

Oстрыm kursem pod wiatr

- **Globalny wzrost gospodarczy spowalnia i w otoczeniu jest wiele czynników ryzyka.** Chińska gospodarka rosla w 4q18 najwolniej od lat 90. Niemcy stanęły na krawędzi recesji. Istotnym źródłem zaskakująco słabych wyników tych gospodarek są „wojny handlowe”, a w tym obszarze można niedługo spodziewać się przynajmniej „taktycznego rozejmu”. Ponadto, rozpoczęta przez władze w Pekinie stymulacja (m.in. redukcja podatków oraz obniżki stopy rezerw obowiązkowych banków) powinna pobudzić aktywność gospodarczą Państwa Środka od 2-3q19. Ustąpi również działanie przejściowych czynników wywierających negatywny wpływ na niemiecką gospodarkę (nowe normy emisji spalin, zaburzenia w przemyśle farmaceutycznym i najniższy od dziesięcioleci poziom wody w rzekach). Z kolei gospodarce amerykańskiej służyć będzie wyhamowanie normalizacji polityki Fed i zakończenie government shutdown. Z okresu, gdy większość danych z globalnej gospodarki mocno rozczarowywała, przechodzimy do fazy, gdy oczekiwania stały się na tyle niskie, że coraz bardziej prawdopodobne stają się pozytywne niespodzianki, które będą poprawiać nastroje. Podstawami konstruktywnego spojrzenia na gospodarce perspektywę USA i strefy euro na resztę tego roku są: doskonała kondycja gospodarstw domowych, która stabilizuje konsumpcję (kluczową z punktu widzenia dynamiki PKB), i fakt, że problemy przemysłu nie rozlały się na inne obszary gospodarki.
- **Pogorszenie otoczenia zewnętrznego oznacza, że krajowa gospodarka porusza się coraz bardziej „pod wiatr”.** Skala spowolnienia wzrostu PKB w 2h18 była jednak minimalna. Zapowiedź luzowania fiskalnego oznacza, że po przejściowym spowolnieniu w 1q19, polska gospodarka zwinnie przehalsuje przez okres gorszej koniunktury na świecie, a w całym 2019 wzrost PKB przekroczy 4%.
- **Rynek pracy doszedł do ściany.** Dynamika pracujących w 4q18 (wg BAEL) wyhamowała do zera. Ograniczenia podaźowe stają się głównym determinantem dla rynku pracy i sugerują, że 2019 przyniesie niespotykany dotąd w Polsce duet w postaci ujemnej dynamiki pracujących i wciąż wysokiej dynamiki płac.
- **Inflacja – wielki nieobecny.** Przełożenie presji popytowej na inflację nadal jest znikome. W połączeniu z „zamrożeniem” cen prądu oznacza to, że inflacja w 2019 będzie dużo niższa niż wcześniej oczekiwano. W połączeniu z zapowiedzianym luzowaniem fiskalnym oznacza to wg nas, że stopy procentowe NBP jeszcze długo nie wzrosną, a jednocześnie oczekiwania na obniżki stóp są bezzasadne.
- **Najlepszy w historii rok dla finansów publicznych.** Uwzględniając najniższy w historii deficyt budżetu państwa w całym 2018 (nominalnie i w relacji do PKB), także wynik całego sektora finansów publicznych będzie prawdopodobnie rekordowo dobry. Dokonana na przestrzeni ostatnich lat strukturalna poprawa kondycji finansów publicznych, wsparta cykliczną poprawą dochodów, umożliwia wdrożenie pakietu fiskalnego. Nie spowoduje ono – nawet w świetle naszych ostrożnych szacunków – ani konieczności nowelizacji budżetu na 2019, ani naruszenia unijnego limitu dla deficytu fiskalnego.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

 @PKO_Research

Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu

Marcin Czaplicki
Ekonomista

Urszula Kryńska
Ekonomistka

Michał Rot
Ekonomista

Pakiet fiskalny na lata 2019-2020

mld zł	2019		2020	
	(min)	(max)	(min)	(max)
Rozszerzenie programu 500+ Emerytura+	9,6	9,6	19,0	19,0
Zwolnienie z PIT dla osób poniżej 26 roku życia	-	-	3	3
Redukcja składki PIT w I progu podatkowym	-	-	0	8
Podwojenie kosztów uzyskania przychodu	-	-	4	4
Przywrócenie lokalnego transportu publicznego	0	1	1	1
Łącznie	19,7	20,7	27,0	45,1
Łącznie (%PKB)	0,9	0,9	1,1	1,9

Źródło: PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

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

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

(1). Otoczenie zewnętrzne

Trendy bieżące

Globalny wzrost gospodarczy nadal spowalnia, a główne banki centralne łagodzą retorykę. Dynamika PKB Chin w 4q18 (6,4% r/r) była najsłabsza od lat 90. Był to wynik opóźnionych efektów zaostrzenia polityki pieniężnej na przełomie 2017/2018 oraz „wojny handlowej” z USA. Władze w Pekinie podejmują działania mające na celu poprawę koniunktury (stymulacja fiskalna i monetarna, rozmowy z USA). „Wojny handlowe” pośrednio dotknęły również strefę euro. Włochy wpadły w recesję, a Niemcy się o nią otarli (po spadku PKB w 3q18, szacunek za cały 2018 sugeruje nieznaczny wzrost w 4q18). Miesięczne dane (produkcja, zamówienia i nastroje) wskazują na dalsze pogorszenie kondycji przemysłu na początku 2019. EBC powrócił do negatywnej oceny bilansu ryzyka dla perspektyw inflacji i złagodził retorykę. Na takim tle gospodarka USA pozostaje relatywnie silna. Wzrost PKB w 4q18 spowolnił mniej niż oczekiwano. Niemniej, oznaki słabości przemysłu, *government shutdown*, oraz napływ rekordowo zimnego polarnego powietrza osłabiły koniunkturę na początku 2019, prowadząc (wraz z odwróceniem trendu wzrostowego na rynku akcji w 4q18) do zmiany retoryki FOMC w styczniu (po grudniowej podwyżce stóp i jastrzębich sygnałach z jesieni), a w konsekwencji rynek przestał wyceniać dalsze podwyżki stóp Fed.

Prognoza średnioterminowa

Oczekujemy stabilizacji globalnej koniunktury w dalszej części 2019, przy efektach stymulacji w Chinach oraz wygaśnięciu przejściowych, negatywnych czynników w Niemczech. Obawy o kondycję globalnej i amerykańskiej gospodarki spowodują wg nas, że Fed przerwie cykl podwyżek stóp, a wznowi go (1-2 podwyżki) w dalszej części roku tylko pod warunkiem porozumienia handlowego z Chinami oraz ustanowienia programu inwestycji infrastrukturalnych. Pogorszenie perspektyw wzrostu w strefie euro oznacza, że EBC może w tym roku poprzestać tylko na „technicznej” podwyżce ujemnej stopy depozytowej, a główna stopa refinansowa pozostanie na poziomie 0% jeszcze przez długi czas. W 1h19 może zostać ogłoszony kolejny program TLTRO, wspierający płynność europejskiego sektora bankowego. Obawy o kondycję chińskiej gospodarki skłonią władze w Pekinie do dalszej stymulacji monetarnej i fiskalnej. Łuzowanie warunków płynnościowych zwiększałoby ryzyko kryzysu w średnioterminowej perspektywie.

Źródła niepewności dla prognozy

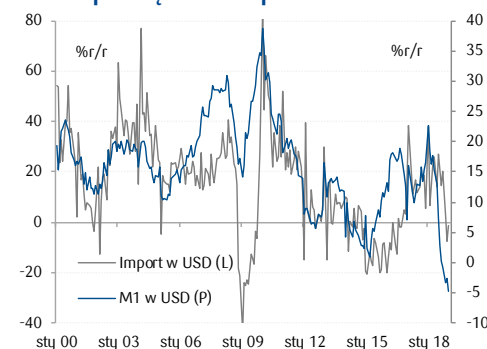
Głównymi źródłami niepewności są: (1) działania protekcyjnych i ew. eskalacja „wojen handlowych”, (2) korekta cen aktywów, (3) realizacja scenariusza „twardego” brexitu, (4) zaostrzenie problemów Włoch.

Otoczenie zewnętrzne

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	2,4	2,2	1,6	1,2	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	1,4
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,3	1,7	2,1	1,9	1,5	1,5	1,4	1,4	1,9	1,4
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
USA: Realny PKB* (% r/r)	2,2	4,2	3,4	2,5	1,8	2,5	2,2	2,0	2,9	2,4
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,2	2,7	2,6	2,2	2,2	1,8	1,9	2,1	2,2	2,0
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,75	3,00	3,00	2,50	3,00
Chiny: Realny PKB (% r/r)	6,8	6,7	6,5	6,4	6,0	6,1	6,3	6,3	6,6	6,1
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	2,2	1,8	2,3	2,2	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,10	4,10	4,10	4,35	4,10

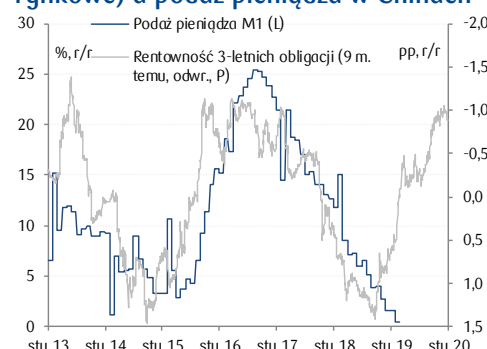
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * k/k SAAR

Podaż pieniądza a import Chin



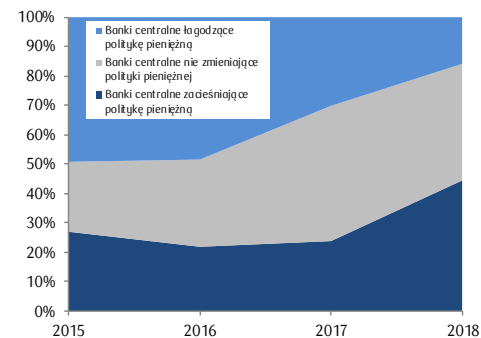
Źródło: Datastream, Macrobond, PKO Bank Polski.

Rentowność obligacji (oczekiwania rynkowe) a podaż pieniądza w Chinach



Źródło: Datastream, Bloomberg, PKO Bank Polski.

Zmiana polityki pieniężnej (banki centralne 65 największych gospodarek)



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

• Trendy bieżące

Krajowa gospodarka weszła w fazę łagodnego spowolnienia gospodarczego. Roczna dynamika PKB w 4q18 obniżyła się tylko nieznacznie do 4,9% r/r z 5,1% r/r w 3q18. Kwartalna dynamika spadła jednak wyraźnie do 0,5% z 1,6% (2,0% k/k saar vs 6,6% k/k saar w 3q18), co należy wiązać z drastycznym pogorszeniem koniunktury u głównych partnerów handlowych, w szczególności w Niemczech. Dynamika konsumpcji w 4q18 osłabła (do 4,3% r/r z 4,5% r/r w 3q18), ale jej wkład do wzrostu PKB ogółem był nadal największy (2,2pp). Spowolnienie konsumpcji odzwierciedla wygaśnięcie pozytywnych impulsów wzrostowych (stabilne, chociaż wciąż bardzo dobre nastroje konsumentów, stabilizacja bezrobocia i wzrostu wynagrodzeń). Wkład inwestycji do wzrostu był stabilny na wysokim poziomie (1,7pp w 3q i 4q), przy spadku dynamiki do 6,7% r/r w 4q18 z 9,9% r/r w 3q18, pomimo rekordowego wykorzystania mocy wytwórczych, solidnego wzrostu wartości dodanej w budownictwie (+13,3% r/r) i postępującej intensyfikacji wykorzystania funduszy UE.

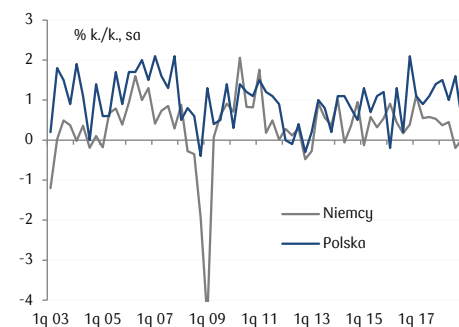
• Prognoza średnioterminowa

Miesięczne dane za styczeń wspierają naszą prognozę, zakładającą wyhamowanie tempa wzrostu PKB poniżej 4,0% r/r w 1q19. Kolejne kwartały, w tym głównie 2h19, powinny przynosić coraz lepsze wyniki gospodarki zarówno ze względu na pozytywne czynniki wewnętrzne (szczyt wykorzystania środków unijnych i luzowanie fiskalne), jak i mniej niekorzystne czynniki zewnętrzne (oczekiwana stabilizacja globalnej koniunktury). W drugiej połowie 2019 czynnikiem, który powinien podbić dynamikę konsumpcji powyżej 5,0% r/r, będzie zapowiedziane rozszerzenie programu Rodzina 500+ i wypłaty w ramach programu Emerytura+. Impuls fiskalny zapowiedziany na lata 2019-2020 jest większy od naszych pierwotnych założeń, dlatego podnosimy prognozę PKB na 2019 z 3,7% do 4,1% (przy wyższej dynamice konsumpcji i niższym wkładzie eksportu netto).

• Źródła niepewności dla prognozy

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

Wzrost PKB w Polsce i w Niemczech



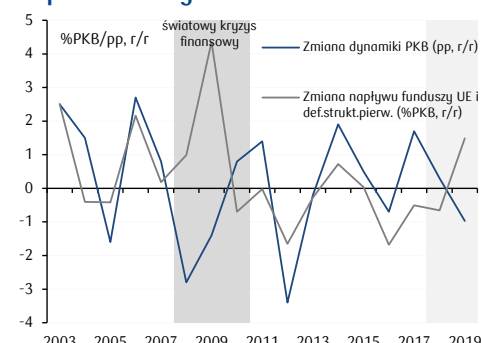
Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Wpływ pakietu fiskalnego na PKB

	2018	2019	2020
Poprzednia prognoza wzrostu PKB	5,1	3,7	2,9
+impuls fiskalny (%PKB)		1,2	0,8
Nowa prognoza wzrostu PKB	5,1	4,1	3,2

Źródło: PKO Bank Polski.

Impuls fiskalny a wzrost PKB



Źródło: PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Realny PKB (% r/r)	5,3	5,1	5,1	4,9	3,8	4,0	4,1	4,4	5,1	4,1
Popyt krajowy (pkt. proc.)	6,3	4,2	6,0	4,7	4,7	4,6	4,8	5,1	5,3	4,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,7	4,9	4,5	4,3	4,0	4,5	4,6	5,5	4,6	4,6
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,5	4,2	5,0	4,7	3,6	4,0	4,4	5,1	4,6	4,3
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,2	4,7	9,9	6,7	5,9	6,3	7,5	7,9	7,3	7,1
Publiczne [†] (% r/r)	22,9	20,6	29,5	19,5	3,9	3,7	5,9	4,6	22,8	4,7
Prywatne [†] (% r/r)	5,3	0,4	3,2	2,8	6,4	7,1	8,2	9,1	2,8	8,0
Zapasy (pkt. proc.)	1,8	0,0	1,0	0,0	1,1	0,6	0,4	0,0	0,7	0,5
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,0	0,9	-0,9	0,2	-0,9	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2	-0,7
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,5	7,0	5,3	5,4	4,6	3,7	4,8	4,9	5,8	4,5
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,5	-0,2	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5	-0,1	0,3

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

(3). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Dane za 4q18 potwierdziły nasilenie ograniczeń podaźowych na krajowym rynku pracy. Na koniec 2018 stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 5,8%, a stopa bezrobocia wg BAEL 3,8%. Obie miary były najniższe w historii dla analogicznych okresów (grudzień dla bezrobocia rejestrowanego i 4q dla bezrobocia BAEL). Tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w 4q18 nadal hamowało i wyniosło 3,0% r/r wobec przeciętnie 3,7% r/r w 1-3q18. Dane BAEL prezentujące szerszy obraz rynku pracy pokazały, że w 4q18 dynamika zatrudnienia wyhamowała do 0% r/r i była najniższa od 2q13. Dane można traktować jako dowód, że niemal wszystkie dostępne na krajowym rynku pracy wolne zasoby zostały wykorzystane.

Ostatnie dane kreują nieco mniej spójny niż dotychczas obraz strony popytowej rynku pracy. Z jednej strony w 4q18 ilość wakatów była najniższa od dwóch lat. Z drugiej strony, badania koniunktury (Szybki Monitoring) wskazują na coraz silniejszą dominację firm planujących wzrost zatrudnienia nad tymi, które planują je ograniczać (a więc na potrzebę dalszego zwiększania liczby etatów). Odzwierciedleniem wciąż silnego popytu i ograniczonej podaży pracy było w 4q18 przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń do 7,1% r/r w całej gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw.

• Prognoza średnioterminowa

Dane o migracji (preferencje migracyjne Ukraińców, ilość zarejestrowanych w ZUS cudzoziemców, dane o ruchu granicznym) wskazują, że napływ cudzoziemców na krajowy rynek pracy może wyhamowywać i w coraz mniejszym stopniu zaspokajać wciąż rosnący popyt na pracowników. Przyszła sytuacja na rynku pracy staje się tym samym coraz bardziej zależna od zmian w poziomie aktywności zawodowej, a te nie są w ostatnim czasie korzystne. Grupy w których aktywność w Polsce najbardziej odbiega w dół od przeciętnych w UE to osoby młode (do 24 r.), starsze (powyżej 55 r.) i kobiety. Część zmian zapowiedzianych w pakiecie fiskalnym powinno stymulować poprawę aktywności wśród młodych i kobiet, jednak długoterminowo konieczna jest także aktywizacja osób powyżej 54 r. **Bariery podaźowe zestawione z deklaracjami, że blisko 40% firm chce zwiększać w tym roku zatrudnienie, to główne determinanty naszych prognoz dla rynku pracy na 2019: ujemna dynamika pracujących w gospodarce (wg BAEL), stabilizacja stopy bezrobocia i wciąż wysoka dynamika wynagrodzeń (ponad 6% r/r).**

• Źródła niepewności dla prognozy

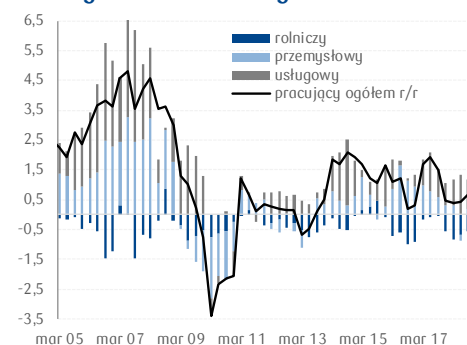
Główne źródła niepewności dla prognozy to: (1) skala zmian salda migracji; (2) polityka płacowa w sektorze publicznym i prywatnym.

Rynek pracy

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

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

Zmiany zatrudnienia wg BAEL



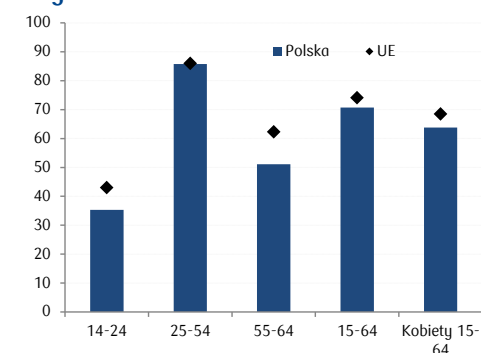
Źródło: GUS, PKO Bank Polski,

Preferencje migracyjne Ukraińców



Źródło: Google Trends, PKO Bank Polski,

Aktywność zawodowa w PL vs UE



Źródło: Eurostat, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Przełom 2018/2019 przyniósł wyraźne obniżenie inflacji CPI za sprawą efektów wysokiej bazy i czynników regulacyjnych. Po ubiegłorocznym szczycie w 3q18 (2,0% r/r od czerwca do sierpnia) ostatni kwartał 2018 przyniósł wyraźny spadek inflacji CPI, do zaledwie 1,1% r/r w grudniu (całoroczne minimum). Nastąpiło to w wyniku spadku dynamiki cen we wszystkich głównych kategoriach: obniżenie cen ropy pociągnęło w dół ceny paliw, efekty bazy ograniczyły inflację żywności pomimo efektów letniej suszy, niższy od sezonowego wzorca wzrost cen opału ograniczył tempo wzrostu cen energii. Spadła również inflacja bazowa (0,6% r/r w grudniu vs 0,8% r/r we wrześniu), w przypadku której otwarta (dodatnia) luka popytowa oraz rosnące wynagrodzenia przekładały się na przyspieszenie wzrostu cen tylko w nielicznych kategoriach i nie zrównoważyło to spadków cen w łączności oraz rekreacji i kulturze. Koniec roku zdominowała dyskusja nt. podwyżek cen energii, którym zapobiec ma wprowadzona na koniec grudnia (i znowlizowana w marcu) ustawa. W rezultacie, w styczniu zamiast oczekiwanego wcześniej gwałtownego przyspieszenia, inflacja CPI spadła do 0,9% r/r.

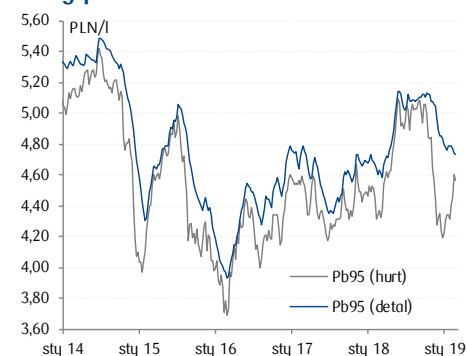
• Prognoza średnioterminowa

Determinacja rządu ws. utrzymania cen prądu na niezmiennym poziomie oraz bardzo ograniczone przełożenie rosnącej presji popytowej i podażowej na ceny w kategoriach bazowych oznaczają, że **inflacja CPI w 2019 może być dużo niższa niż wcześniej oczekiwano**. Dużą rolę w 2019 będą odgrywały efekty statystyczne dla cen paliw (niska baza), które wydzwigną inflację CPI w okolice 1,5-2,0% r/r w marcu-maju (w zależności od terminu wprowadzenia rozporządzeń ws. cen energii oraz tego, czy spółki paliwowe będą nadal redukowały zmienność cen paliw), a w 2h19 będą stanowić czynnik powstrzymujący jej narastanie (przy założeniu umiarkowanego wzrostu cen ropy w stronę 70 USD/b do końca roku). Stabilizacja kursu złotego w ostatnich miesiącach w połączeniu z zapowiadany utrzymaniem stabilnych cen energii w przedsiębiorstwach (wyhamowanie inflacji PPI), przy stopniowym spowalnianiu gospodarki oznaczają, że **maleć będzie przestrzeń do wzrostu inflacji bazowej**. W rezultacie prognozujemy, że **średnioroczna inflacja CPI będzie tylko nieznacznie wyższa niż w ubiegłym roku (1,7% r/r vs 1,6% r/r)**.

• Źródła niepewności dla prognozy

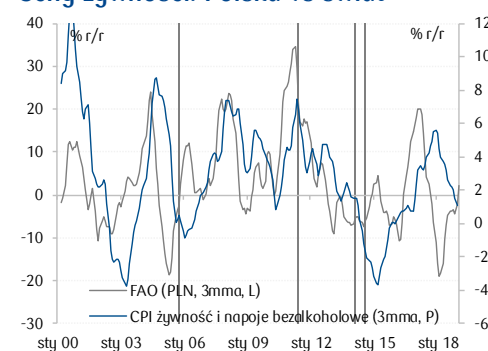
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji są: (1) niepewność co do rozwiązań legislacyjnych ws. cen prądu (2) zmiany kursu PLN, (3) wahania globalnych cen surowców, (4) skala presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy.

Ceny paliw: detaliczne i hurtowe



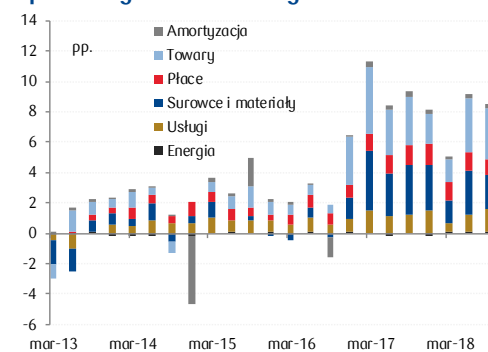
Źródło: BM Reflex, LOTOS, PKO Bank Polski.

Ceny żywności: Polska vs świat



Źródło: FAO, GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Wkład głównych składowych kosztów sprzedaży do wzrostu tych kosztów



Źródło: SM NBP, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne

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

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

(5). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Na koniec 2018 rachunek bieżący bilansu płatniczego (wg wstępnych danych NBP) zamknął się deficytem na poziomie -0,7% PKB po nadwyżce 0,2% PKB w 2017. Wynika to głównie ze znacznego pogorszenia salda handlu towarami (-1,0% PKB w 2018 wobec +0,3% PKB w 2017). Roczna dynamika importu towarów w całym roku przekraczała tempo wzrostu eksportu, co wiąże się ze wzrostem dynamiki nominalnej wartości importu ropy naftowej (tylko częściowo był to efekt wzrostu cen ropy). Strukturalna nadwyżka na rachunku usług powiększyła się do 4,4% PKB z 3,8% PKB w 2017, deficyt rachunku dochodów był nieznacznie niższy niż rok wcześniej (-3,9% PKB vs -4,0% PKB), a ujemne saldo transferów pogłębiło się (-0,3% PKB wobec 0,0% w 2017). Obraz relacji polskiej gospodarki z otoczeniem był wciąż bardzo pozytywny, a niewielki deficyt obrotów bieżących był z nawiązką pokryty przez nadwyżkę w rachunku kapitałowym (2,1% PKB), który zawiera napływ funduszy strukturalnych z UE.

Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że w 2019 deficyt rachunku bieżącego nieznacznie wzrośnie i przekroczy 1% PKB. Na oczekiwane przez nas pogłębienie deficytu towarowego złożą się spowolnienie eksportu, związane ze spowolnieniem w gospodarkach głównych partnerów handlowych. Import będzie natomiast wspierany przez rosnący popyt krajowy. Struktura oczekiwanego przez nas w 2019 wzrostu gospodarczego jest w miarę korzystna dla równowagi zewnętrznej. Konsumpcja, która pozostanie głównym motorem wzrostu, charakteryzuje się mniejszą importochłonnością niż inwestycje (odpowiednio 12,6% i 38,1% wg naszych szacunków dla 2018). W ostatnim czasie importochłonność konsumpcji rosła, ale nawet w 2016 (pierwszym roku obowiązywania programu Rodzina 500+) jej wzrost był niewielki. Importochłonność konsumpcji zwiększyła się wówczas o 1,1pp, co oznacza, że import „pochłonił” ok. 1/3 nominalnego przyrostu spożycia gospodarstw domowych (importochłonność dodatkowej konsumpcji to ponad 30%).

Źródła niepewności dla prognozy

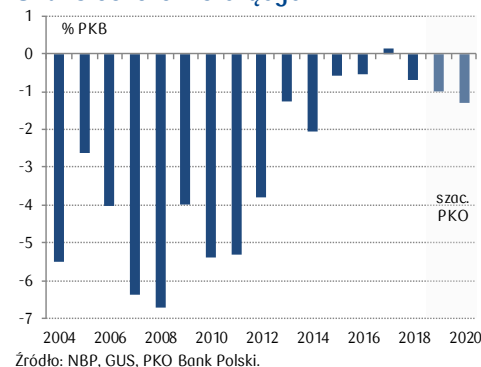
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zmiany kursowe, (2) ceny surowców (w szczególności ropy), (3) importochłonność impulsu fiskalnego.

Równowaga zewnętrzna

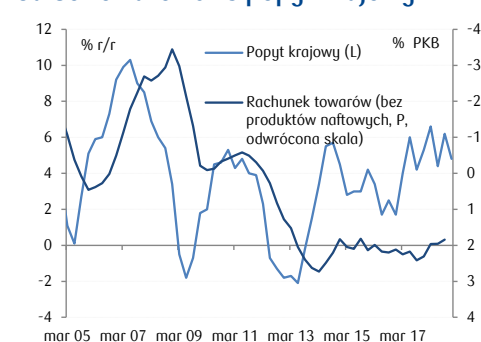
	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,2	0,0	-0,5	-0,7	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-0,7	-1,0
Bilans handlowy (% PKB)	-0,1	-0,3	-0,7	-1,0	-0,9	-1,0	-1,2	-1,6	-1,0	-1,6
Eksport (% r/r)	5,2	6,0	5,0	7,5	4,6	4,9	5,3	5,4	7,5	5,4
Import (% r/r)	9,0	8,2	8,8	10,3	5,5	6,4	6,9	8,8	10,3	8,8
Saldo usług (% PKB)	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,7	4,8	4,4	4,8
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,0	-3,9	-4,0	-3,9	-3,8	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-3,9
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	1,4	1,5	1,8	2,1	2,4	3,0	3,0	2,6	2,1	2,6
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	0,3	-0,8	0,7	0,2	0,2	1,4	1,1	1,7	0,2	1,7
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto (% PKB)	1,3	2,1	2,5	1,6	1,7	1,6	1,2	1,8	1,6	1,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	0,0	0,6	-0,7	-1,2	-2,2	-3,8	-3,7	-3,4	-1,2	-3,4
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,5	-1,3	-1,2	-0,3	-0,1	0,0	0,4	0,0	-0,3	0,0
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	66,8	66,5	64,9	64,2	63,3	61,7	61,1	60,1	64,2	60,1
Sektor publiczny (% PKB)	28,3	28,3	27,5	27,3	26,9	26,2	25,9	25,5	27,3	25,5
Sektor prywatny (% PKB)	38,5	38,2	37,3	37,0	36,4	35,5	35,2	34,6	37,0	34,6

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

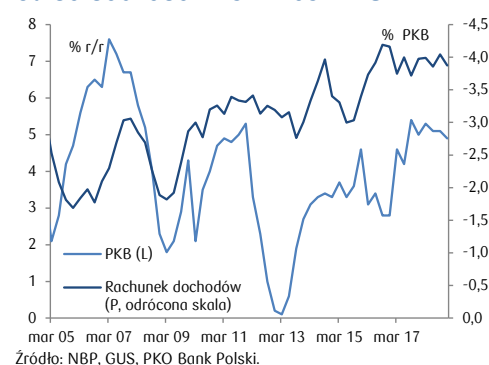
Bilans obrotów bieżących



Saldo towarowe vs popyt krajowy



Saldo dochodów vs wzrost PKB



(6). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Po listopadowym wniosku o podwyżkę stóp (który przepadł otrzymawszy tylko jeden głos poparcia), **RPP kontynuuje dotychczasową politykę**. Projekcja listopadowa, która zakładała skrajnie negatywny scenariusz dla cen energii elektrycznej, została wyraźnie skorygowana w oparciu o aktualne regulacje dotyczące cen prądu. Podczas marcowej konferencji prasowej Prezes NBP powiedział, że zapowiedziane w lutym poluzowanie fiskalne nie zwiększa prawdopodobieństwa podwyżek stóp procentowych. Prezes A.Głapiński w jednym z wywiadów mówił o możliwości obniżek stóp procentowych w wypadku skrajnie niekorzystnego scenariusza makroekonomicznego (co implikowałoby, że poziom *reversal interest rate* dla Polski obniżył się). Wskazywać ma na to poprawa stabilności sektora finansowego. Naszym zdaniem w sytuacji, gdy wzrost PKB ma się utrzymywać powyżej 4%, a inflacja nie może dotrzeć do celu NBP, obniżki stóp są wykluczone.

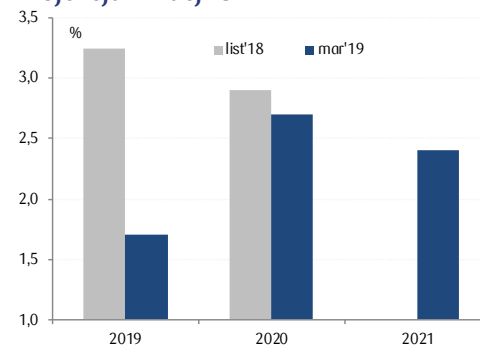
• Prognoza średnioterminowa

Podtrzymujemy przewidywania, że okres stabilizacji stóp procentowych w Polsce będzie długi (bez zmian co najmniej do końca 2020). Argumentów za podwyżką nie dostarczają oczekiwana przez nas ścieżka inflacji, ani utrzymywanie się wzrostu gospodarczego powyżej 4%, tym bardziej, że poza boorem na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych (odzwierciedlonym m.in. w dwucyfrowych wzrostach złotych kredytów mieszkaniowych oraz kredytów przedsiębiorstw na nieruchomości) w gospodarce nie widać oznak tworzenia się żadnych istotnych nierównowag wewnętrznych ani zewnętrznych. Podwyżkom stóp procentowych nie będzie sprzyjać także wyhamowanie tempa normalizacji polityki pieniężnej głównych banków centralnych (w tym EBC). Tym samym *policy mix* w 2019 powinien pozostać ekspansywny (por. także polityka fiskalna na następnej stronie). Uważamy, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w kolejnych latach nie będzie na tyle silne, aby zmienić nasz scenariusz bazowy stabilnych stóp. W przypadku lepszej niż zakładamy koniunktury po 2019 może wzrosnąć prawdopodobieństwo scenariusza alternatywnego w postaci podwyżki stóp procentowych NBP.

• Źródła niepewności dla prognozy

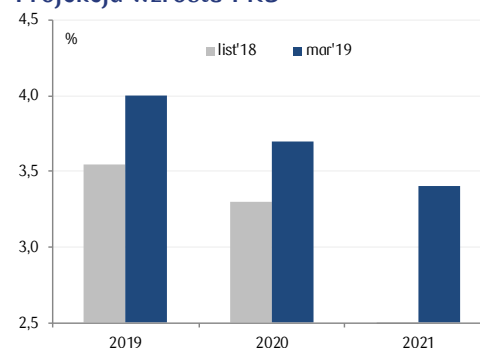
Główne czynniki ryzyka dla naszej prognozy stóp procentowych NBP to: (1) wzrost presji płacowej (odpływ migrantów, naciski na wzrost płac w sektorze publicznym), (2) zmiany kursu złotego i cen surowców, (3) polityka EBC oraz (4) tempo wzrostu cen nieruchomości.

Projekcja inflacji CPI



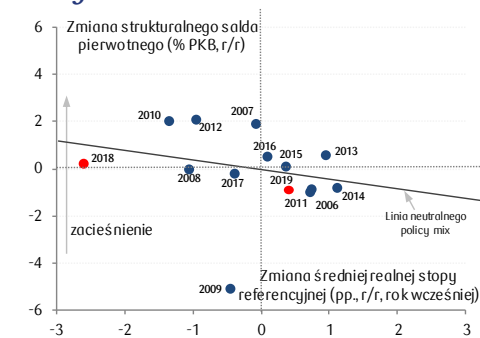
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Projekcja wzrostu PKB



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Policy mix



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

Polityka pieniężna

	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19	3q19	4q19	2018	2019
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	0,15	-0,45	-0,35	0,41	-0,57	-0,51	-0,04	-0,55	0,41	-0,55
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	0,85	0,88	0,66	0,90	0,29	0,05	0,05	-0,35	0,90	-0,35
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)	5,0	-0,5	0,9	-1,6	-1,7	0,8	-0,4	-0,2	0,9	-0,4
Nominalny PKB (% r/r)	6,4	6,0	6,9	6,4	5,2	5,9	5,9	5,8	6,4	5,7

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA2010) po 3q18 ustanowił kolejne historyczne minimum (0,66% PKB vs 0,74% PKB po 2q18). Jednocześnie deficyt budżetu państwa w 2018 wyniósł 10,4 mld zł. Był to najlepszy nominalny wynik od 1997 oraz najniższy w historii w relacji do PKB (0,5%). Szacujemy, że deficyt fiskalny w 2018 był znowu rekordowo niski (0,7% PKB). Uwzględniając wysoką stopę inwestycji publicznych (ponad 4% PKB, 6-ta co do wielkości w UE), saldo fiskalne z wyłączeniem inwestycji wyniosło po 3q18 ponad 3% PKB i było zbliżone do salda Niemiec (por. wykres obok). Szacowana przez nas nadwyżka pierwotna strukturalna w ujęciu rocznym poprawiła się (z 0,5% do 0,7% PKB) odzwierciedlając m.in. dobrą sytuację w sektorze ubezpieczeń społecznych. W styczniu budżet państwa powrócił do nadwyżki (6,6 mld zł), przy (wciąż) wysokim tempie wzrostu dochodów (z PIT o 15,4% r/r, z CIT o 2,8% r/r, a z VAT o 12,6% r/r).

Prognoza średnioterminowa

W 2019 polityka fiskalna będzie istotnie poluzowana (impuls może przekroczyć 1,0% PKB). Stymulacja fiskalna będzie oparta w dużej mierze o pakiet fiskalny na lata 2019-2020, czyli rozszerzenie programu 500+, transfery Emerytura+, zmiany w PIT, dodatkowe nakłady na lokalny transport publiczny. Wielkość stymulacji szacujemy na ok. 1-2% PKB brutto, a po uwzględnieniu większych wpływów z podatków, na 0,9-1,6% PKB. Czynnikiem wspierającym impuls fiskalny będzie kulminacja napływu środków z UE z perspektywy 2014-2020 przypadająca na koniec 2019. **Mimo wzrostu wydatków budżetowych, deficyt budżetowy w 2019 nie powinien przekroczyć założonych w ustawie budżetowej 28,5 mld zł.** Zakładamy, że w 2019 sektor obciążą koszty związane z rozszerzeniem 500+ i 13. emeryturą, podczas gdy ciężar kosztów zmian w PIT będzie przesunięty na 2020. „Zakładka” na wykonanie budżetu państwa w 2019 wyniesie może ponad 7 mld zł, a wysokość dotacji do FUS sugeruje dodatkową przestrzeń fiskalną w wysokości ok. 10 mld zł. Dodatkowym buforem może być zysk z NBP (zmiana wielkości rezerw NBP sugeruje transfer do budżetu państwa ok. 5 mld zł). W sumie szacujemy, że deficyt fiskalny (ESA) w 2019 wyniesie 1,8% PKB, a relacja długu publicznego do PKB będzie się nadal obniżać (z 49,5% w 2018 do 48,8% w 2019). Mniej elastyczny może być budżet w 2020, co przy pogorszeniu się sytuacji w otoczeniu zewnętrznym mogłoby oznaczać potrzebę szukania dodatkowych dochodów lub ograniczenia wydatków.

Źródła niepewności dla prognozy

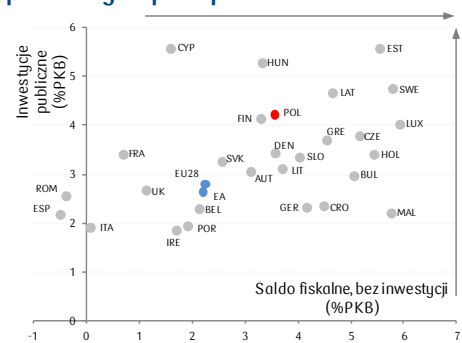
Główne źródła niepewności to: (1) presja na wzrost kosztów pracy w sektorze publicznym, (2) skala poprawy ściągłości podatków, (3) stan cyklicznego komponentu dochodów, (4) ograniczenia podażowe absorpcji środków z UE.

Polityka fiskalna†

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

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

Wynik fiskalny z wył. inwestycji publicznych po 3q18*



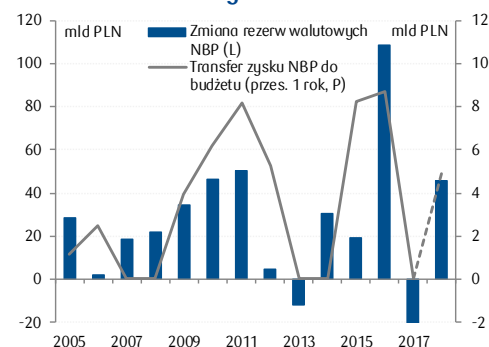
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *4-kwartalny skumulowany, ESA.

Wpływ pakietu fiskalnego na wyniki sektora publicznego w 2019-2020

	2018	2019	2020
Poprzednia prognoza salda fiskalnego	-0,7	-1,5	-1,9
Poprzednia prognoza salda strukturalnego pierwotnego	0,7	-0,2	-0,4
koszt pakietu fiskalnego		-0,9	-1,6
wzrost wpływów z podatków		0,2	0,3
Efekt netto pakietu fiskalnego		-0,8	-1,3
Nowa prognoza salda fiskalnego	-0,7	-1,8	-2,9
Nowa prognoza salda strukturalnego pierwotnego	0,7	-0,5	-1,3

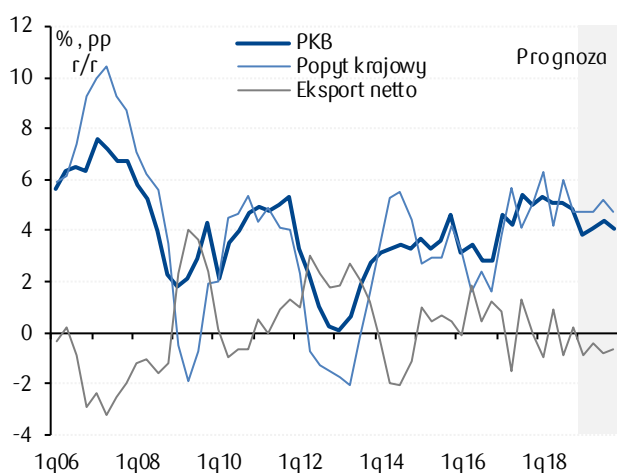
Źródło: PKO Bank Polski.

Zmiana rezerw a zysk NBP

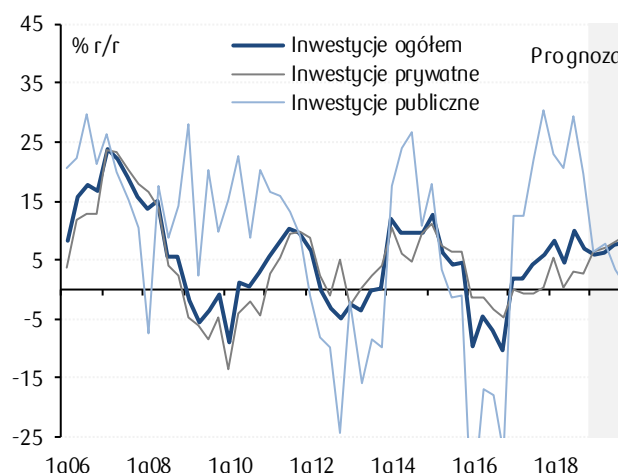


Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

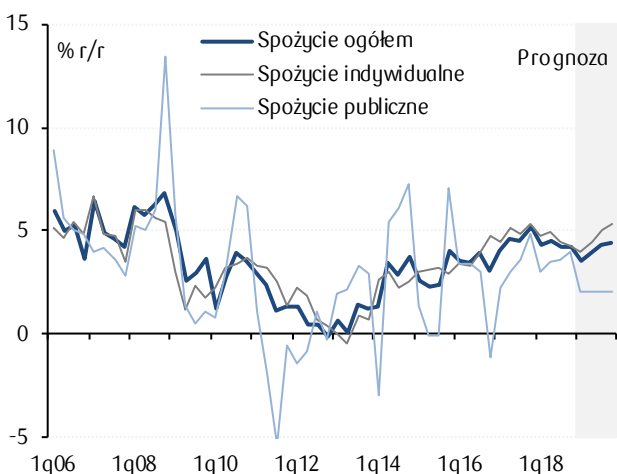
Realny PKB



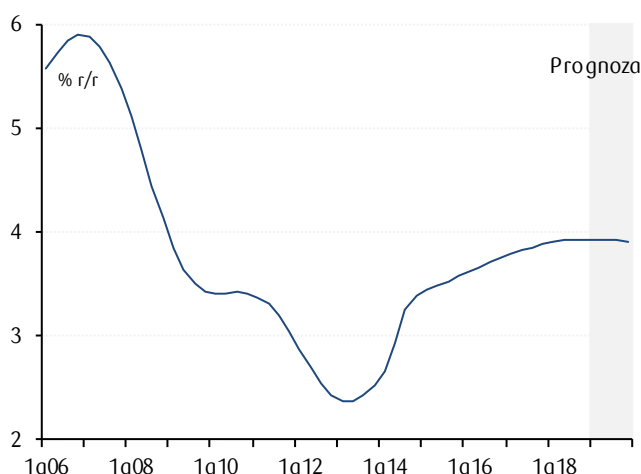
Popyt inwestycyjny



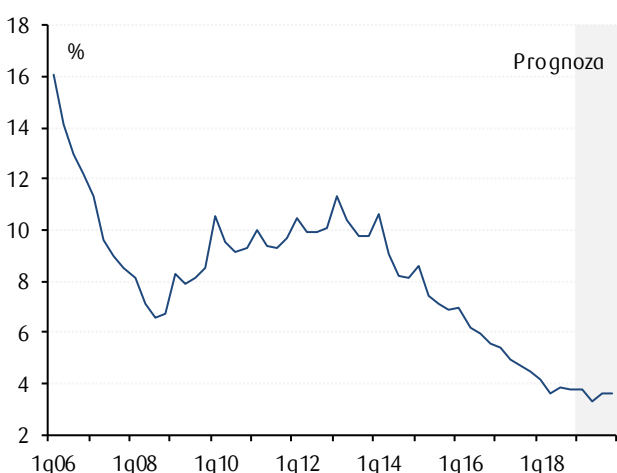
Popyt konsumpcyjny



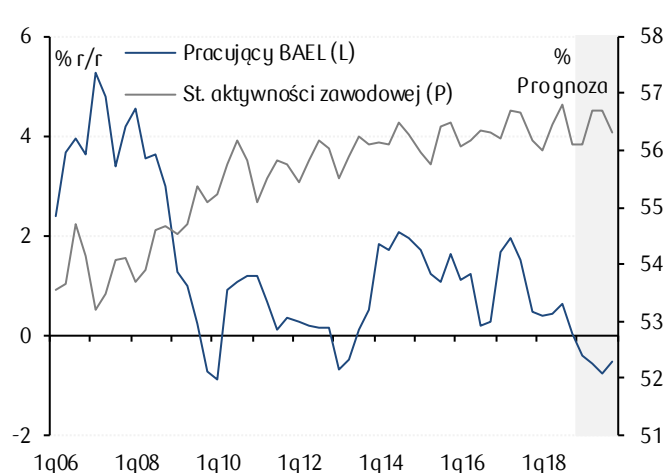
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

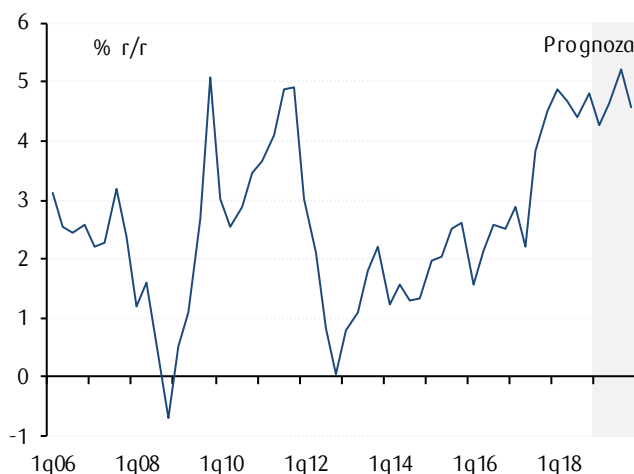


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

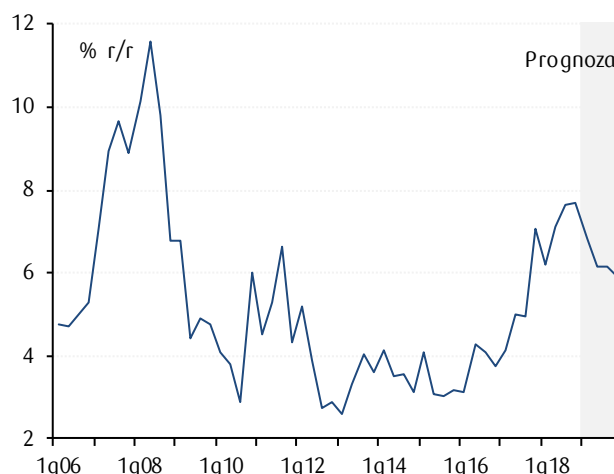


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

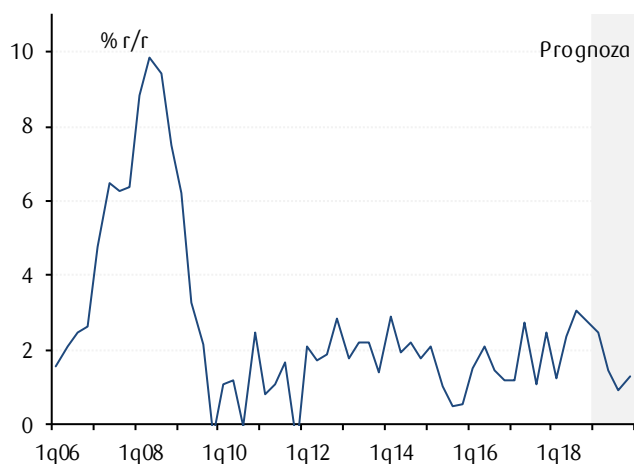
Wydajność pracy*



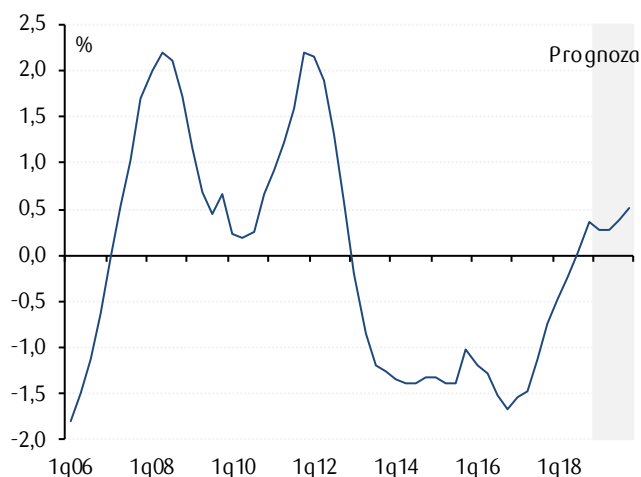
Płace w gospodarce narodowej



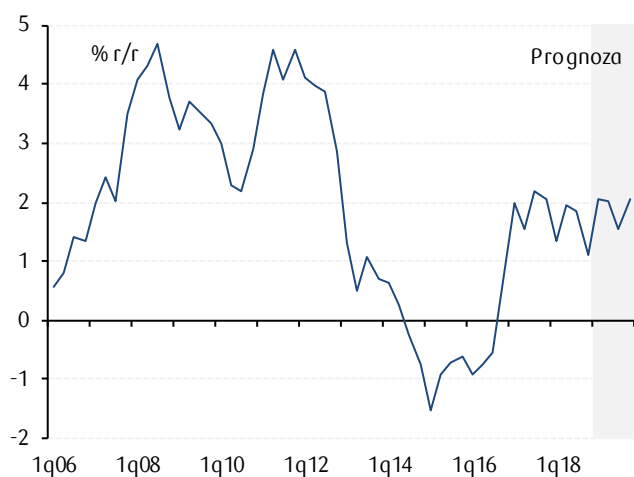
Jednostkowe koszty pracy*



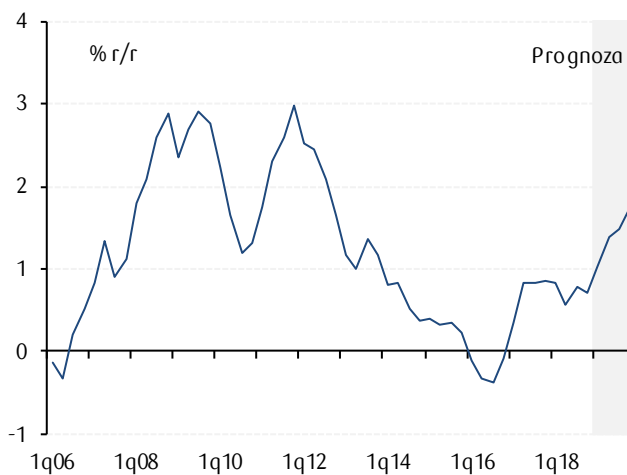
Luka popytowa



Inflacja CPI

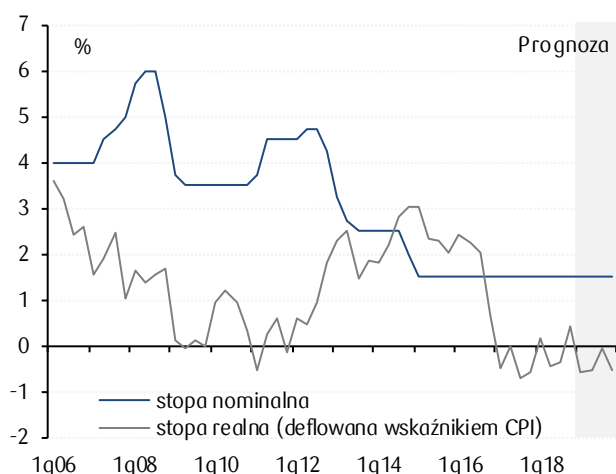


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

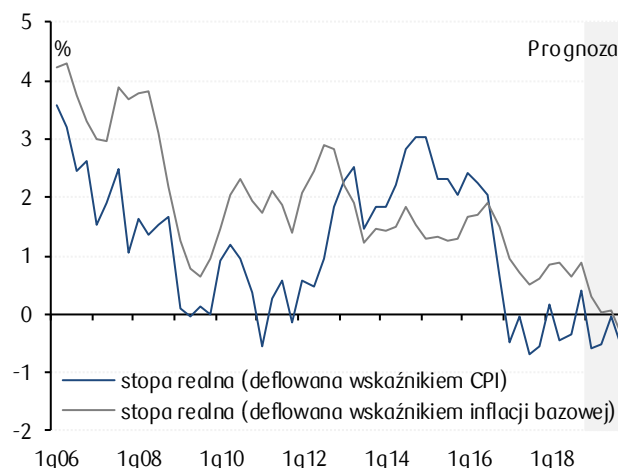


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

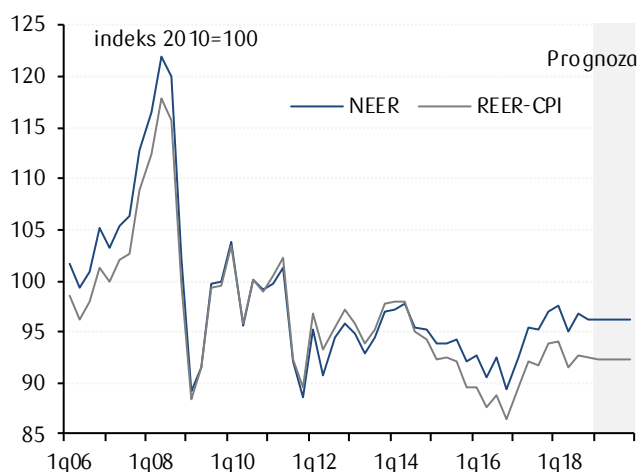
Stopy nominalne vs. realne



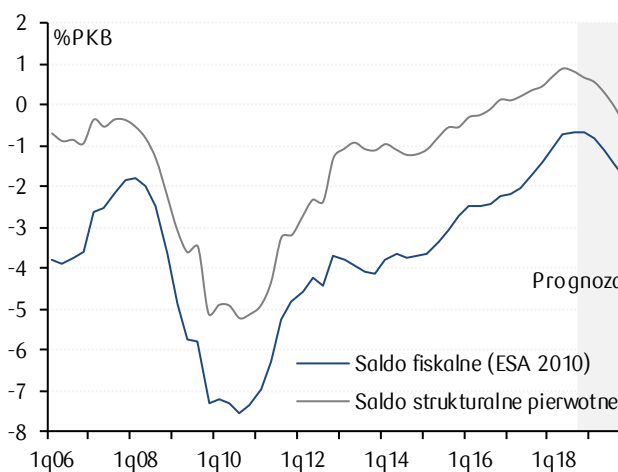
Stopy realne



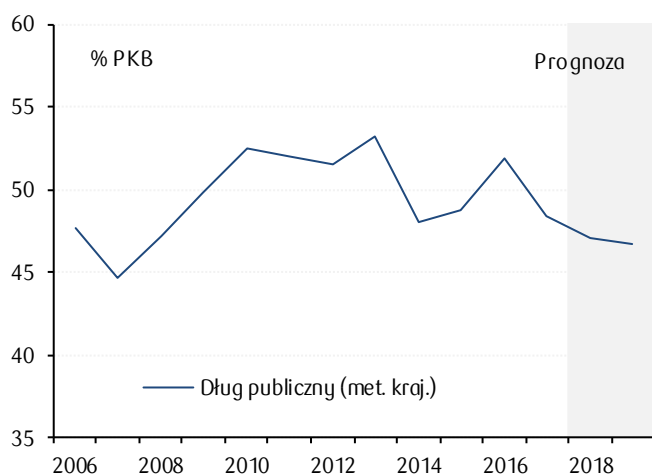
Założenia dotyczące NEER i REER*



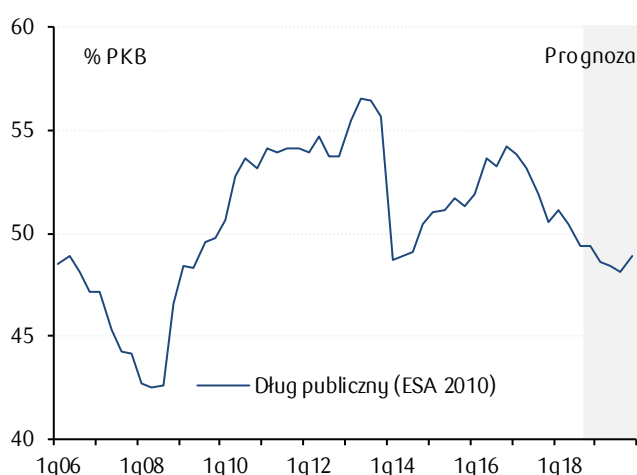
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

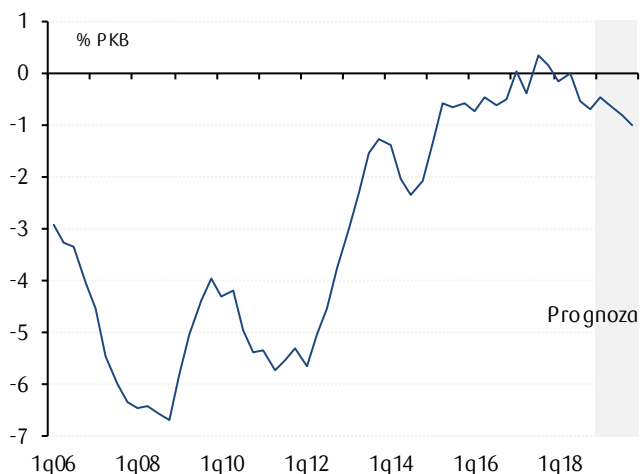


Dług publiczny (ESA 2010)

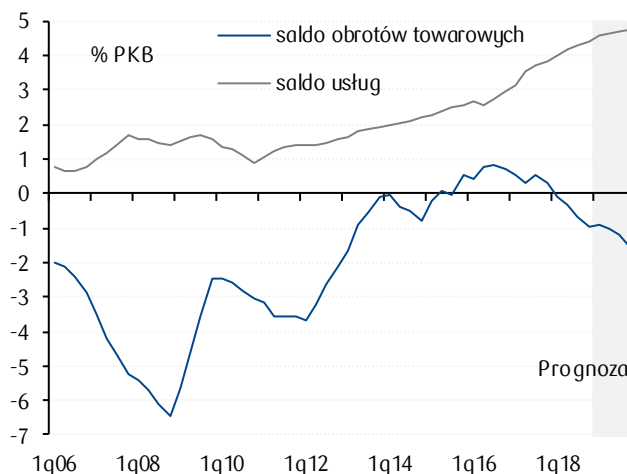


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjacje.

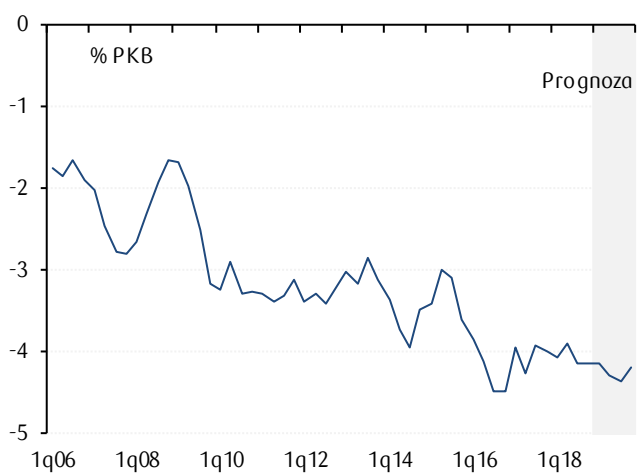
Saldo rachunku obrotów bieżących



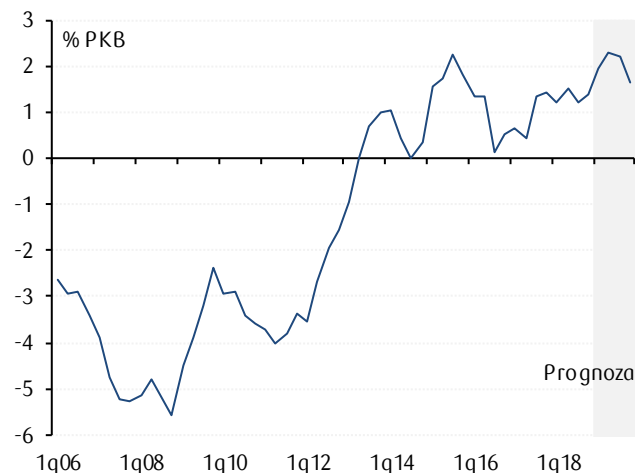
Saldo handlu zagranicznego



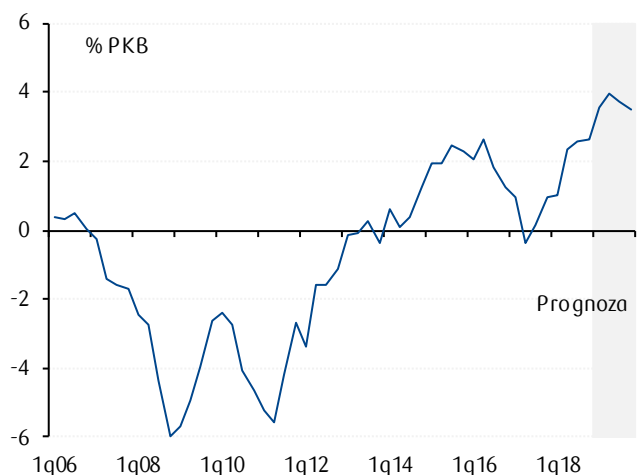
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



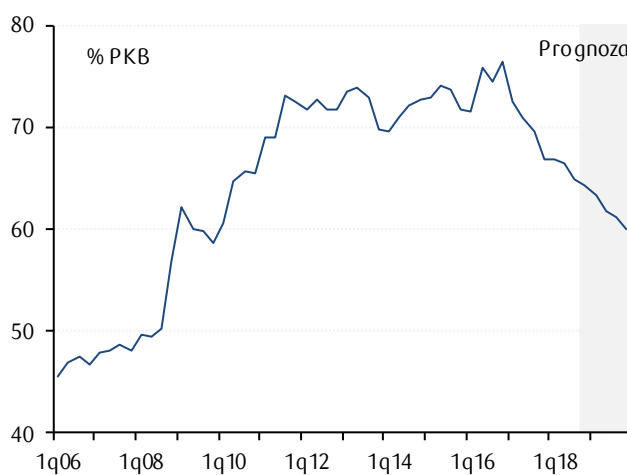
Saldo CAB i CAP*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zadłużenie zagraniczne



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

Prognozy długoterminowe

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sfera realna											
Realny PKB (% r/r)	2,8	3,6	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	4,1
Popyt krajowy (% r/r)	-0,2	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,5	5,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,5	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,6	4,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-2,7	0,0	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,3	7,1
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	-0,2	2,2	3,3	0,0	0,3	4,2	3,5	1,1	4,3	4,8	4,5
Zapasy (pkt. proc.)	0,0	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,2	0,6	0,7	0,5
Eksport netto (pkt. proc.)	3,0	-0,6	0,8	2,1	2,0	-1,5	0,5	0,8	-0,1	-0,2	-0,7
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	3,1	3,5	3,7	3,8	3,9	3,9
Nominalny PKB (mld PLN)	1362	1445	1567	1629	1657	1720	1800	1861	1989	2116	2237
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	0,4	-0,6
Wsk. akt. zawodowej (%)	54,9	55,8	55,5	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,4	56,3	56,4
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	3,8	3,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,6
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,1	5,9	5,5	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	6,3
Wydajność pracy (% r/r)	2,3	3,0	4,4	1,5	1,5	1,4	2,3	2,2	3,4	4,7	4,7
ULC (% r/r)	2,8	1,2	0,8	2,1	1,9	2,2	1,0	1,6	1,9	2,3	1,5
Procesy inflacyjne											
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,7
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	0,4
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	0,8
Inflacja bazowa (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,4
Deflator PKB (% r/r)	3,7	2,4	3,2	2,4	0,3	0,6	0,8	0,4	2,0	1,3	1,6
Agregaty monetarne											
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1547,5
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	4,6	9,2	7,0
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,7	2,6	8,1	5,0
Kredyty ogółem (mld PLN)	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,7	1348,4
Kredyty ogółem (% r/r)	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,5	7,0
Depozyty ogółem (mld PLN)	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1299,9	1382,7
Depozyty ogółem (% r/r)	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	6,4
Bilans płatniczy											
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,0
Bilans handlowy (% PKB)	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,3	-1,0	-1,6
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,2	1,6	1,8
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	58,7	65,5	72,5	71,7	69,8	72,7	71,8	76,4	66,9	64,2	60,1
Polityka fiskalna											
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,7	-1,8
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-4,9	-2,3	-1,1	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,2	0,8	-0,3
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-5,1	-5,1	-3,2	-1,3	-1,1	-1,2	-0,5	0,1	0,5	0,7	-0,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	49,5	48,8
Polityka pieniężna											
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	0,65	-0,56	0,41	-0,48
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,61	0,90	-0,35
Stopa lombardowa (%)	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
REER defl. CPI (% r/r)	-15,0	5,1	-3,4	-0,5	0,0	0,6	-4,8	-3,8	4,2	0,9	-0,4

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

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

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

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

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