

### „Chwilo, trwaj”

- **Globalne ożywienie trwa.** Oczekujemy kontynuacji ekspansji gospodarczej w strefie euro i USA, z którą wiązać się będzie ostrożna normalizacja polityki pieniężnej głównych banków centralnych (kolejne podwyżki Fed i zakończenie programu QE przez EBC). Chiny będą kontynuowały scenariusz „miękkiego lądowania”. Przy mocnych trendach fundamentalnych głównym ryzykiem dla światowej gospodarki mogą być rynki kapitałowe.
- **Wzrost na 5-.** Bieżący rok powinien być równie dobry w krajowej gospodarce co 2017. Szacujemy, że wzrost PKB utrzyma się na poziomie 4,6%. Oczekujemy silnej dynamiki inwestycji, w tym inwestycji prywatnych, które najprawdopodobniej w 4q17 stały się głównym motorem przyspieszenia wzrostu PKB. Towarzyszyć im powinien stabilny wzrost konsumpcji. Trzecim motorem wzrostu będzie rosnący eksport napędzany zarówno przez eksport towarów jak i eksport usług – jeden z najbardziej dynamicznie rozwijających się sektorów polskiej gospodarki.
- **Płace w górę.** Mimo napływu imigrantów i rosnącej aktywności zawodowej nierównowaga na rynku pracy będzie dalej narastać. Biorąc pod uwagę, że wzrost aktywności zawodowej ma ograniczoną moc łagodzenia napięć na rynku pracy oraz uwzględniając rosnącą presję płacową w różnych częściach sektora publicznego spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu płac.
- **Inflacja sprzyja gołębiom.** Z uwagi na oczekiwane przez nas gwałtowne osłabienie inflacji na początku roku spodziewamy się, że niemal cały rok pozostanie ona poniżej celu inflacyjnego NBP. Pomimo osłabienia czynników egzogenicznych, rosnąca presja kosztowa (w tym płacowa) będzie się przekładała na stopniowy wzrost inflacji bazowej w kierunku 2%. Przy nieprzejednanej gołębiej retoryce RPP i zmienionej funkcji jej reakcji szanse na podwyżki stóp przed 2019r. wydają się być obecnie iluzoryczne.
- **Polska usługową potęgą.** Pomimo oczekiwanego wzmocnienia importu towarów (ze względu na wyraźne przyspieszenie inwestycji) i wynikającego z tego osłabienia nadwyżki na saldzie towarowym oczekujemy utrzymania nadwyżki na rachunku obrotów bieżących ze względu na kontynuację strukturalnej poprawy salda usług. W połączeniu z rosnącym napływem środków z UE przełoży się to na spadek zadłużenia zagranicznego.
- **Licznik długu w dół.** 2017 był dla finansów publicznych wyjątkowy: deficyt fiskalny (ESA) był po 3q17 najniższy w historii. Oznacza to, że prawdopodobnie pierwszy raz w historii obniżył się także poziom nominalny długu publicznego (z wył. 2014 r. i transferu aktywów z OFE). W 2018 r. spodziewamy się, że deficyt fiskalny będzie zbliżony do ubiegłorocznego, mimo nieco większej skali luzowania polityki fiskalnej (dzięki dalszej poprawie ściągальności podatków oraz cyklicznemu wzrostowi dochodów), a relacja długu do PKB będzie się dalej obniżać.

#### Główny Ekonomista

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

#### Zespół Analiz Makroekonomicznych [analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

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

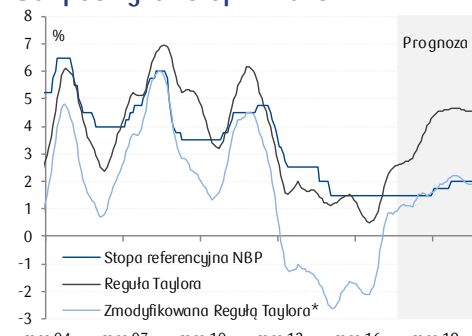
Marta Petka-Zagajewska  
Kierownik Zespołu

Marcin Czaplicki  
Ekonomista

Michał Rot  
Ekonomista

Urszula Kryńska  
Ekonomistka

#### Bez podwyżek stóp w 2018r.



mar 04 mar 07 mar 10 mar 13 mar 16 mar 19  
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \* Cel inflacyjny: średnia z 24 miesięcy (<-12M,+12M>); gdy znajduje się poniżej 2,5%, luka inflacji liczona dla celu 1,5%, gdy powyżej – dla 3,5%. Waga wzrostu PKB zwiększona do 0,7 z 0,5.

#### Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne<sup>^</sup>

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2017	2018
Realny PKB (% r/r)	4,1	4,0	4,9	5,2	4,5	4,5	4,8	4,2	4,6	4,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,4	5,0	4,7	5,0	5,4	4,7	4,5	4,6	5,0	4,6
Inflacja CPI† (% r/r)	2,0	1,5	2,2	2,1	1,9	2,5	1,8	1,8	2,1	1,8
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	0,6	0,8	1,0	0,9	1,1	1,4	1,7	2,2	0,9	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,1	-0,4	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,3	0,4	0,1	0,4
Saldo fiskalne (% PKB) <sup>†*</sup>	-2,1	-1,7	-1,3	-1,7	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,7	-1,9
Dług publiczny (% PKB) <sup>†*</sup>	53,7	53,2	52,0	50,8	49,8	49,3	48,6	49,6	50,8	49,6
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50

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

## (1). Otoczenie zewnętrzne

### • Trendy bieżące

Ożywienie w globalnej gospodarce nabiera mocy. Choć jego motorem pozostają gospodarki rozwinięte, to wyższe ceny surowców znacząco poprawiają perspektywę rynków rozwijających się. Wzrost gospodarczy w USA wyhamował w 4q17 do 2,6% r/r saar z 3,2% r/r saar w 3q17, a solidne wyniki konsumpcji i inwestycji (3,8% i 7,9% k/k saar) są dowodem na siłę ożywienia amerykańskiej gospodarki. Rynek pracy jest bliski pełnego zatrudnienia i powoli zaczyna się to przekładać na płace, które rosną najszybciej od 2009. Pomimo silnego popytu inflacja pozostaje zaskakująco niska, jednak rynkowe miary premii inflacyjnej sugerują jej nadchodzący wzrost. **Gospodarka strefy euro utrzymała w 4q17 solidne tempo wzrostu gospodarczego (2,7% r/r vs. 2,8% r/r w 3q), który miał zapewne szeroki zakres (geograficzny oraz w zakresie głównych składowych PKB).** Indeksy koniunktury, zarówno konsumenckiej (wspierane przez warunki na rynku pracy) jak i gospodarczej świadczą o utrzymywaniu się korzystnych trendów z minionego roku. Inflacja utrzymuje się natomiast wyraźnie poniżej celu EBC (1,3% r/r w styczniu). Coraz bardziej napięta sytuacja na wielu lokalnych rynkach pracy zaczyna pociągać za sobą intensyfikację żądań płacowych, co może stać się początkiem dla oczekiwanego przez EBC wzmocnienia fundamentalnej presji inflacyjnej. **PKB Chin wzrósł w 2017 o 6,9% (vs. 6,7% w 2016), powyżej celu ustalonego na poziomie 6,5%.** Gospodarka chińska podlega istotnym zmianom strukturalnym, zmierzającym do wzrostu znaczenia usług i nowoczesnego przemysłu.

### • Prognoza średnioterminowa

Wskaźniki wyprzedzające zapowiadają kontynuację ożywienia gospodarczego w USA, które od lutego dodatkowo wesprze reforma podatkowa. Sytuacja na rynku pracy i wzrost gospodarczy przekładają się na poprawę perspektyw dla inflacji, w związku z tym Fed pod przewodnictwem J.Powella prawdopodobnie w tym roku dokona 4 podwyżek stóp procentowych, z najbliższą już w marcu. Strefa euro pozostanie motorem ożywienia gospodarczego, w szczególności w sektorze przemysłowym. Indeksy koniunktury pokazują, że umocnienie euro (które zacieśnia warunki finansowe) nie ma negatywnego wpływu na sytuację producentów. **Zmiany w polityce pieniężnej EBC będą stopniowe: stopy procentowe nie wzrosną przed 2019, a program QE zostanie wygaszony do końca 2018.** Chiny będą kontynuowały scenariusz „miękkiego lądowania”, który ułatwia globalne ożywienie. Kluczowym wyzwaniem pozostaje ustabilizowanie długu sektora prywatnego.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

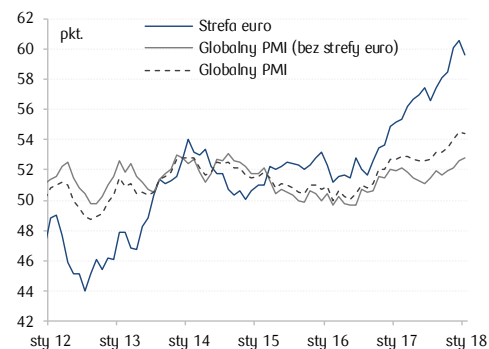
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) długotrwała korekta na amerykańskim rynku akcji, (2) sytuacja geopolityczna, (3) działania protekcyjniste, (4) wzrost ryzyka systemowego.

## Otoczenie zewnętrzne

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2017	2018
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	2,1	2,4	2,8	2,7	2,5	2,4	2,1	2,1	2,5	2,3
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,5	1,6	1,5	1,4	1,5
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
USA: Realny PKB* (% r/r)	1,2	3,1	3,2	2,6	2,3	3,0	2,8	2,5	2,3	2,7
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,5	1,9	2,0	2,1	1,8	2,3	2,3	2,3	2,1	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	1,50	2,50
Chiny: Realny PKB (% r/r)	6,9	6,9	6,8	6,8	6,6	6,5	6,5	6,5	6,9	6,5
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,4	1,4	1,6	1,8	2,3	2,4	2,3	2,3	1,5	2,2
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35

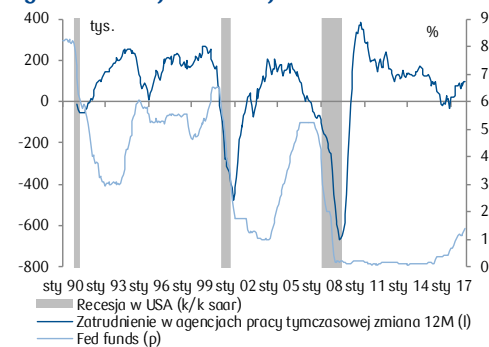
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski

### PMI na świecie i w strefie euro



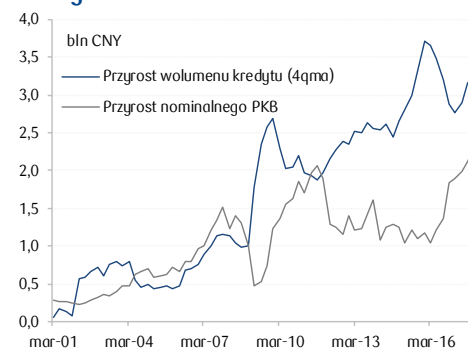
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

### Zatrudnienie w agencjach pracy tymczasowej vs recesje w USA



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

### Kredyt vs PKB w Chinach



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.



## (2). Sfera realna

### Trendy bieżące

**Wzrost PKB w 2017 r. wyniósł 4,6%** (wobec 2,9% w 2016 r.). Dane roczne GUS wskazują, że **dynamika PKB w 4q17 utrzymała się przynajmniej na poziomie z 3q17** (w przedziale 4,9-5,4%, por tabela obok). Dane za 2017 r. potwierdziły także, że długo oczekiwane odbicie inwestycji rozpoczęło się - **w 4q17 dynamika inwestycji była już dwucyfrowa** (11,7-12,0% r/r). Mimo silnego wzrostu popytu krajowego dynamika eksportu była wystarczająca, aby zneutralizować rosnący import, przez co wkład eksportu netto do wzrostu prawdopodobnie był także pozytywny. Polska gospodarka weszła tym samym w fazę ekspansji napędzanej przez wszystkie trzy motory wzrostu: konsumpcję, eksport oraz inwestycje. Dane o koniunkturze za styczeń (m.in. najwyższy miesięczny przyrost wskaźnika zagregowanego koniunktury przedsiębiorstw) sugerują, że wzrost gospodarczy na początku 2018 r. także miał solidny impet.

### Prognoza średnioterminowa

Po osiągnięciu szczytu w 2h17 wzrost PKB pozostanie mocny w całym 2018 (prognozujemy 4,6%), przy czym w jego strukturze coraz większą rolę odgrywać będą inwestycje, przy ograniczeniu wkładu ze strony konsumpcji. Inwestycje będą stymulowane w głównej mierze przez sektor publiczny, ale wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych i próby podniesienia wydajności przez firmy powinny coraz silniej generować wzrost popytu inwestycyjnego sektora prywatnego (por. wykres obok). Pomimo silnego popytu krajowego, który stymuluje wzrost importu, eksport netto powinien pozostać zbliżony do neutralnego. Będzie to możliwe dzięki (1) dobrym wynikom eksportu towarów odzwierciedlającym mocny popyt zewnętrzny oraz (2) stabilnie powiększającej się strukturalnej nadwyżce w eksporcie usług. Wzrost konsumpcji prywatnej nieznacznie wyhamuje (m.in. z powodu wysokiej bazy), ale pozostanie silny odzwierciedlając m.in. historycznie dobre wyniki badań koniunktury konsumenckiej, czy postępującą poprawę sytuacji finansowej gospodarstw domowych (m.in. efekt bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy - por. rynek pracy na str. 4).

### Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka pozostają: (1) koniunktura na świecie (strefa euro, USA, Chiny), (2) tempo absorpcji środków UE, (3) deficyt podaży pracy.

## Sfera realna

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2017	2018
Realny PKB (% r/r)	4,1	4,0	4,9	5,2	4,5	4,5	4,8	4,2	4,6	4,6
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,9	5,3	3,8	5,0	3,9	4,6	4,9	4,1	4,5	4,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,7	4,9	4,8	5,0	4,5	4,3	4,2	4,1	4,8	4,3
Sprzedaż krajowa (% r/r)	3,2	3,4	3,8	6,3	4,5	4,5	5,1	3,9	4,2	4,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-0,5	0,9	3,3	11,8	9,5	8,9	12,1	5,0	5,4	8,2
Publiczne <sup>†</sup> (% r/r)	-3,1	12,7	21,7	20,0	15,5	13,1	21,0	9,2	15,9	14,1
Prywatne <sup>†</sup> (% r/r)	0,0	-1,9	-1,8	9,9	8,5	7,8	9,0	4,0	2,9	6,6
Zapasy (pkt. proc.)	0,7	1,9	0,0	-1,3	-0,6	0,1	-0,2	0,3	0,3	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	0,1	-1,5	1,1	0,2	0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,3	4,2	6,3	8,1	7,3	7,0	7,5	7,4	6,5	7,2
Potencjalny PKB <sup>†</sup> (% r/r)	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,8
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,5	-0,5	-0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	-0,3	0,6

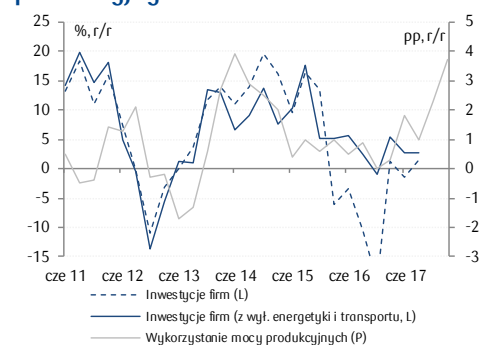
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. †szacunki własne.

## Dynamika PKB i komponentów w 4q17

	1q	2q	3q	min	4q	średnia	max
PKB (% r/r)	4,1	4,0	4,9	4,9	5,2	5,4	5,4
Popyt krajowy (% r/r)	3,9	5,5	3,9	5,1	5,3	5,5	5,5
Konsumpcja ogółem (% r/r)	3,7	4,2	4,1	4,6	4,8	5,0	5,0
- kons. prywatna (% r/r)	4,7	4,9	4,8	4,8	5,0	5,1	5,1
Inwestycje (% r/r)	-0,5	0,9	3,3	11,7	11,9	12,0	12,0
Zapasy (pp, r/r)	0,7	1,9	0,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3
Eksport netto (pp, r/r)	0,4	-1,3	1,1	-0,1	0,5	1,0	1,0

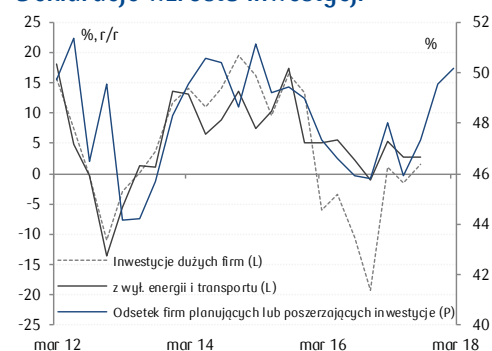
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Inwestycje firm<sup>^</sup> a wykorzystanie mocy produkcyjnych



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. <sup>^</sup>zatr. >49 osób.

## Deklaracje wzrostu inwestycji



Źródło: Szybki Monitoring NBP, PKO Bank Polski.

### (3). Rynek pracy

- Trendy bieżące

Opublikowane dotąd dane potwierdzają, że rynek pracy nadal nie traci impetu, mimo rosnących ograniczeń podażyowych. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymała się w 4q17 na wysokim poziomie (4,5% r/r), a przedział miar popytu na pracę (por. wykres obok) jest ponownie spójny z wysokim wzrostem inwestycji odnotowanych w 4q17 (potwierdzając po raz kolejny, że spowolnienie inwestycji w 2016 było tymczasowe). Mimo iż w 4q17 nastąpił nieco głębszy spadek stopy bezrobocia niż w poprzednim kwartale (-1,6 pp r/r vs. -1,5 pp r/r w 3q17) to oceniamy, że trend spadkowy stopy bezrobocia pozostał stabilny, a dane zniekształciły wprowadzone od października 2017 zmiany w systemie emerytalnym. Mimo rosnącej aktywności zawodowej (w szczególności osób w wieku 25-49 lat), uzupełniającej dotychczas niedobory podaży pracy na rynku, mamy coraz więcej sygnałów, że dostępne zasoby pracy nadal się kurczą, a niedobory pracy powiększają. Spadek natężenia ruchu granicznego sugeruje, że potencjał do dalszego dodatkowego przyrostu liczby migrantów ze Wschodu wyczerpuje się. Dynamika płac w gospodarce narodowej wzrosła w 4q17 do 7,1% r/r, najwyższej od 3q08 i wyżej niż w listopadzie przewidywał NBP w horyzoncie całej projekcji inflacyjnej.

- Prognoza średnioterminowa

Mimo napływu imigrantów i rosnącej aktywności zawodowej nierównowaga na rynku pracy będzie w naszej ocenie narastać. Dotychczasowe umiarkowane (biorąc pod uwagę skalę nierównowagi sygnalizowaną przez inne miary rynku pracy) wzrosty płac mogły min. odzwierciedlać efekty włączenia do statystyk od stycznia 2017 osób dotychczas pracujących na tzw. umowach śmieciowych, co zaniżyło wzrost płac o ok. 1pp. Silniejszy trend wzrostowy wynagrodzeń powinien tym samym ujawnić się już na początku br. Wzrosty aktywności zawodowej także mają ograniczoną moc łagodzenia napięć na rynku pracy ze względu na niedopasowanie kwalifikacji osób powracających na rynek pracy do popytu. Biorąc to pod uwagę, a także uwzględniając rosnącą presję płacową w różnych częściach sektora publicznego szacujemy, że nominalna dynamika płac w gospodarce narodowej będzie równie wysoka, co ta obserwowana w sektorze przedsiębiorstw. „Miękkie” sygnały wskazują, że wzrost kosztów pracy przewyższa wzrost wydajności pracy, co (1) znajduje już odzwierciedlenie w wyższych cenach usług (potwierdza to struktura wzrostu inflacji, z wyraźnie wyższą dynamiką wzrostu cen usług), (2) powoduje zapowiedzi podwyżek cen w sektorze przetwórstwa przemysłowego.

- Czynniki ryzyka dla prognozy

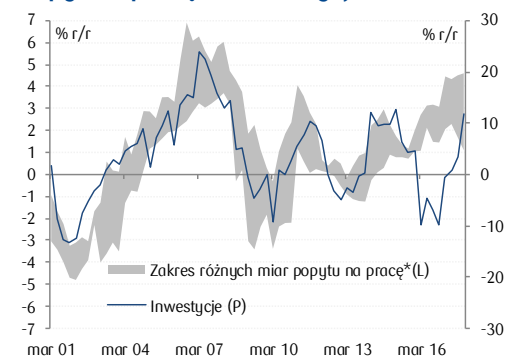
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala i trwałość migracji; (2) zmiany strukturalne procesu ustalania płac; (3) zmiany aktywności zawodowej.

#### Rynek pracy

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2017	2018
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	4,4	4,2	4,5	4,5	2,7	2,6	2,3	2,2	4,5	2,5
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	1,9	1,5	1,0	0,6	0,2	0,0	-0,1	1,5	0,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	8,0	7,0	6,8	6,6	6,9	5,7	5,4	5,9	6,6	5,9
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,4	5,0	4,7	5,0	5,4	4,7	4,5	4,6	5,0	4,6
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,2	56,7	56,7	56,6	56,7	56,9	57,0	57,0	56,6	56,9
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	4,5	5,4	6,0	7,1	7,5	7,9	8,2	7,6	5,7	7,8
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	4,1	5,0	4,9	7,1	7,3	7,6	8,2	7,9	5,3	7,8
ULC (% r/r)	1,7	2,9	1,5	2,8	3,3	3,1	3,3	3,4	2,2	3,3
Wydajność pracy (% r/r)	2,4	2,0	3,3	4,2	3,9	4,4	4,8	4,3	3,0	4,3

Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Popyt na pracę<sup>^</sup> a inwestycje



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. \*z wył. rolnictwa. <sup>^</sup>BAEL za 4q17 - szacunki PKO.

#### Wzrost płac a wzrost wydajności



Źródło: Szybki Monitoring NBP, PKO Bank Polski.

## (4). Procesy inflacyjne

### • Trendy bieżące

W listopadzie inflacja po raz pierwszy od pięciu lat osiągnęła cel inflacyjny NBP (2,5%). Główną przyczyną jej wzrostu były wciąż zmiany cen żywności, paliw i energii (a więc czynniki uznawane przez RPP za egzogeniczne), podczas gdy **inflacja bazowa pozostawała relatywnie stabilna** (0,9% r/r w grudniu vs 1,0% r/r we wrześniu). Grudniowe silne osłabienie inflacji CPI (do 2,1% r/r) było z jednej strony spowodowane wysoką bazą statystyczna z grudnia 2016, z drugiej odwróceniem tendencji wzrostowych na rynkach jaj i masła (ceny tych produktów silnie rosły w drugiej połowie roku ze względu na czynniki jednorazowe).

### • Prognoza średnioterminowa

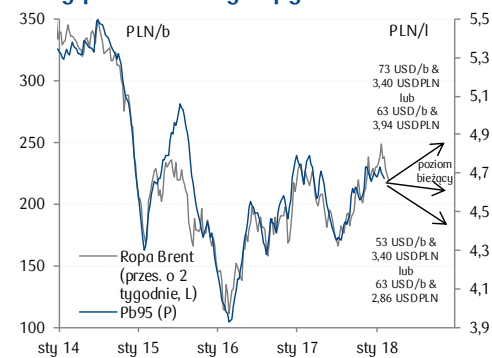
Szybsze niż wcześniej zakładaliśmy osłabienie cen detalicznych nabiału i tłuszczów (czyli produktów, których ceny w ubiegłym roku poszybowały na skutek czynników jednorazowych) oraz brak podwyżek rachunków za wodę w styczniu skłaniają nas do obniżenia prognozy średniorocznej inflacji do 2,0% r/r z 2,3% r/r. Uważamy, że inflacja będzie spadać aż do lutego i może się „otrzeć” o dolny przedział odchyień od celu. Kolejne miesiące powinny przynieść odbicie inflacji, która powróci w okolice celu inflacyjnego w okolicach połowy roku. Wciąż zakładamy, że głównym źródłem wzrostu inflacji będą kategorie bazowe. **Inflacja bazowa będzie przyspieszać do powyżej 2,0% w 4q18** odzwierciedlając rosnące wynagrodzenia (wpływ głównie na ceny usług), a także silny popyt konsumpcyjny i coraz większą dodatnią lukę popytową. Dodatkowy impuls proinflacyjny mógłby wynikać ze wzrostu cen surowców, w szczególności ropy, niemniej z uwagi na wysoką podaż w USA wzrost cen ropy naftowej nie jest naszym bazowym scenariuszem. Jednocześnie, ze względu na nieoczekiwane silne osłabienie inflacji na początku roku nie oczekujemy już, żeby w 2018 r. zbliżyła się ona do poziomu 3,0%.

Wzrost cen surowców i presja kosztowa oznaczają naszym zdaniem, że przyspieszać będzie inflacja PPI, która wzrośnie z okolic 0,0% na przełomie roku do ok. 4% w grudniu. Wzrost cen producentów będzie sprzyjał podnoszeniu cen towarów, nawet pomimo silnej presji konkurencyjnej.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

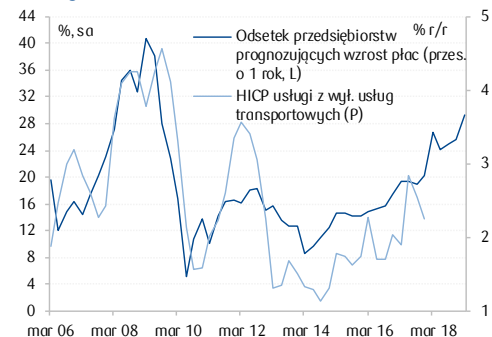
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji pozostają: (1) zmiany kursu PLN, (2) wahania globalnych cen surowców, (3) skala wzrostu presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy, (4) zmiany wag GUS.

### Ceny paliw vs ceny ropy



Źródło: Datastream, BM Reflex, PKO Bank Polski.

### Wzrost presji kosztowej podniesie ceny usług



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.

## Procesy inflacyjne

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2017	2018
Inflacja CPI† (% r/r)	2,0	1,5	2,2	2,1	1,9	2,5	1,8	1,8	2,1	1,8
Inflacja CPI – średnia w okresie (% r/r)	2,0	1,8	1,9	2,2	1,8	2,2	2,1	1,7	2,0	2,0
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,8	0,8	1,1	1,3	0,9	1,0	0,5	0,3	1,0	0,7
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,9	0,5	0,3	0,4	0,3	0,5	0,7	0,3	0,5	0,4
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,2	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	1,2	0,4	0,9
Inflacja bazowa† (% r/r)	0,6	0,8	1,0	0,9	1,1	1,4	1,7	2,2	0,9	2,2
Inflacja PPI† (% r/r)	4,8	1,7	3,2	0,2	1,4	3,6	3,3	4,1	0,2	4,1
Deflator PKB (% r/r)	1,9	1,8	2,2	1,9	1,9	2,0	2,0	2,2	2,0	2,0
ULC (% r/r)	1,7	2,9	1,5	2,8	3,3	3,1	3,3	3,4	2,2	3,3
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,5	-0,5	-0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	-0,3	0,6

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

## (5). Równowaga zewnętrzna

### Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) osłabiło się w grudniu do 0,1% PKB (w ujęciu 12-mies., pierwsza roczna nadwyżka od 1995) przy spadku nadwyżki handlowej (w ujęciu 12-mies. 0,1% PKB), a za sprawą wzrostu nadwyżki na saldzie usług (do 3,9% PKB z 3,7% PKB we wrześniu). Pozytywny efekt przysp. dynamiki eksportu zrównoważył jeszcze wyższy wzrost dynamiki importu, zw. z wyraźnym odbiciem inwestycji i wyższymi cenami surowców w 4q. Dane grudniowe pokazały odbicie na rach. kapitałowym w zw. ze zwiększonym napływem środków z UE.

### Prognoza średnioterminowa

Pomimo zakładanego przez nas wyraźnego spadku salda na rachunku obrotów bieżących na początku roku (napływ 2,2 mld EUR środków unijnych w styczniu 2017 w ramach WPR miał charakter jednorazowy) oczekujemy, że kolejne miesiące przyniosą umocnienie salda obrotów bieżących. Wzrost popytu krajowego oraz cen surowców przekładać się będzie na dalsze przyspieszenie importu. Jednocześnie jednak ożywienie światowego handlu sprzyjać będzie ekspansji eksporterów, a tym samym saldo obrotów towarowych będzie się obniżać jedynie powoli (niemniej już niedługo stanie się ujemne). Oczekujemy również wyhamowania wzrostu transferów płac imigrantów (nierezydentów) za granicę. Kluczowym czynnikiem dla naszej prognozy są zmiany strukturalne mające miejsce po stronie usług (w tym napływ inwestycji w centra usług biznesowych), które przyczyniać się będą do poszerzania nadwyżki na saldzie usług, co umożliwi nieznaczny wzrost nadwyżki na rach. bieżącym. Ożywienie inwestycji (w szczególności publicznych) oraz większy optymizm inwestorów na świecie przełożą się na wzrost napływów środków z UE (saldo kapitałowe) oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Przy wzroście nominalnego PKB nadal oczekujemy kontynuacji spadku relacji zadłużenia zagranicznego do PKB.

### Czynniki ryzyka dla prognozy

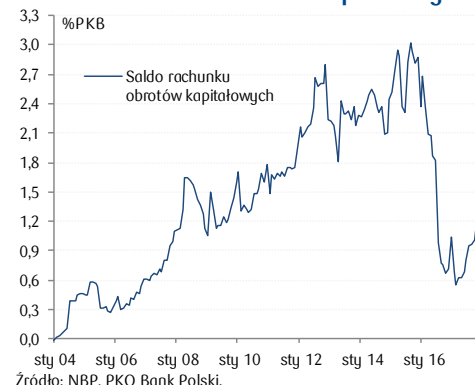
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zmiany kursowe, (2) ceny surowców (w szczególności ropy), (3) działania protekcyjistyczne na świecie.

### Równowaga zewnętrzna

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2017	2018
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	0,1	-0,4	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,3	0,4	0,1	0,4
Bilans handlowy (% PKB)	0,6	0,2	0,4	0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	0,1	-0,4
Eksport (% r/r)	13,8	9,6	11,5	11,0	9,4	8,6	10,5	7,3	11,5	7,3
Import (% r/r)	15,5	13,5	9,4	13,8	10,8	10,7	8,8	10,5	13,0	10,5
Saldo usług (% PKB)	3,1	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,3	4,6	3,9	4,6
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,6	-3,9	-3,8	-3,9	-4,0	-3,8	-3,9	-3,8	-3,9	-3,8
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,6	0,8	1,0	1,3	1,6	2,0	2,2	2,0	1,3	2,0
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,3	0,6	-0,4	-1,7	-1,0	0,0	0,4	0,8	-1,7	0,8
Bezpośrednie inwestycje zagr. netto (% PKB)	0,6	-0,4	0,0	0,4	0,9	1,6	1,5	1,8	0,4	1,8
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	0,5	0,6	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-4,2	-0,1	-0,1	0,7	-0,5	-3,0	-4,3	-4,5	0,7	-4,5
Zmiana rezerw (% PKB)*	-3,2	-0,3	0,5	1,5	0,9	-0,5	-1,4	-1,6	1,5	-1,6
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,8	-0,7	-1,3	-1,3	-1,2	-1,5	-1,5	-1,5	-1,3	-1,5
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,2	70,8	69,4	66,5	64,5	63,5	61,9	60,8	66,5	60,8
Sektor publiczny (% PKB)	30,7	30,0	29,5	28,3	27,4	27,1	26,3	25,9	28,3	25,9
Sektor prywatny (% PKB)	41,5	40,7	39,9	38,2	37,1	36,4	35,6	34,9	38,2	34,9

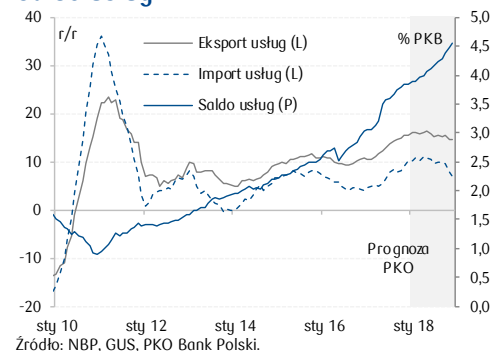
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; \*prezentacja jak w Bilansie Płatniczym - znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

### Saldo rachunku obrotów kapitałowych



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Saldo usług



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

## (6). Polityka pieniężna

### • Trendy bieżące

Po grudniowym spowolnieniu inflacji (pierwszy z trzech miesięcy przejściowego spowolnienia inflacji wywołanego efektami wysokiej bazy z przełomu lat 2016/2017) gołębia retoryka RPP uległa wzmocnieniu. Brak wzrostu inflacji bazowej stanowił (dla części jastrzębich członków Rady) argument za przesunięciem oczekiwań na podwyżkę stóp na dalszą przyszłość. Rada w mniejszym stopniu obawia się również tego, że nie odbiją inwestycje prywatne wskazując jednocześnie, że ożywienie w tym segmencie będzie równoznaczne ze wzrostem wydajności pracy, który będzie hamował presję podażową stanowiąc argument przeciw podwyżkom stóp.

### • Prognoza średnioterminowa

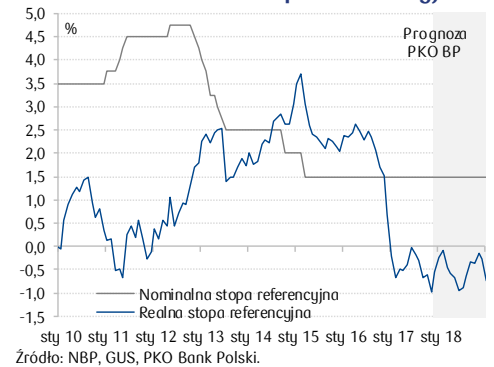
Kluczową zmianą, jaka miała miejsce w polityce komunikacyjnej RPP było przejście z dotychczasowego nastawienia *wait-and-see* (nazywanego również, przez K.Zubelewicza, *wait-and-sleep*) na sformułowane przez A.Głapińskiego na styczniowym posiedzeniu podejście *wait-and-support*. Zmiana ta oznacza, że funkcja reakcji NBP została wyraźnie przesunięta w stronę wzrostu znaczenia wspierania wzrostu gospodarczego. Jednocześnie wypowiedzi przedstawicieli RPP wskazują, że obecny poziom realnych stóp procentowych postrzegany jest przez większość w Radzie jako naturalny. To kreśliłoby długookresową stopę równowagi (stopę neutralną), w ujęciu realnym w okolicach -1%. Ponadto zaprezentowana na styczniowym posiedzeniu interpretacja celu inflacyjnego NBP w ujęciu przedziałowym (to jest 1,5-3,5%) zwiększa prawdopodobieństwo, że Rada nie podniesłaby stóp nawet po osiągnięciu przez inflację CPI poziomu 3% (na co i tak nie zanoszą się w tym roku). Dodając do tego ostatnie umocnienie kursu złotego, które w swym oddziaływaniu jest podobne do podwyżki stóp, szanse na zacieśnienie polityki pieniężnej w tym roku wyraźnie spadły.

Nieprzejednanie gołębia retoryka Rady, zmiana jej funkcji reakcji (wyższa waga wzrostu PKB oraz postrzeganie obecnego poziomu stóp za neutralny, por. zmodyfikowaną regułę Taylora, wykres na marginesie), umocnienie kursu złotego oraz strukturalna zmiana w saldzie usług prowadząca do utrzymania stabilnej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w kolejnych kwartałach ograniczają w naszej ocenie prawdopodobieństwo podwyżek w 2018 i oznaczają, że RPP wstrzyma się z pierwszą podwyżką stóp przynajmniej do 2019.

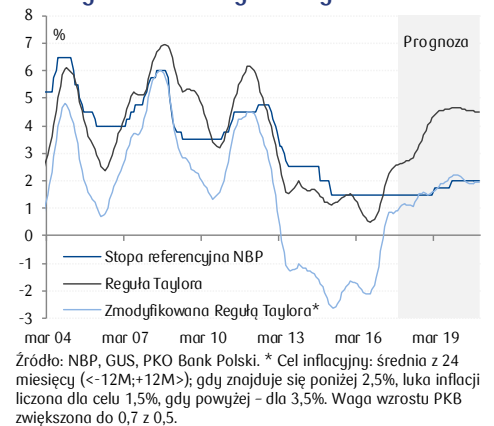
### • Czynniki ryzyka dla prognozy

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) zmiany stopy oszczędności gospodarstw domowych, (5) polityka EBC.

### Realna i nominalna stopa referencyjna



### Zmodyfikowana reguła Taylora



### Polityka pieniężna

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2017	2018
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 (%)	-0,49	-0,03	-0,68	-0,55	-0,43	-0,95	-0,31	-0,25	-0,55	-0,25
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	0,94	0,72	0,52	0,61	0,42	0,15	-0,21	-0,67	0,61	-0,67
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	9,5	5,8	2,8	3,1	-0,2	4,4	2,8
Nominalny PKB (% r/r)	6,1	5,9	7,2	7,3	6,5	6,6	6,9	6,5	6,6	6,6

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

## (7). Polityka fiskalna

### Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA) w 3q17 obniżył się do rekordowo niskiego poziomu 1,3% PKB (z 1,8% PKB po 2q17). Wynik strukturalny pierwotny wyniósł +0,5% PKB (wobec +0,2% PKB po 2q17), co potwierdza dalsze nieznacznie antycykliczne działanie polityki fiskalnej. Wydatki publiczne w relacji do PKB wyniosły 40,6% PKB (4 kw. skum.) i w tym ujęciu były ponownie rekordowo niskie. Jednocześnie szacunkowe dane o wykonaniu deficytu budżetu państwa w całym 2017 pokazały, że deficyt budżetowy ukształtował się na poziomie 25,4 mld zł. Na lepsze od założeń (59,4 mld zł w ustawie budżetowej na 2017) wykonanie budżetu państwa złożyły się (1) cykliczna poprawa dochodów, (2) poprawa ściągłości podatków, (3) rekordowa wypłata z zysku NBP. Po tym jak dług Skarbu Państwa w ujęciu absolutnym obniżył się w 2017 spodziewamy się, że **dług publiczny na koniec 2017 (wg ESA) mógł się także po raz pierwszy w historii obniżyć** (pomijając przejęcie części aktywów OFE w 2014), osiągając w relacji do PKB 50,8% PKB (wobec 54,1% PKB na koniec 2016).

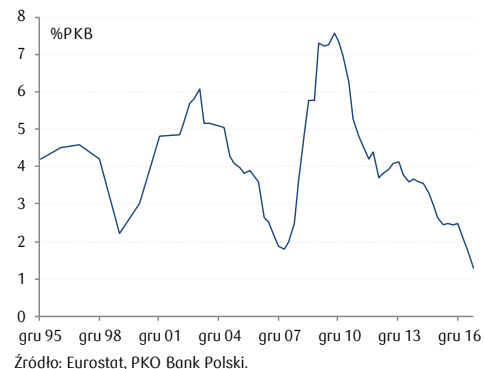
### Prognoza średnioterminowa

Szacujemy, że deficyt fiskalny w 2018 pozostanie względnie stabilny (-1,9% PKB w 2018 wobec szacowanego przez nas -1,7% PKB w 2017 z asymetrycznym bilansem ryzyk w kierunku lepszego odczytu), a jego minimalny wzrost implikować będzie niewielkie poluzowanie fiskalne. Na końcowy wynik sektora publicznego w tym roku wpływ będzie mieć skala wzrostu wydatków inwestycyjnych (głównie poza budżetem państwa) oraz koszty ubiegłorocznego obniżenia wieku emerytalnego. Dalszy wzrost dochodów będzie możliwy dzięki kontynuacji mocnego ożywienia gospodarczego oraz dalszej poprawie ściągłości podatków. **Relacja dług/PKB powinna się dalej obniżyć do 49,6% PKB**, również dzięki wysokiemu nominalnemu wzrostowi PKB.

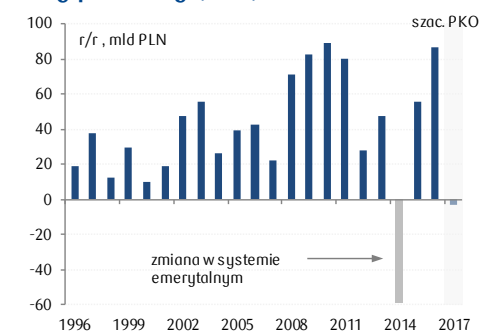
### Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki ryzyka to: (1) skala poprawy ściągłości podatków, (2) tempo absorpcji środków z UE (wobec potencjalnego braku zasobów pracy i mocy produkcyjnych firm, szczególnie w sektorze budownictwa); (3) wahania PLN i rentowności obligacji skarbowych.

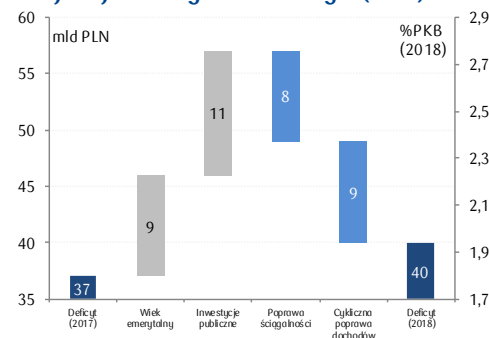
### Deficyt publiczny (ESA)



### Dług publiczny (ESA)



### Projekcja deficytu fiskalnego (ESA)



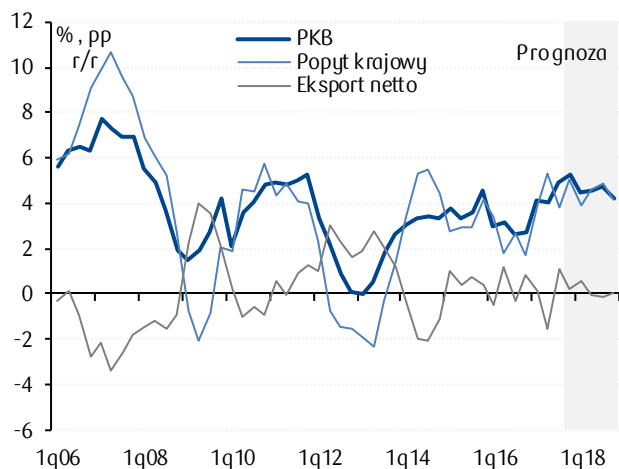
## Polityka fiskalna†

	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	3q18	4q18	2017	2018
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,1	-1,7	-1,3	-1,7	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,7	-1,9
Dochody (% PKB, ESA2010)	39,0	39,1	39,3	39,5	39,4	39,6	39,8	40,3	39,5	40,3
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,0	40,9	40,6	41,2	41,3	41,5	41,7	42,2	41,2	42,2
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,1	0,1	0,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,7
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	53,7	53,2	52,0	50,8	49,8	49,3	48,6	49,6	50,8	49,6
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,3	x	x	x	-2,0	-1,3	-2,0
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,3	x	x	x	-2,0	-1,3	-2,0
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	49,1	x	x	x	48,1	49,1	48,1

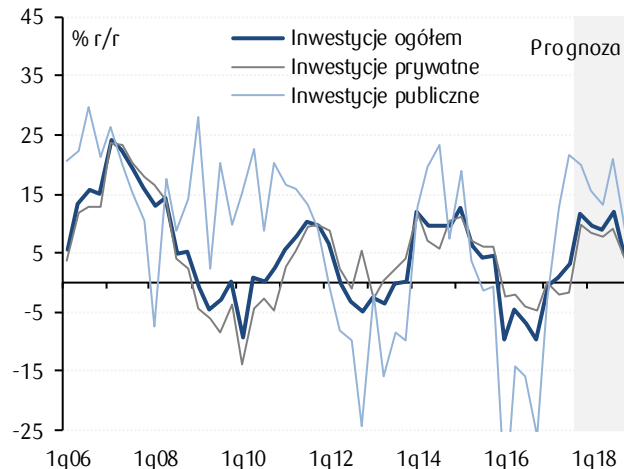
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.



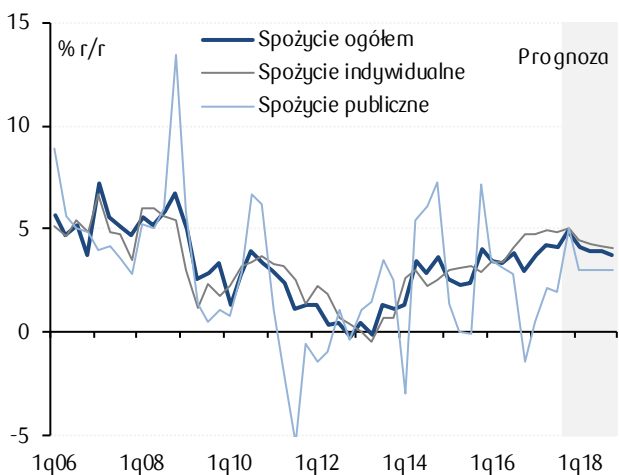
**Realny PKB**



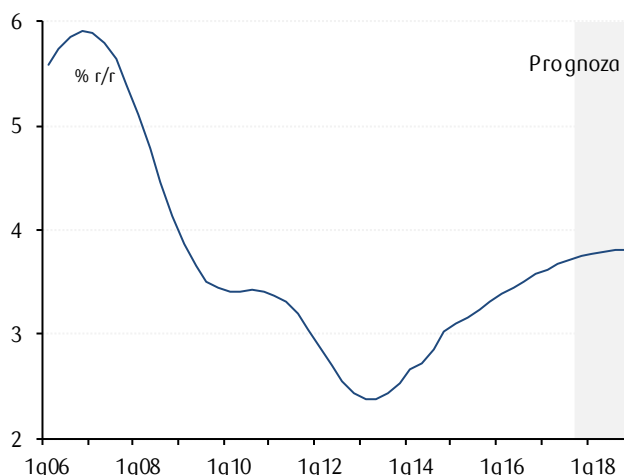
**Popyt inwestycyjny**



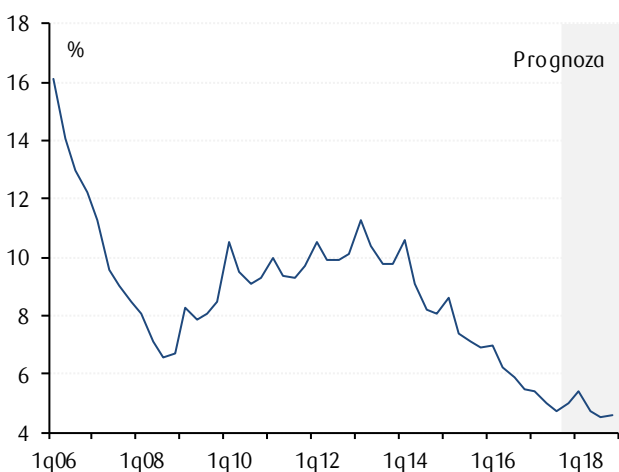
**Popyt konsumpcyjny**



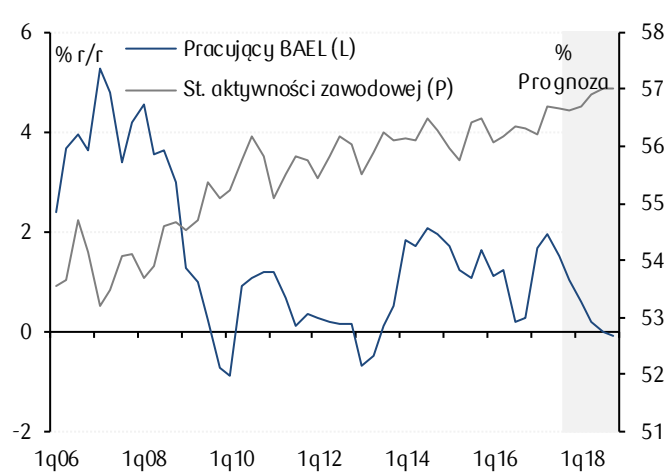
**Produkt potencjalny\***



**Stopa bezrobocia BAEL\*\***

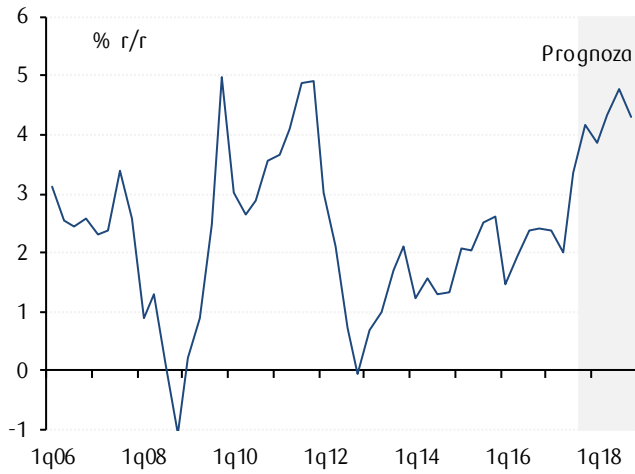


**Pracujący BAEL i aktywność zawodowa\*\***

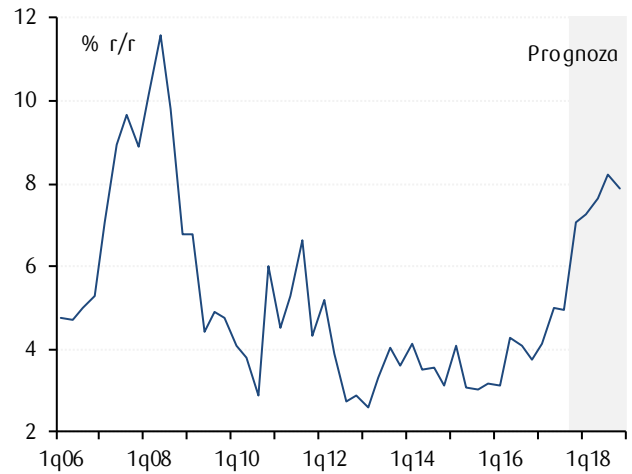


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych, \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

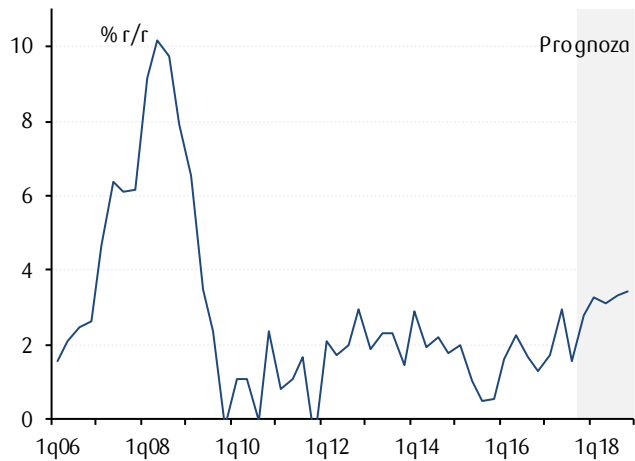
**Wydajność pracy\***



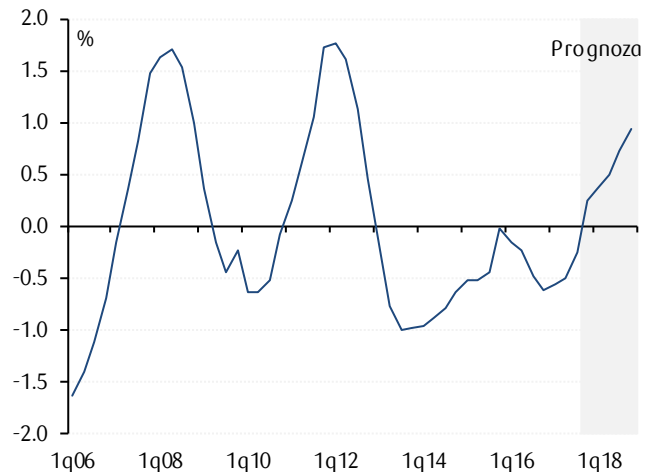
**Płace w gospodarce narodowej**



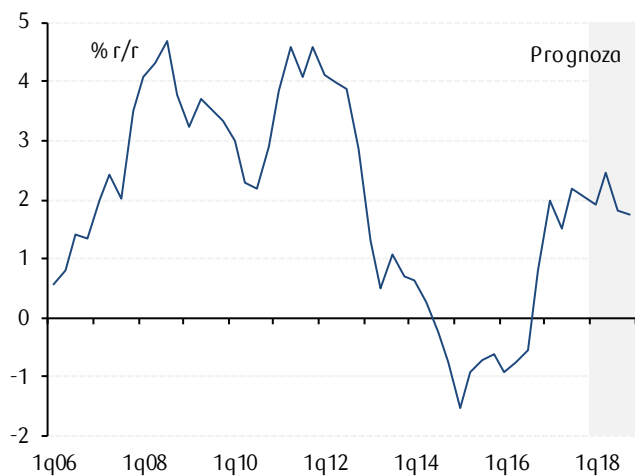
**Jednostkowe koszty pracy\***



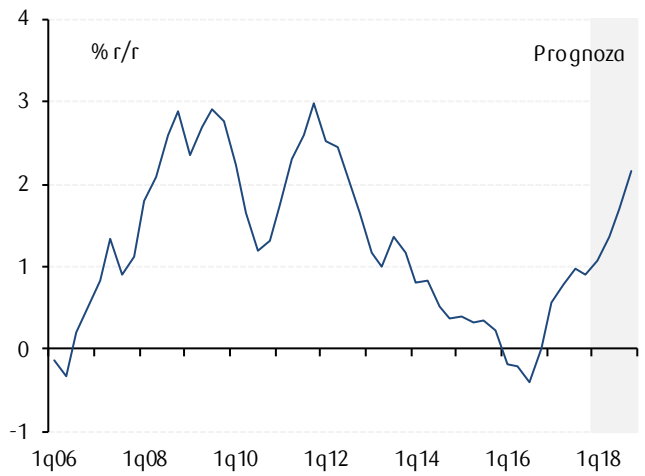
**Luka popytowa**



**Inflacja CPI**

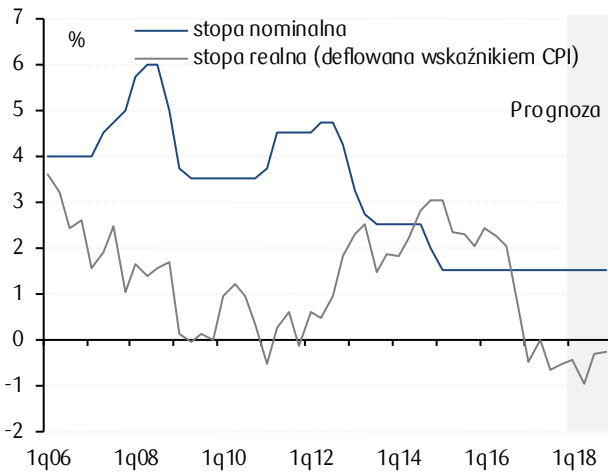


**Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)**

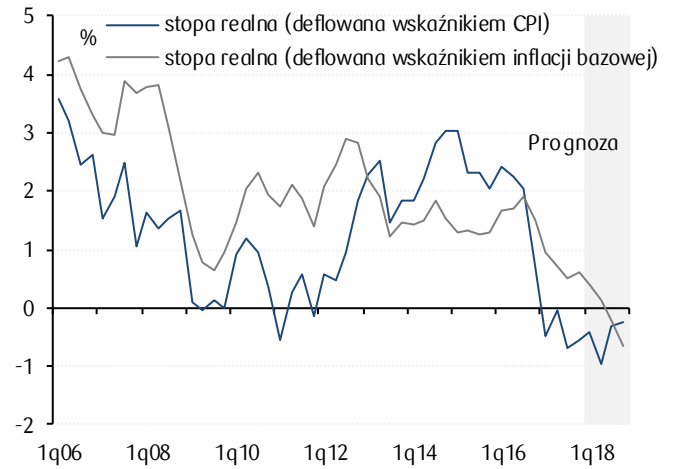


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

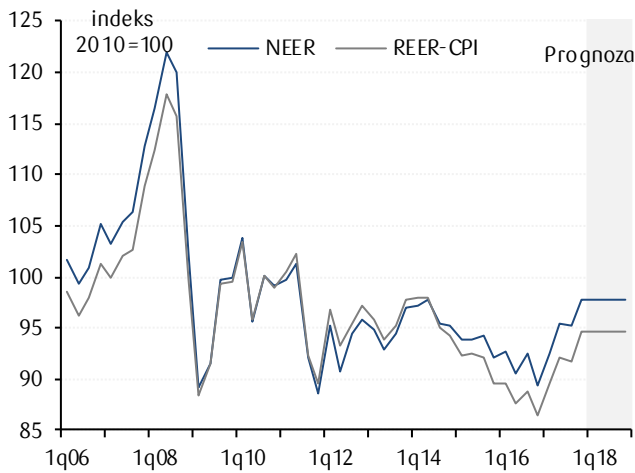
Stopy nominalne vs. realne



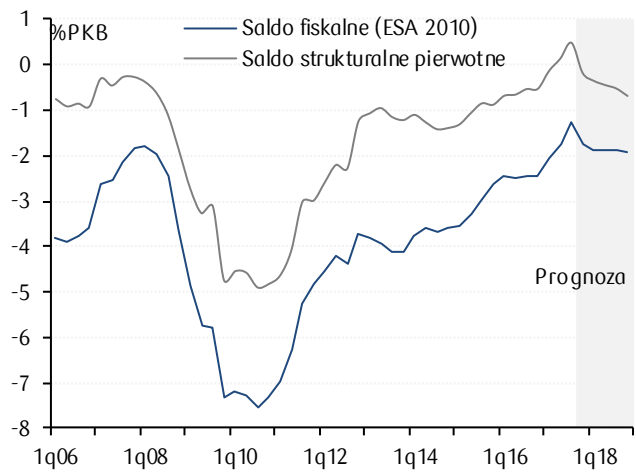
Stopy realne



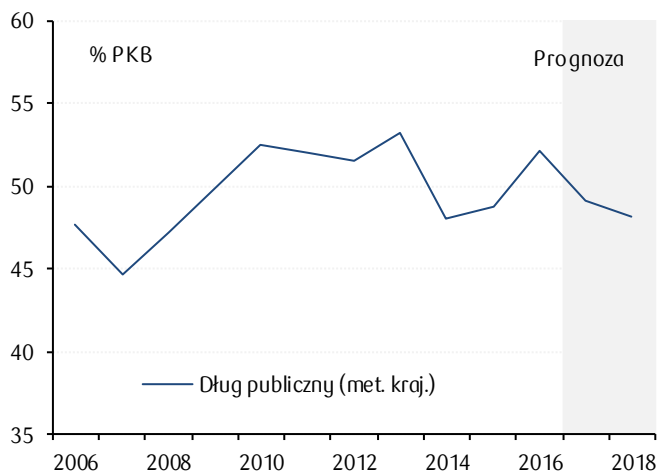
Założenia dotyczące NEER i REER\*



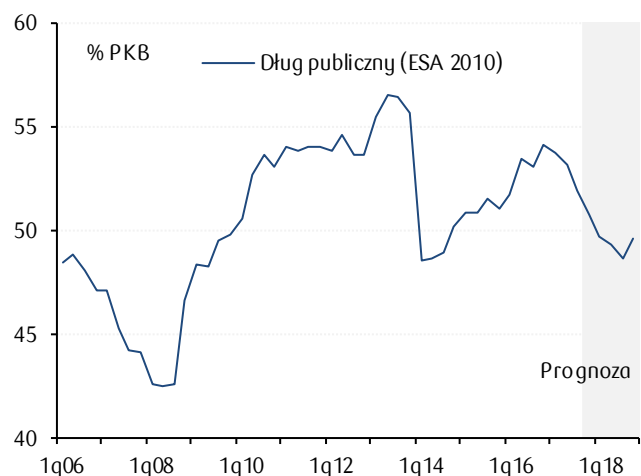
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)



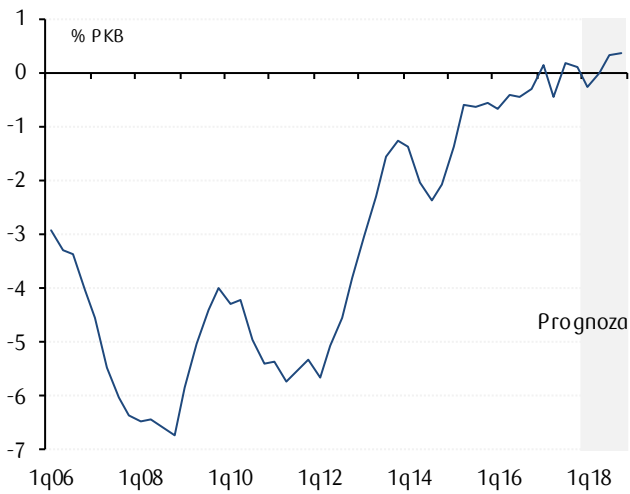
Dług publiczny (ESA 2010)



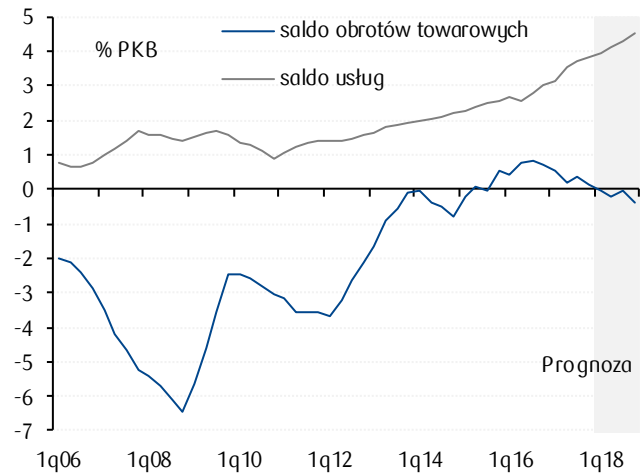
Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski \*wzrost oznacza aprecjację.



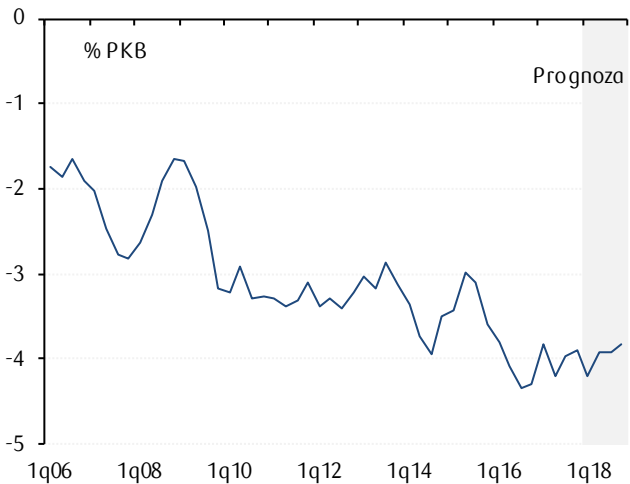
**Saldo rachunku obrotów bieżących**



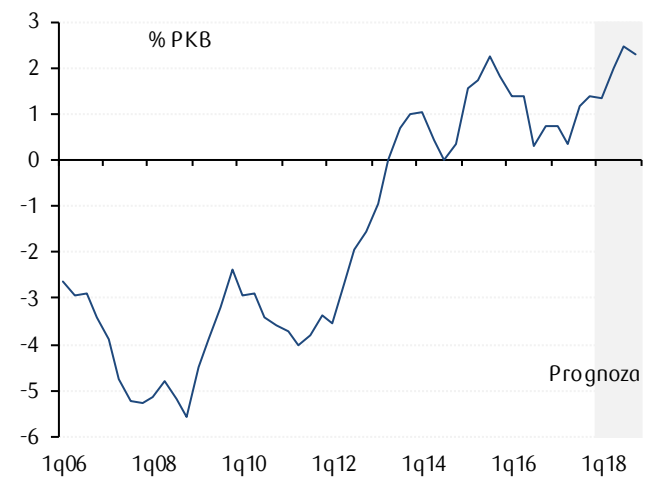
**Saldo handlu zagranicznego**



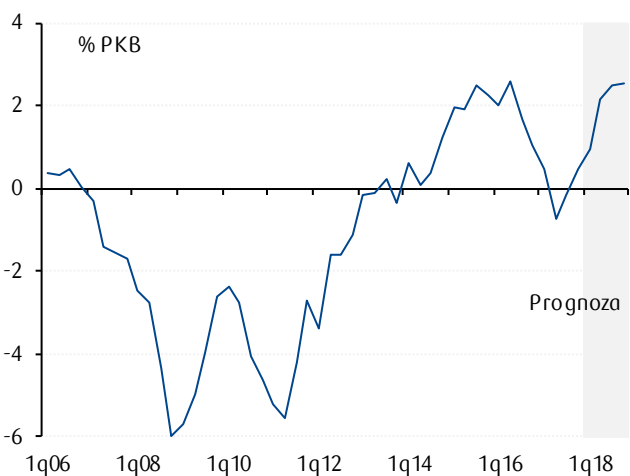
**Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych**



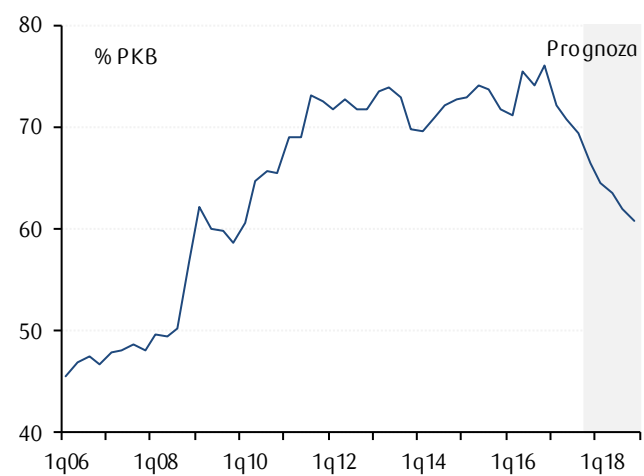
**Saldo CAB i CAP<sup>\*</sup>**



**Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR<sup>\*</sup>**



**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
<b>Sfera realna</b>										
Realny PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,6
Popyt krajowy (% r/r)	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,7	4,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,8	4,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,4	8,2
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	2,4	2,2	3,3	0,0	0,3	4,3	3,5	1,0	4,4	4,7
Zapasy (pkt. proc.)	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,4	-0,2	1,2	0,3	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,7	0,1	0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,2	3,5	3,7	3,8
Nominalny PKB (mld PLN)	1362	1445	1567	1629	1657	1720	1799	1859	1982	2114
<b>Rynek pracy</b>										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,9	-0,4	0,0
Pracujący BAEL (% r/r)	0,4	0,6	0,6	0,2	-0,1	1,9	1,4	0,7	1,5	0,2
Wsk. akt. zawodowej (%)	54,9	55,8	55,5	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,6	56,9
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	5,0	4,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,9
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,8
Wydajność pracy (% r/r)	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,3	2,1	3,0	4,3
ULC (% r/r)	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,2	1,0	1,7	2,2	3,3
<b>Procesy inflacyjne</b>										
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,0
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,7
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	0,4
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,9
Inflacja bazowa (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	1,5
Deflator PKB (% r/r)	3,9	2,4	3,2	2,4	0,4	0,6	0,7	0,4	2,0	2,0
<b>Agregaty monetarne</b>										
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
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
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,8	2,6	4,9
Kredyty ogółem (mld PLN)	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,4	1240,9
Kredyty ogółem (% r/r)	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	5,8
Depozyty ogółem (mld PLN)	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1265,7
Depozyty ogółem (% r/r)	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	6,0
<b>Bilans płatniczy</b>										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	0,4
Bilans handlowy (% PKB)	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,1	-0,4
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	1,2	0,4	1,8
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	58,7	65,5	72,5	71,7	69,8	72,7	71,8	75,9	66,5	60,8
<b>Polityka fiskalna</b>										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-1,9
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-4,9	-2,3	-1,1	-1,6	-1,6	-0,9	-0,8	-0,1	-0,3
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-4,7	-4,8	-3,0	-1,2	-1,2	-1,4	-0,9	-0,5	-0,2	-0,7
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,3	51,1	54,1	50,8	49,6
<b>Polityka pieniężna</b>										
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	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	0,69	-0,55	-0,25
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,61	-0,67
Stopa lombardowa (%)	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	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	4,4	2,8

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, usługa 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 Powołaną Kasę Oszczędności Banku Polskiego Spółka Akcyjna, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.