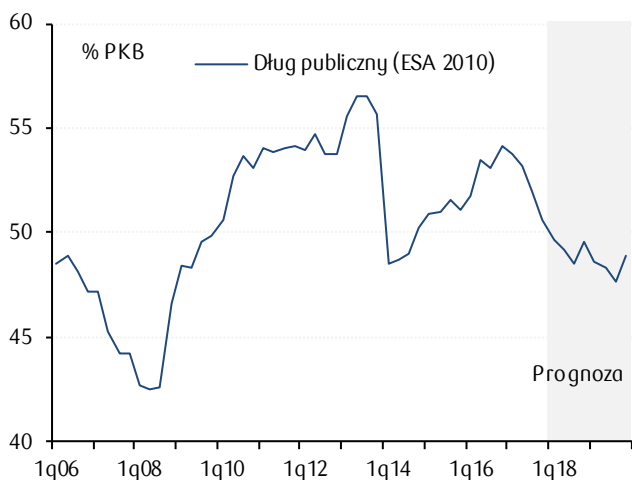
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

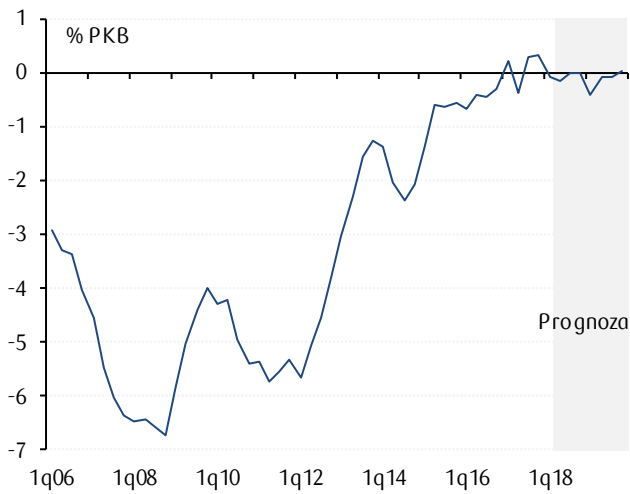


Dług publiczny (ESA 2010)

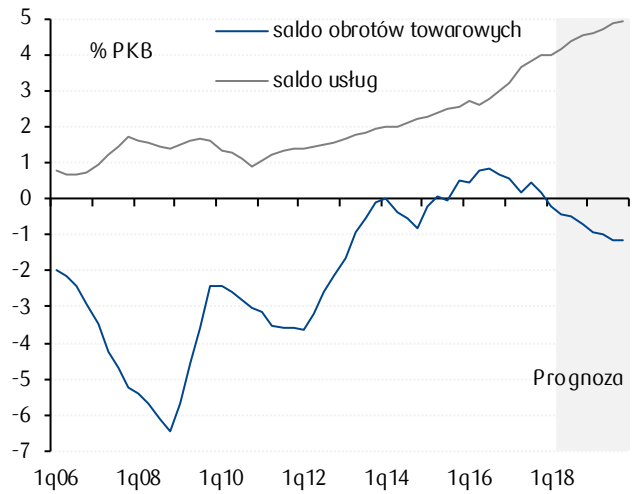


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

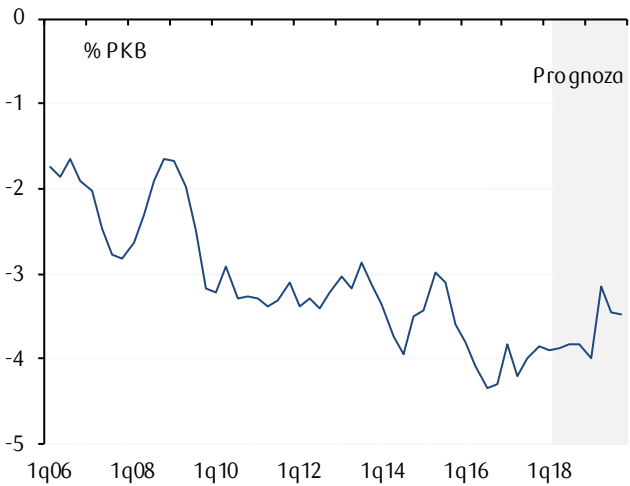
Saldo rachunku obrotów bieżących



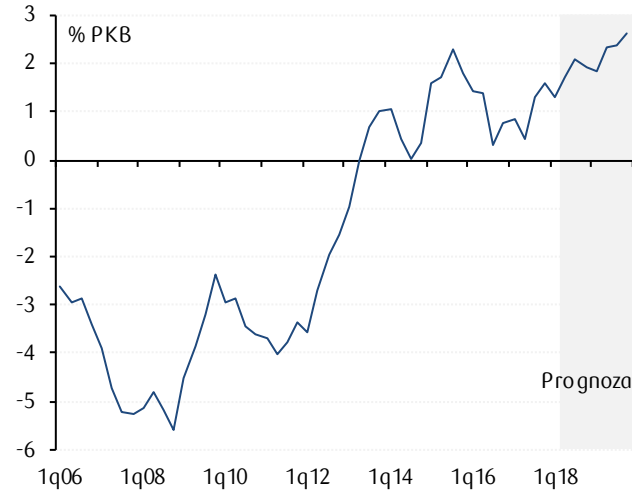
Saldo handlu zagranicznego



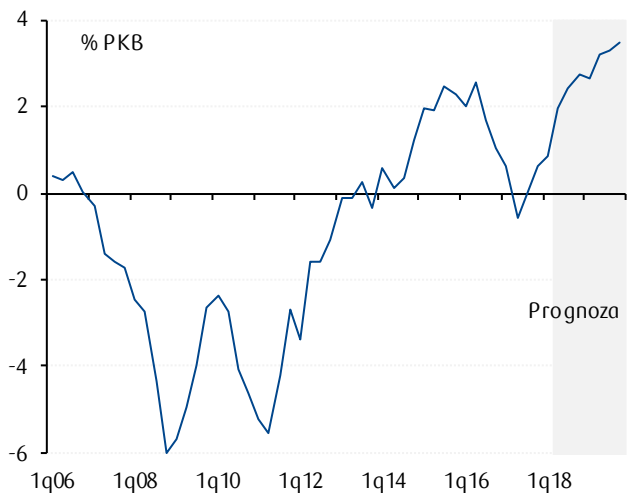
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



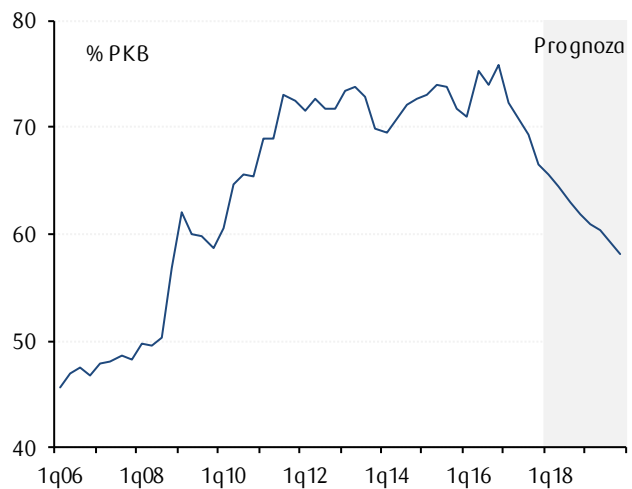
Saldo CAB i CAP*



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.

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	4,6	3,7
Popyt krajowy (% r/r)	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,7	5,4	3,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,6	3,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	10,9	3,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	2,4	2,2	3,3	0,0	0,3	4,1	3,5	1,0	4,1	5,2	3,2
Zapasy (pkt. proc.)	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,2	0,6	0,3	0,1
Eksport netto (pkt. proc.)	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,8	-0,1	-0,7	0,5
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,2	3,5	3,7	3,8	3,8
Nominalny PKB (mld PLN)	1362	1445	1567	1629	1657	1720	1799	1858	1982	2111	2236
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	4,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	6,0	6,0
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	4,4	4,0
ULC (% r/r)	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,2	1,0	1,6	2,0	2,6	1,6
Procesy inflacyjne											
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,8	2,5
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	0,5	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	0,7	1,4
Inflacja bazowa (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	1,2	2,4
Deflator PKB (% r/r)	3,9	2,4	3,2	2,4	0,4	0,6	0,7	0,3	1,9	1,9	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	5,2	4,0
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	0,3	0,0	0,0
Bilans handlowy (% PKB)	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,2	-0,7	-1,2
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	1,2	0,3	1,5	1,7
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	58,7	65,5	72,5	71,7	69,8	72,7	71,8	75,9	66,5	61,9	58,2
Polityka fiskalna											
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,3	-1,7	-1,9	-2,1
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-4,9	-2,3	-1,1	-1,6	-1,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,4	-0,6
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-4,7	-4,8	-3,0	-1,2	-1,2	-1,4	-0,9	-0,4	-0,2	-0,8	-0,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,3	51,1	54,2	50,6	49,6	48,9
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	0,72	-0,52	0,04	-1,04
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,60	-0,38	-1,02
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	2,3	-0,2

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

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny, jest przeznaczony wyłącznie dla klientów Grupy PKO Banku Polskiego i nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługi doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Grupa PKO BP SA dołożyła wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Klienci Grupy PKO BP SA ponoszą odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych, podjętych z uwzględnieniem informacji zamieszczonych w niniejszym materiale. Niniejszy materiał został przygotowany i/lub przekazany przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.