

### Jesteśmy na szczycie?

- Mimo utrzymywania się podwyższonego ryzyka politycznego, **po raz pierwszy od 10 lat rosną wszystkie gospodarki OECD i większość z nich przyspiesza.** Zsynchronizowane ożywienie globalnej gospodarki będzie w naszej ocenie trwać co najmniej do końca 2018 r. W takich warunkach Fed i EBC będą normalizować politykę pieniężną, co może podwyższyć zmienność na rynkach finansowych.
- **Prognozujemy, że wzrost PKB w Polsce w 2017 r. wyniesie 4,2%, a w 2018 r. sięgnie 4,3%.** Miesięczne dane wskazują że w 3q17 zaczęło się ożywienie aktywności inwestycyjnej, które w kolejnych kwartałach będzie ulegać dalszemu wzmocnieniu, prowadząc do przechylenia struktury wzrostu w kierunku inwestycji. Kulminacja ożywienia koniunktury w Polsce przypadnie wg nas na przełom 2017/2018, ale dynamika PKB pozostanie w pobliżu cyklicznego „szczytu” w kolejnych kilku kwartałach.
- Wyraźne wzmocnienie dynamiki płac w 3q17 utwierdza nas w przekonaniu, że **NBP nie docenia siły przyszłego wzrostu płac i jego przełożenia na inflację.** Nierównowaga na rynku pracy będzie dalej narastać, prowadząc do stopniowego wyhamowywania wzrostu zatrudnienia i spadku bezrobocia, a jednocześnie nasilenia presji płacowej. Wzrost płac pozostanie w naszej ocenie szybszy od wzrostu wydajności pracy, prowadząc do dalszego wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy.
- **Szybszy wzrost kosztów niż przychodów zaczyna skłaniać przedsiębiorstwa do podwyższania cen, zwłaszcza usług.** Uważamy, że ten trend będzie się wzmocniał. Rosnące koszty pracy, obok domknięcia luki popytowej (1q18), doprowadzą do nasilenia fundamentalnej presji inflacyjnej. Zakładamy, że w 2018 r. inflacja bazowa wzrośnie do ok. 2%, a inflacja CPI już w połowie roku może osiągnąć cel inflacyjny NBP.
- Silniejsze od bieżących oczekiwań RPP zmiany na rynku pracy i wyraźny wzrost inflacji bazowej mogą już w 1h18 zaowocować pierwszymi wnioskami o **podwyżkę stóp procentowych.** Nadal uważamy jednak, że większość skłonna poprzeć zacieśnienie polityki pieniężnej zbuduje się w Radzie dopiero pod koniec 2018 r.
- **Pozycja fiskalna Polski pozostaje lepsza od oczekiwań (deficyt fiskalny po 2q17 był rekordowo niski), działając w kierunku poprawy oceny ryzyka kredytowego kraju.** Szacujemy, że tegoroczny deficyt fiskalny (wg ESA2010) będzie jeszcze niższy niż w 2016 r. Wzrost deficytu w 2018 r. (koszt obniżenia wieku emerytalnego i wzrost inwestycji publicznych) będzie niewielki przy dalszej poprawie ściągłości podatków i cyklicznym wzroście dochodów podatkowych.
- Wyższe ceny surowców, silny wzrost popytu krajowego oraz rosnące transfery zarobkowe netto za granicę będą powodować **pogorszenie salda deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego.**

#### Główny Ekonomista

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

#### Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

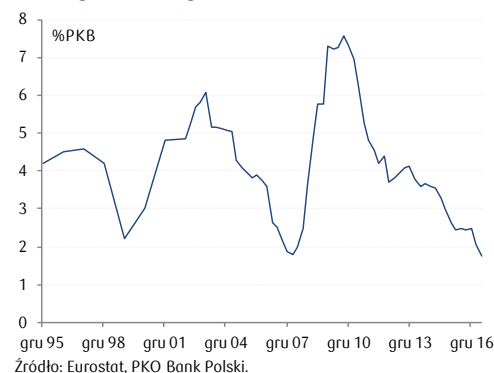
Marta Petka-Zagajewska  
Starszy Ekonomista  
Kierownik Zespołu

Marcin Czaplicki  
Ekonomista

Michał Rot  
Ekonomista

Urszula Kryńska  
Ekonomista

#### Deficyt fiskalny (ESA) rekordowo niski



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

	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	2017	2018
Realny PKB (% r/r)	2,4	2,5	4,0	3,9	4,5	4,5	4,5	4,6	4,2	4,3
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,9	5,5	5,4	5,0	4,8	5,1	5,5	4,8	5,1	4,7
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,5	0,8	2,0	1,5	2,2	1,7	2,0	2,7	1,7	2,5
Inflacja bazowa† (% r/r)	-0,4	0,0	0,6	0,8	1,0	0,8	1,3	1,6	0,8	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	-0,3	0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5	-0,3	-0,8
Saldo fiskalne (% PKB) <sup>†*</sup>	-2,4	-2,5	-2,1	-1,8	-2,0	-2,3	-2,4	-2,4	-2,3	-2,5
Dług publiczny (% PKB) <sup>†*</sup>	53,2	54,4	54,0	53,4	53,0	53,8	52,8	52,4	53,8	53,3
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), †dane na koniec okresu, ‡ESA2010, \*dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących. \*komplet danych ze sfery realnej (kwartalne i roczne PKB i komponenty) sprzed rewizji 23.10. Pełne dane kwartalne spójne z ujawnionymi danymi rocznymi będą dostępne do końca listopada.

## (1). Otoczenie zewnętrzne

### Trendy bieżące

**Wzrost gospodarczy w USA przyspieszył do 3,1% saar w 2q17 z 1,2% w 1q17**, głównie dzięki konsumpcji i inwest. niemieszkaniowym. Pomimo zaburzeń związanych z huraganami, dane miesięczne wskazują na utrzymanie wzrostu powyżej 3% w 3q17. Optymizm firm jest wzmacniany przez osłabienie USD i globalne ożywienie, podczas gdy rozgrzany rynek pracy podtrzymuje dobre nastroje konsumentów. Inflacja jest zaskakująco niska, ale wynika to z przejściowych czynników.

**Wzrost gospodarczy w strefie euro przyspieszył do 2,3% r/r w 2q17 z 2,0% r/r w 1q17**, a motorem gospodarki pozostawał popyt wewnętrzny, w tym przede wszystkim konsumpcja prywatna, odzwierciedlając coraz lepszą sytuację na rynku pracy i nastroje konsumentów. Indeksy koniunktury PMI potwierdzają, że sektor przemysłowy jest liderem ożywienia gospodarczego, a odczyt dla strefy euro osiągnął w październiku najwyższy od 6,5 roku poziom 58,2 pkt. Inflacja utrzymuje się na niskim poziomie 1,5% r/r, przy spadku inflacji bazowej do 1,1% r/r.

**PKB Chin wzrósł w 3q17 o 6,8% r/r vs. 6,9% r/r w 1h**, pomimo chłodzenia rynku mieszkaniowego. Cel dla dynamiki PKB (6,5%) zostanie przekroczony.

### Prognoza średnioterminowa

Huragany nie powinny istotnie spowolnić dynamiki gospodarki USA, a inflacja powinna ponownie wzrosnąć. W rezultacie **FOMC będzie kontynuował podwyżki stóp i dotrzyma wrześniowego zobowiązania podnosząc stopy w grudniu br.** Ścieżkę stóp w dłuższym horyzoncie zdeterminuje m.in. to, kto zastąpi J. Yellen (kluczowi kandydaci to J.Taylor i J.Powell) oraz czy i w jakim stopniu zrealizowana zostanie reforma podatkowa D. Trumpa.

Wyniki z sektora przemysłowego sugerują dalsze przyspieszenie dynamiki PKB strefy euro w 3q17 pomimo spłaszczenia ścieżki konsumpcji. Poprawę koniunktury w kolejnych kwartałach może wyhamowywać zacieśnienie warunków finansowych (mocniejszy EUR, wyższe rynkowe stopy). **EBC będzie odchodził od ultra luźnej polityki pieniężnej i już na październikowym posiedzeniu ogłosi ograniczanie QE w 2018r.** Zmiany w pol. pieniężnej będą jednak stopniowe, a stopy procentowe nie wzrosną przed 2019r.

W tym roku Chiny będą kontynuowały scenariusz „miękkiego lądowania”, co ułatwia trwające ożywienie globalnej koniunktury. Kluczowym wyzwaniem dla chińskiej gospodarki pozostaje ustabilizowanie długu sektora prywatnego.

### Czynniki ryzyka dla prognozy

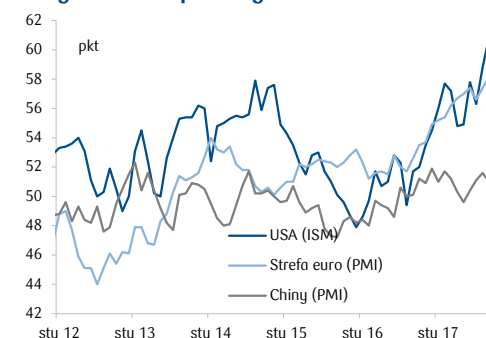
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) ryzyko geopolityczne (2) działania protekcjonistyczne (3) ryzyka polityczne w Europie (4) strukturalne problemy Chin.

## Otoczenie zewnętrzne

	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	2017	2018
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	1,7	1,9	2,0	2,3	2,4	2,1	2,0	1,7	2,2	1,8
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	0,3	0,7	1,8	1,5	1,5	1,3	1,1	1,3	1,6	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)	2,8	1,8	1,2	3,1	2,5	2,7	2,1	2,4	2,2	2,3
USA: Inflacja CPI (% r/r)	1,1	1,8	2,5	1,9	2,0	1,9	1,6	2,2	2,1	2,2
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75	1,50	2,00
Chiny: Realny PKB (% r/r)	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	6,6	6,5	6,4	6,7	6,4
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	1,7	2,2	1,4	1,4	1,6	1,9	2,1	2,0	1,7	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

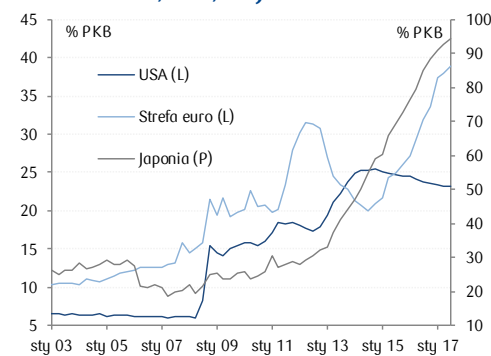
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski

## Aktywność w przemyśle



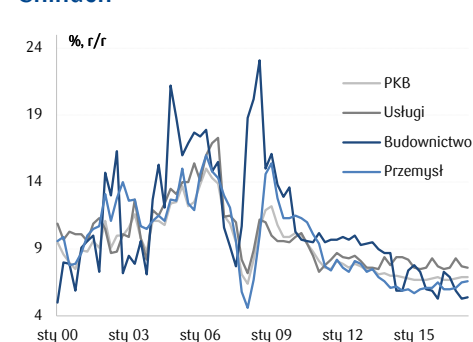
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

## Bilanse EBC, Fed, BoJ



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

## Dynamika PKB i wartości dodanej w Chinach



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.



## (2). Sfera realna

### Trendy bieżące

Na bazie miesięcznych danych za lipiec-wrzesień szacujemy, że wzrost PKB w 3q17 wyniósł 4,5% r/r (vs. 3,9% r/r w 2q17). Istotne przyspieszenie wzrostu w 3q17 odzwierciedla (1) bardzo dobre wyniki przemysłu (wspierane m.in. przez solidny wzrost eksportu), (2) istotną poprawę dynamiki produkcji budowlanej sygnalizującą początek nowej fali inwestycji ze środków z UE oraz (3) stabilny, wysoki wzrost sprzedaży detalicznej potwierdzający silny wzrost konsumpcji (por. tabela obok). Bieżące trendy w strukturze PKB sygnalizują, że gospodarka wchodzi w okres ekspansji, która będzie napędzana przez wszystkie trzy motory wzrostu: inwestycje, konsumpcję oraz eksport.

### Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że PKB wzrośnie w tym roku o 4,2%, a w przyszłym wzrost gospodarczy przyspieszy do 4,3%. Kulminacja ożywienia koniunktury w Polsce przypadnie na drugą połowę 2017 r. i pierwszą połowę 2018 r.; a głównym motorem napędowym wzrostu gospodarczego będzie popyt wewnętrzny - wciąż silna konsumpcja prywatna i coraz silniej rosnące inwestycje.

Wzrost inwestycji ogółem w 2018 r. będzie stymulowany głównie inwestycjami publicznymi przy bardziej stopniowym ożywieniu inwestycji prywatnych. Odbicie inwestycji publicznych (do 30-40% r/r na początku przyszłego roku, co może dodać 1-1,5pp do wzrostu PKB) sygnalizowane jest przez wysoką dynamikę depozytów publicznych (wykres obok). Silne wzrosty inwestycji samorządowych w 2018 r. stymulować będą nie tylko napływające środki z UE, ale także kalendarz wyborczy (wybory samorządowe jesienią 2018 r.). Tempo wzrostu konsumpcji prywatnej będzie nieznacznie wyhamowywać od początku 2018r. odzwierciedlając wyższą inflację i wygasający efekt impulsów fiskalnych. Ożywienie w gospodarce światowej i niedowartościowanie PLN będą nadal wspierać dynamiczny wzrost eksportu, co będzie zapobiegać znacznemu pogorszeniu wkładu eksportu netto.

### Czynniki ryzyka dla prognozy

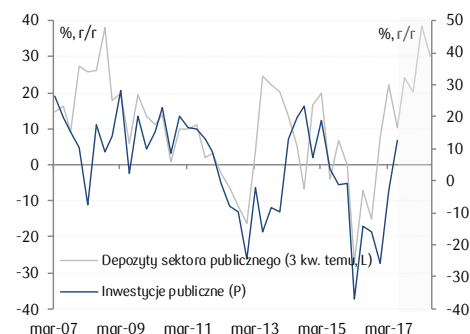
Głównymi czynnikami ryzyka pozostają: (1) koniunktura na świecie (USA, Chiny, strefa euro), (2) tempo absorpcji środków UE, (3) deficyt podaży pracy.

### Aktywność gospodarcza w 3q17

	2q17	3q17
Przemysł	4,2	6,3
Budownictwo	8,4	19,6
Sprzedaż detaliczna	6,7	7,9
Sprzedaż "bazowa"	7,5	9,0
Sprzedaż hurtowa*	11,0	11,7
Transport	10,3	11,1
Płace^	5,4	6,0
Zatrudnienie^	4,2	4,6
Stopa bezrobocia#	-1,7	-1,5

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. \*nominalnie; ^sektor przedsiębiorstw; #pp, r/r.

### Depozyty a inwestycje publiczne



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.

### Sfera realna\*

	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	2017	2018
Realny PKB (% r/r)	2,4	2,5	4,0	3,9	4,5	4,5	4,5	4,6	4,2	4,3
Popyt krajowy (pkt. proc.)	2,7	1,7	3,9	5,4	4,4	4,3	4,6	5,0	4,4	4,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,1	4,5	4,7	4,9	4,8	4,3	4,3	4,0	4,7	3,9
Sprzedaż krajowa (% r/r)	1,8	-0,6	3,2	3,5	4,5	4,5	4,6	4,7	3,9	4,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-6,7	-9,8	-0,4	0,8	5,0	6,2	10,0	11,5	3,7	10,4
Publiczne <sup>†</sup> (% r/r)	-15,8	-25,9	-3,1	12,7	6,7	7,3	16,9	24,3	7,1	14,6
Prywatne <sup>†</sup> (% r/r)	-3,8	-5,0	0,1	-2,0	4,6	5,9	8,9	8,0	2,8	9,4
Zapasy (pkt. proc.)	0,9	2,3	0,7	1,9	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,5	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,3	0,8	0,1	-1,5	0,1	0,2	-0,1	-0,4	-0,3	-0,4
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,5	1,5	7,3	4,2	6,3	4,2	4,2	3,4	5,5	5,0
Potencjalny PKB <sup>‡</sup> (% r/r)	3,4	3,4	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,5

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. †szacunki własne. \*komplet danych ze sfery realnej (kwartalne i roczne) sprzed rewizji 23.10. Pełne dane kwartalne spójne z ujawnionymi danymi rocznymi będą dostępne do końca listopada.

### (3). Rynek pracy

- Trendy bieżące

W 3q17 narastały napięcia na rynku pracy generowane przez dalszy wzrost popytu na pracowników zestawiony z ograniczeniami podażowymi. Trend spadkowy stopy bezrobocia osłabił się (do -1,4pp r/r we wrześniu wobec -1,6pp na koniec 2q17). Potwierdza to naszym zdaniem, że popyt na pracę jest wystarczająco silny, aby dostępny zasób pracy wyczerpał się (i to jeszcze zanim gospodarka weszła w dojrzałą fazę ekspansji). Widoczne jest to w danych o płacach: dynamika płac z wył. górnictwa jest w wyraźnym trendzie wzrostowym (por. wykres obok). Jednocześnie zmiana zasad zatrudniania cudzoziemców (przepisy weszły w życie 1 września), dostosowująca polskie prawo do dyrektywy UE o pracy sezonowej, powinna mieć lekko pozytywny wpływ na podaż pracy cudzoziemców, nieznacznie ułatwiając ich zatrudnianie. Mimo tego, potencjał do migracji z Ukrainy i Białorusi także się wyczerpuje. Wyższe płace zachęcają do wejścia na rynek pracy osoby nieaktywne zawodowo. Rośnie więc aktywność zawodowa, co może spowalniać dalsze pogłębianie nierównowagi na rynku pracy.

- Prognoza średnioterminowa

Mimo napływu imigrantów i rosnącej aktywności zawodowej nierównowaga na rynku pracy będzie w naszej ocenie narastać (dotychczasowe wzrosty płac mogły odzwierciedlać efekty tworzenia nowych miejsc pracy, natomiast rotacja pracowników wydawała się być relatywnie niska, por. wykres obok). Prognozujemy, że spadek bezrobocia i wzrost zatrudnienia będą stopniowo spowalniać, a nominalna dynamika płac w gospodarce narodowej przyspieszy na koniec tego roku do ok. 7% r/r (w sektorze przedsiębiorstw do ok. 8% r/r), a w przyszłym roku będzie dalej rosła (powyżej ścieżki z projekcji NBP). Badania NBP ([Szybki Monitoring NBP](#)) sygnalizują, że brak rąk do pracy staje się coraz bardziej dotkliwą barierą rozwoju firm, której nie jest w stanie w pełni złagodzić dopływ pracowników spoza Polski. „Miękkie” sygnały wskazują, że w niektórych branżach (np. budownictwo, część branż przetwórczych) brak pracowników jest na tyle dotkliwy, że firmy powstrzymują się od powiększania portfela zamówień. Realizowane żądania płacowe w coraz większym stopniu będą znajdowały odbicie w wyższych cenach towarów i usług (firmy sygnalizują, że wzrost wydajności coraz częściej nie nadąża za wzrostem wynagrodzeń). Potwierdza to także struktura wzrostu inflacji. Wyraźnie wyższa dynamika wzrostu cen usług, gdzie udział kosztów pracy w kosztach ogółem jest wyraźnie wyższy, niż w branżach produkcyjnych.

- Czynniki ryzyka dla prognozy

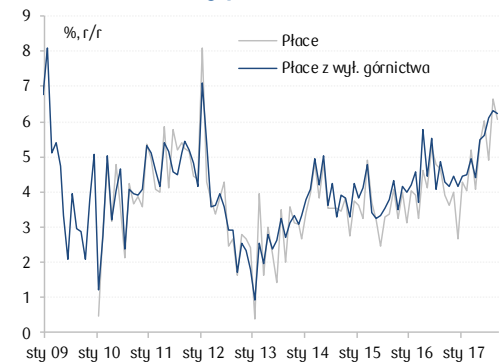
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala i trwałość migracji (w tym efekt przeniesienia wiz do UE dla Ukraińców); (2) zmiany strukturalne procesu ustalania płac; (3) zmiany aktywności zawodowej.

#### Rynek pracy

	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	2017	2018
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	3,2	2,3	4,4	4,2	4,6	4,2	1,8	1,7	4,4	1,6
Pracujący BAEL (% r/r)	0,2	0,3	1,7	1,9	1,3	0,8	0,4	0,0	1,4	0,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	8,3	8,2	8,0	7,0	6,8	7,1	7,5	6,3	7,1	6,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,9	5,5	5,4	5,0	4,8	5,1	5,5	4,8	5,1	4,7
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,3	56,3	56,2	56,7	56,5	56,5	56,6	56,8	56,5	56,8
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	4,2	2,9	4,5	5,4	6,0	7,3	8,3	8,5	5,7	8,3
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	4,1	3,7	4,1	5,0	5,7	6,5	6,7	7,1	5,3	7,2
ULC (% r/r)	1,9	1,5	1,8	3,0	2,5	2,8	2,6	2,3	2,5	2,8
Wydajność pracy (% r/r)	2,2	2,2	2,3	1,9	3,1	3,6	4,0	4,6	2,7	4,2

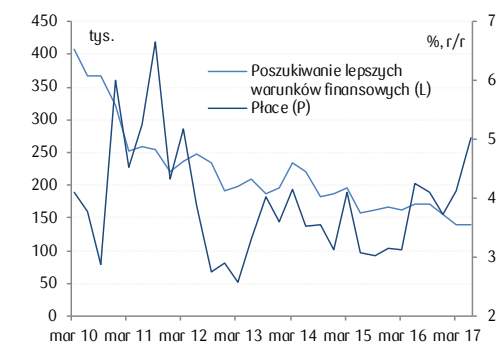
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Trend wzrostowy płac



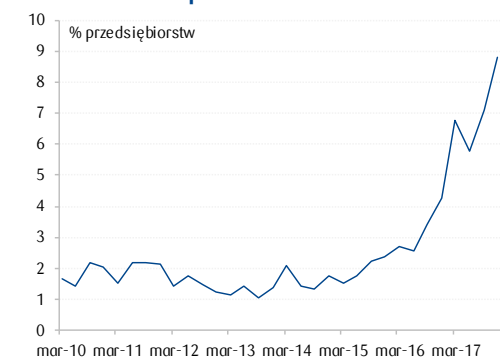
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Pracujący poszukujący pracy z lepszymi warunkami finansowymi a dynamika płac



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Bariera braku pracowników



Źródło: Szybki Monitoring NBP.

## (4). Procesy inflacyjne

### • Trendy bieżące

W 3q17 inflacja powróciła do trendu wzrostowego. Inflacja CPI przyspieszyła do 2,2% r/r we wrześniu z 1,5% r/r w czerwcu, wyrównując tegoroczny szczyt z lutego. W ciągu kwartału odnotowano wyraźne przyspieszenie cen żywności, do 5,0% r/r z 3,7% r/r, głównie za sprawą cen masła (wzrost o 48,1% r/r we wrześniu) oraz owoców. Przyspieszyły też ceny paliw. We wrześniu do 1,0% r/r z 0,8% r/r w czerwcu wzrosła inflacja bazowa, osiągając najwyższy poziom od czerwca 2014 r. Wzrost ten jest częściowo związany z wcześniejszym wprowadzeniem kolekcji jesień/zima, które tylko czasowo podniosły ścieżkę zmian cen odzieży i obuwia. „Inflacja usług”, która odzwierciedla głównie rosnące koszty pracy, wyhamowała do 2,7% r/r z 2,9% r/r, ale pozostała wyższa niż wskaźnik ogółem. W 3q17 wyraźnie przyspieszył wzrost cen towarów (do 2,0% r/r z 1,0% r/r).

### • Prognoza średnioterminowa

Wzrost inflacji w 3q17 miał charakter egzogeniczny. Część czynników, która do niego doprowadziła, wyczerpuje się (np. krajowe i zagraniczne dane hurt. sugerują wyhamowanie wzrostów cen masła). W perspektywie kilku miesięcy niskie tegoroczne zbiory owoców (efekt wiosennych przymrozków) przełożą się na dalszy wzrost cen tej kategorii. Prognozujemy, że do listopada br. inflacja CPI utrzyma się na poziomie zbliżonym do 2,2% r/r, aby na przełomie roku wyraźnie spowolnić za sprawą efektu wysokiej bazy. Sukcesywnie wzrastać będzie jednak fundamentalna presja inflacyjna, odzwierciedlająca wzrost kosztów pracy i zamknięcie ujemnej luki popytowej. W konsekwencji prognozujemy, że o ile na koniec 2017r. inflacja bazowa wyniesie 0,8% r/r, to w grudniu 2018r. wyniesie już 2,2% r/r. Istotnym czynnikiem wpływającym na trendy cenowe będą decyzje regulacyjne/administracyjne (ceny mediów, leków, czynsze w galeriach handlowych). Wzrosty cen surowców w ostatnich miesiącach podniosły wskaźnik PPI, ale efekty wysokiej bazy cen paliw kopalnych zepchną ją w grudniu br. poniżej 2% r/r. W danych widać jednak narastanie wewnętrznej presji na wzrost cen produkcji i przyspieszenie bazowego wskaźnika PPI. Źródłem tego jest coraz częstsze reagowanie przez firmy na szybszy wzrost kosztów niż przychodów podwyżkami cen swoich towarów i usług (subindeks cen wyrobów gotowych w PMI jest najwyższy od kwietnia 2011r.).

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

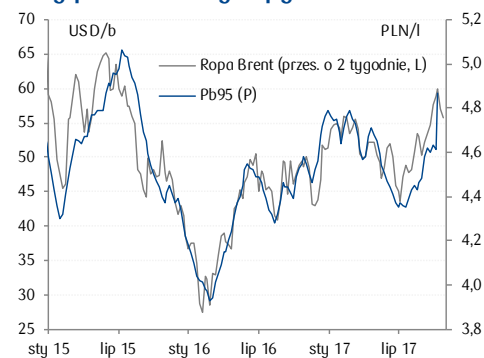
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji są: (1) zmiany kursu PLN, (2) wahania globalnych cen surowców, (3) skala wzrostu presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy.

### Procesy inflacyjne

	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	2017	2018
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,5	0,8	2,0	1,5	2,2	1,7	2,0	2,7	1,7	2,5
Inflacja CPI – średnia w okresie (% r/r)	-0,8	0,2	2,0	1,8	1,9	2,0	1,8	2,4	1,9	2,3
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,2	0,3	0,8	0,8	1,1	1,2	1,0	1,2	1,0	0,9
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,8	-0,1	0,9	0,5	0,3	0,2	0,1	0,3	0,5	0,4
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8	0,4	1,0
Inflacja bazowa† (% r/r)	-0,4	0,0	0,6	0,8	1,0	0,8	1,3	1,6	0,8	2,2
Inflacja PPI† (% r/r)	0,2	3,2	4,8	1,7	3,6	1,6	0,6	2,8	1,6	2,3
Deflator PKB (% r/r)	0,6	-0,3	1,9	1,6	2,0	1,9	1,9	2,0	1,9	2,0
ULC (% r/r)	1,9	1,5	1,8	3,0	2,5	2,8	2,6	2,3	2,5	2,8
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,5

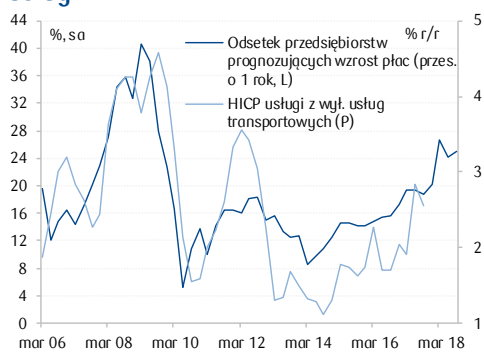
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

### Ceny paliw vs ceny ropy



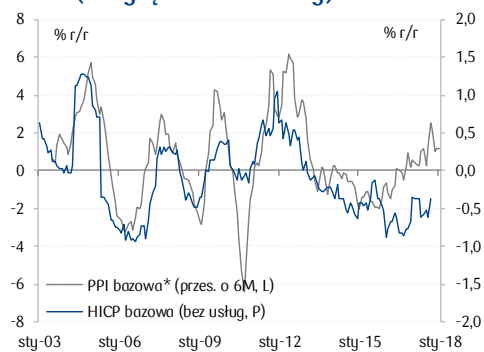
Źródło: Datastream, BM Reflex, PKO Bank Polski.

### Wzrost presji kosztowej podniesie ceny usług



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.

### Inflacja bazowa PPI vs inflacja bazowa HICP (z wyłączeniem usług)



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski.



## (5). Równowaga zewnętrzna

### Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) poprawiło się w sierpniu do -0,2% PKB (w ujęciu 12-mies.) przy wzroście nadwyżki handlowej (w ujęciu 12-mies. do 0,4% PKB w sierpniu z 0,2% PKB w czerwcu) za sprawą osłabienia dynamiki importu i przyspieszenia tempa wzrostu eksportu (poprawa światowej koniunktury i wzrost zamówień eksportowych). Dane GUS pokazują, że wyraźnie przyspiesza import z gospodarek rozwiniętych, co może być sygnałem wzmocnienia popytu inwestycyjnego w kraju. Od marca widoczna jest stopniowa poprawa salda na rachunku kapitałowym, sygnalizujący wzrost napływu środków z UE. Po spadku w czerwcu związanym z przejęciem Banku Pekao SA przez PZU i PFR, do trendu wzrostowego wróciły bezpośrednio inwestycje zagraniczne.

### Prognoza średnioterminowa

Poprawa światowej koniunktury i popytu zewnętrznego będzie nadal wspierała polski eksport, ale przy rosnącej bazie jego roczna dynamika powinna stopniowo wyhamowywać. Jednocześnie, pomimo wygaśnięcia efektów ubiegłorocznego wzrostu cen ropy, dynamika importu nie będzie wyraźnie spowalniać z uwagi na wzmocnienie popytu krajowego, w szczególności inwestycyjnego. W efekcie, nadal prognozujemy zmniejszenie nadwyżki w handlu towarami w ciągu następnych kwartałów. To, wraz ze wzrostem transferów płac imigrantów za granicę (oraz transferem dochodów nierezydentów) będzie się przekładać (mimo wzrostu nadwyżki w usługach) na wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących. Z drugiej strony, oczekiwany wzrost napływów środków z UE (saldo kapitałowe) oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych powinny (wraz z coraz szybciej rosnącym nominalnym PKB) przekładać się na spadek relacji zadłużenia zagranicznego do PKB do najniższego poziomu od 2010 r.

### Czynniki ryzyka dla prognozy

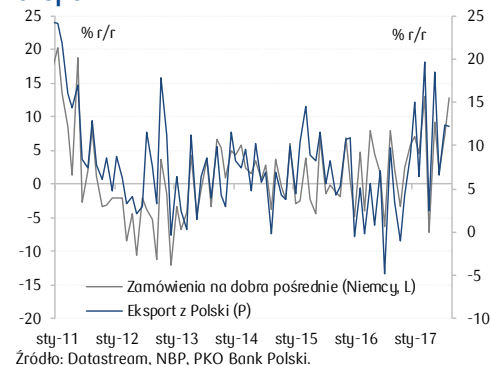
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) siła popytu zewnętrznego względem siły popytu krajowego (2) zmiany kursowe, (3) ceny surowców (w szczególności ropy), (4) działania protekcyjnistyczne na świecie.

### Równowaga zewnętrzna

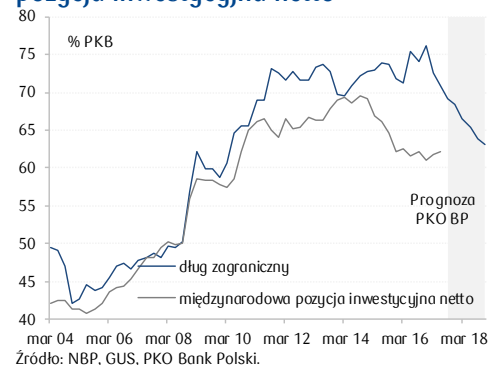
	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	2017	2018
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	-0,3	0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5	-0,3	-0,8
Bilans handlowy (% PKB)	0,8	0,7	0,6	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	-0,1
Eksport (% r/r)	2,6	3,9	13,8	8,9	8,9	7,7	9,2	8,5	9,8	8,2
Import (% r/r)	1,8	5,3	15,5	12,3	10,0	9,0	9,4	9,8	11,6	8,8
Saldo usług (% PKB)	3,1	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7	3,6	3,9
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,0	-4,0	-3,6	-4,0	-3,9	-3,9	-4,1	-3,8	-3,9	-4,3
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,8	1,0	0,6	0,8	1,2	1,5	1,8	2,3	1,5	2,0
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,1	4,9	3,3	0,5	-0,9	-1,0	-0,3	0,8	-1,0	1,2
Bezpośrednie inwestycje zagr. netto (% PKB)	2,5	1,2	0,6	-0,5	-0,4	0,4	0,9	1,7	0,4	1,8
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	-0,1	0,8	0,6	0,5	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Przeptywy generujące zadłużenie (% PKB)	-3,8	-6,7	-4,2	-0,2	0,5	-0,6	-2,1	-4,7	-0,6	-4,0
Zmiana rezerw (% PKB)*	-2,3	-4,8	-3,2	-0,3	0,8	0,5	-0,3	-1,7	0,5	-1,5
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,1	-0,9	-0,8	-0,5	-0,8	-0,7	-0,5	-0,8	-0,7	-1,0
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	74,2	76,2	72,5	70,9	69,1	68,5	66,5	65,4	68,5	63,1
Sektor publiczny (% PKB)	31,5	32,4	30,8	30,1	29,4	29,2	28,3	27,9	29,2	26,9
Sektor prywatny (% PKB)	42,6	43,8	41,7	40,8	39,7	39,3	38,2	37,5	39,3	36,3

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

### Ożywienie w Niemczech wspiera polski eksport



### Dług zagraniczny vs międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto



## (6). Polityka pieniężna

### • Trendy bieżące

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła w ostatnich miesiącach parametrów polityki pieniężnej. Komunikacja Rady skupia się na sygnalizowaniu, że stopy procentowe NBP w najbliższych kwartałach pozostaną stabilne, ale po ponownym przyspieszeniu inflacji w 3q17 coraz silniej słychać głosy (już 6 z 10 członków RPP) wskazujące na możliwość wcześniejszej podwyżki stóp. Na razie Rada wydaje się nie doceniać rosnącej dynamiki wynagrodzeń oraz potencjalnego wpływu wzrostu płac na presję kosztową.

### • Prognoza średnioterminowa

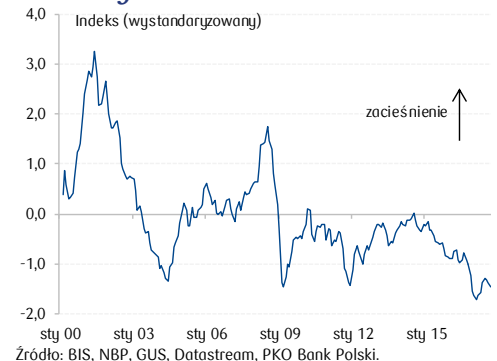
Egzogeniczny, a także przejściowy charakter obecnego wzrostu inflacji (tegoroczny szczyt na poziomie 2,2-2,3% r/r inflacja osiągnie w listopadzie, aby później silnie spowolnić na przełomie roku) wspiera bieżące, „gołębie” nastawienie RPP. Nie oznacza to jednak, że w najbliższych miesiącach nie będą rosły oczekiwania na podwyżki stóp NBP. Uważamy jednak, że zmaterializują się one dopiero pod koniec przyszłego roku (w listopadzie), na co wpłynie silniejszy od założeń NBP wzrost płac, przyspieszenie inflacji bazowej w 2018 r. oraz obawy o wpływ trwałego utrzymywania się ujemnych realnych stóp procentowych na oszczędności gospodarstw domowych. Jednocześnie, z uwagi na oczekiwaną (stromą) ścieżkę inflacji CPI w 2q18 nie wykluczamy, że już wtedy złożone mogą zostać pierwsze wnioski o podwyżkę stóp.

Ostatnie wypowiedzi „umiarkowanych” członków Rady (G.Ancyparowicz, J. Kropiwnickiego i J.Osiatyńskiego), wskazują, że wzrasta ich skłonność do podwyżki stóp procentowych. Powoduje to, że bilans ryzyka dla naszej prognozy ścieżki stóp procentowych NBP staje się symetryczny wobec wcześniejszej asymetrii w stronę późniejszego początku podwyżek stóp (dopiero w 2019 r.).

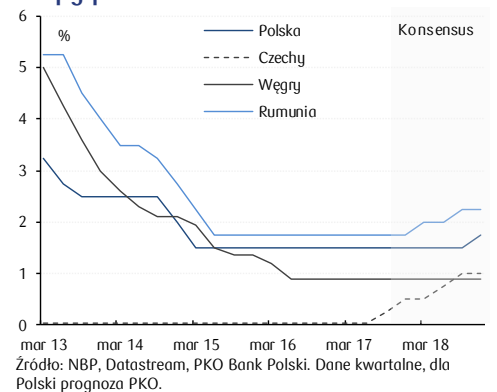
### • Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych 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, (4) zmiany stopy oszczędności gospodarstw domowych oraz (5) czynniki regulacyjne.

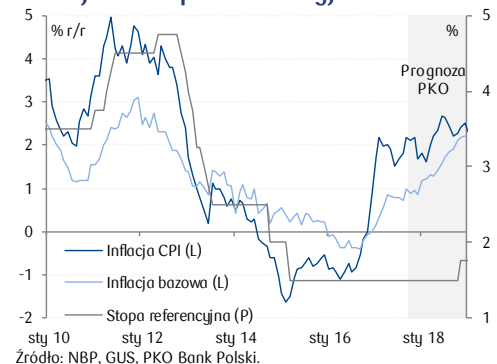
### Monetary Conditions Index dla Polski



### Stopy procentowe w EŚiW



### Inflacja vs stopa referencyjna



## Polityka pieniężna

	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	2017	2018
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
Realna st. proc. defl. CPI (%)	2,05	0,69	-0,49	-0,03	-0,68	-0,18	-0,50	-1,16	-0,18	-0,77
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,91	1,50	0,94	0,72	0,52	0,66	0,17	-0,09	0,66	-0,46
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Stopa redysk. weksli(%)	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00
REER defl. CPI (% r/r)	-3,5	-3,5	-0,1	5,1	3,6	6,4	2,8	2,8	3,7	0,6
Nominalny PKB (% r/r)	3,0	2,1	6,0	5,6	6,6	6,5	6,5	6,7	6,2	6,4

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

## (7). Polityka fiskalna

### Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA) w 2q17 obniżył się do rekordowo niskiego poziomu 1,8% PKB (z 2,0% PKB po 1q17). Wynik strukturalny pierwotny wyniósł +0,1% PKB (wobec -0,2% PKB w 1q17), co wskazuje na kontynuację antycyklicznego działania polityki fiskalnej w pierwszej połowie roku. Wydatki publiczne w relacji do PKB wyniosły 41,4% PKB (4 kw. skum. i w tym ujęciu były rekordowo niskie). Jednocześnie po czerwcu odnotowano rekordowo wysoki wynik budżetu państwa (nadwyżka 5,9 mld zł). Złożyły się na niego: (1) cykliczna poprawa dochodów, (2) poprawa ściągłości podatków, (3) zmiany/przesunięcia w harmonogramach płatności podatków, (4) zerowa dynamika wydatków oraz (5) rekordowa wypłata z zysku NBP. **Dług publiczny (wg ESA) obniżył się na koniec 2q17 do 53,4% PKB z 54,0% PKB na koniec 1q17.**

### Prognoza średnioterminowa

Szacujemy, że w latach 2017-2018 deficyt fiskalny pozostanie stabilny (-2,3% PKB w 2017 r. oraz -2,5% PKB w 2018 r.), implikując kontynuację poluzowania fiskalnego (pozytywny impuls fiskalny wyniesie wg naszych szacunków 0,1% PKB w 2017 r. i 0,5% PKB 2018 r.). Na końcowy wynik budżetu państwa (i całego sektora) w tym roku wpływ będzie mieć skala wzrostu wydatków inwestycyjnych (głównie poza budżetem państwa) oraz koszty obniżenia wieku emerytalnego. Ostateczny poziom deficytu budżetowego zależeć może również od ewentualnego przesunięcia dochodów/wydatków między 2017 a 2018 r. (podobnie jak to miało miejsce na przełomie 2016/2017). Oczekiwane przez nas dalsze przyspieszenie inwestycji publicznych (w 2q17 wzrosły o 12,7% r/r) zmniejsza przestrzeń fiskalną dostępną w następnych latach (np. plany inwestycyjne samorządów na lata 2017-2018 zostały ponownie zrewidowane w górę w sierpniu o kolejne 5 mld zł) i może skłonić do „przerzucenia” części przyszłorocznych wydatków w koszty tegorocznego budżetu (szacujemy potencjał do takiego ruchu na 5-10 mld zł). **Relacja dług/PKB powinna się dalej obniżyć:** do 53,8% PKB w 2017 r. i 53,3% PKB w 2018 r., dzięki (1) wysokiemu nominalnemu wzrostowi PKB oraz (2) wysokiemu transferowi zysku NBP do budżetu państwa w 2017 r. (8,7 mld zł), zmniejszającemu potrzeby pożyczkowe.

### Czynniki ryzyka dla prognozy

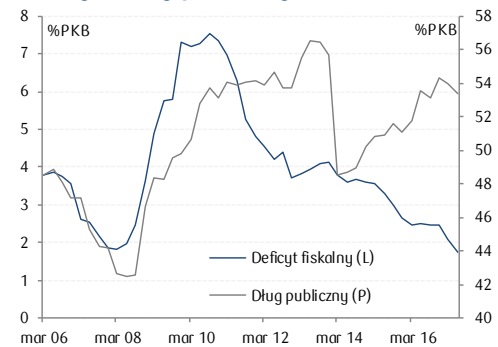
Główne czynniki ryzyka to: (1) skala poprawy ściągłości podatków, (2) tempo absorpcji środków z UE (wobec potencjalnego braku zasobów pracy i mocy produkcyjnych firm, szczególnie w sektorze budownictwa); (3) wahania PLN i rentowności obligacji skarbowych.

### Polityka fiskalna†

	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2q18	2017	2018
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,4	-2,5	-2,1	-1,8	-2,0	-2,3	-2,4	-2,4	-2,3	-2,5
Dochody (% PKB, ESA2010)	39,1	38,9	39,1	39,3	39,7	40,4	40,4	40,6	40,4	40,8
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,5	41,3	41,2	41,1	41,7	42,7	42,8	43,0	42,7	43,4
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,7	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,9
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,6	-0,6	-0,2	0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-1,0	-0,7	-1,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	53,2	54,4	54,0	53,4	53,0	53,8	52,8	52,4	53,8	53,3
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	-2,5	x	x	x	-1,7	x	x	-1,7	-2,0
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	-2,5	x	x	x	-2,2	x	x	-2,2	-2,7
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	52,1	x	x	x	49,0	x	x	49,0	48,0

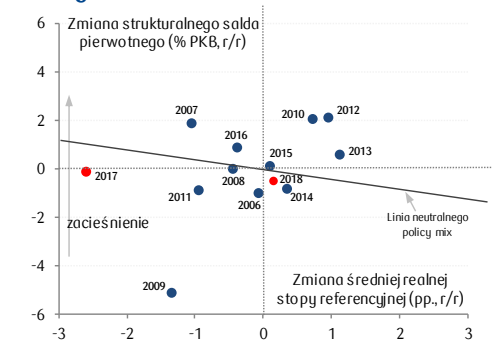
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

### Deficyt i dług publiczny (ESA)



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

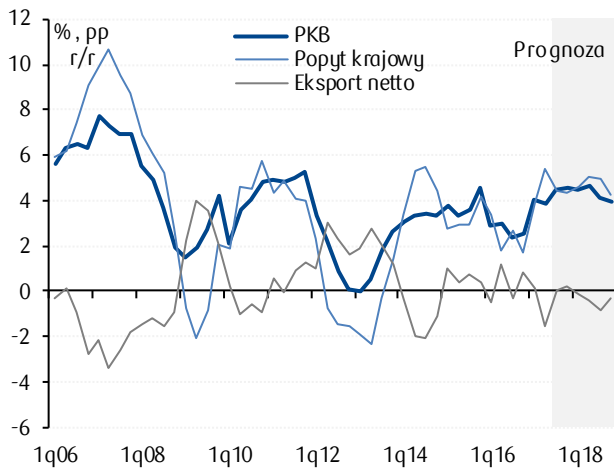
### Policy mix



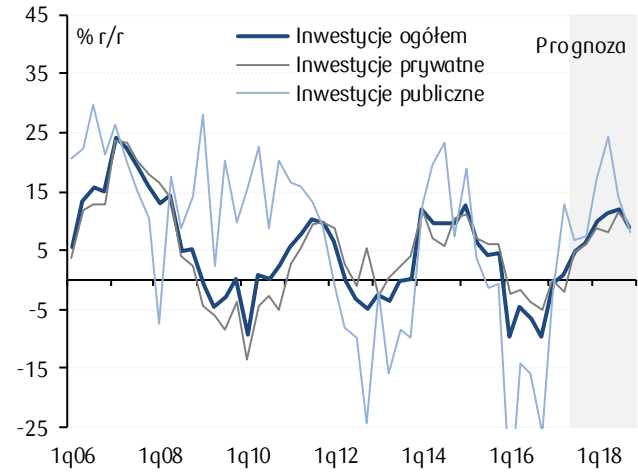
Źródło: MF, Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.



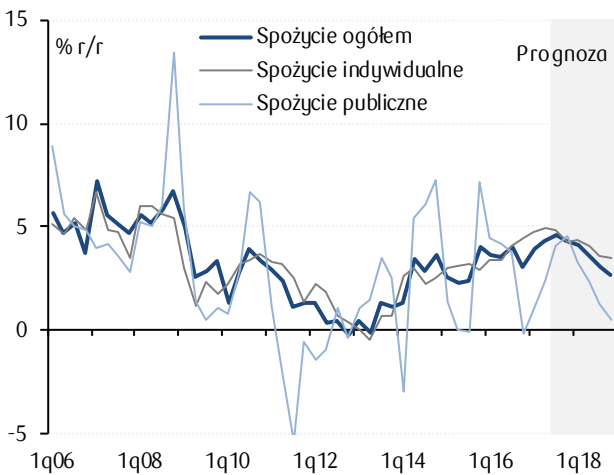
**Realny PKB<sup>^</sup>**



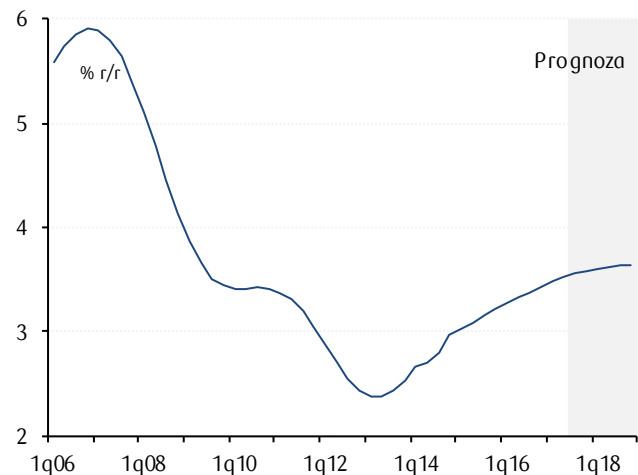
**Popyt inwestycyjny<sup>^</sup>**



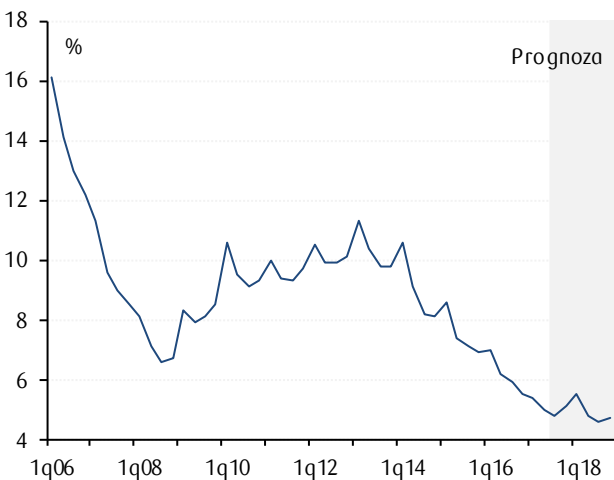
**Popyt konsumpcyjny<sup>^</sup>**



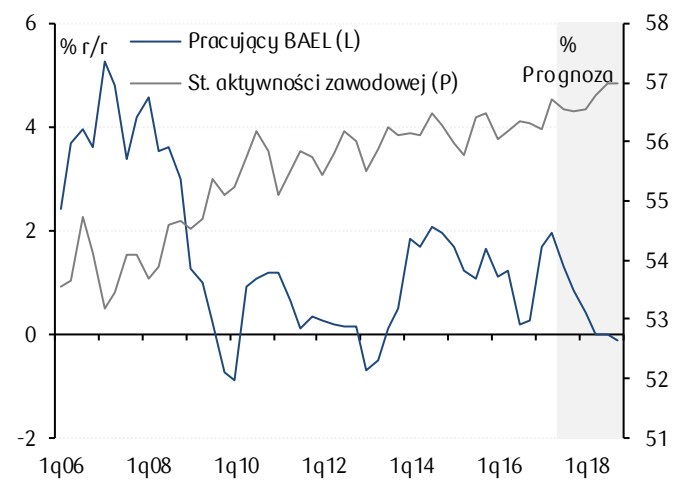
**Produkt potencjalny<sup>\*</sup>**



**Stopa bezrobocia BAEL<sup>\*\*</sup>**

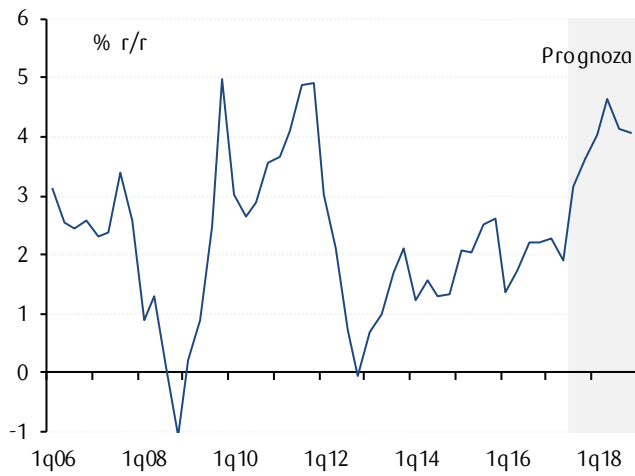


**Pracujący BAEL i aktywność zawodowa<sup>\*\*</sup>**

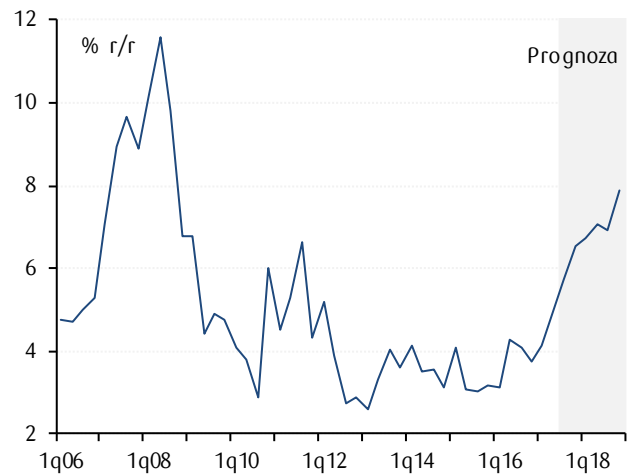


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych. \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^ komplet danych ze sfery realnej (kwartalne i roczne) sprzed rewizji 23.10. Pełne dane kwartalne spójne z ujawnionymi danymi rocznymi będą dostępne do końca listopada.

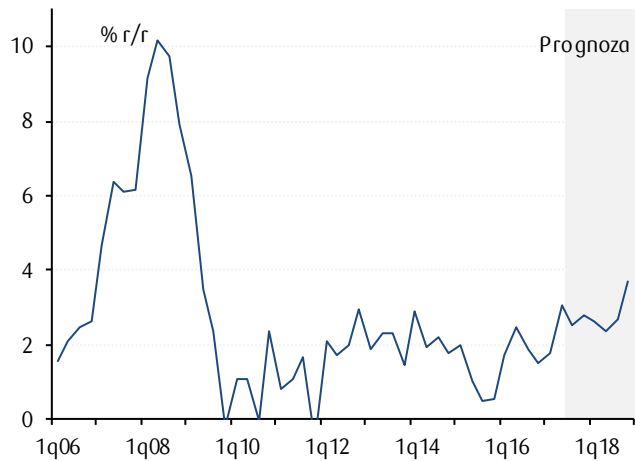
**Wydajność pracy\***



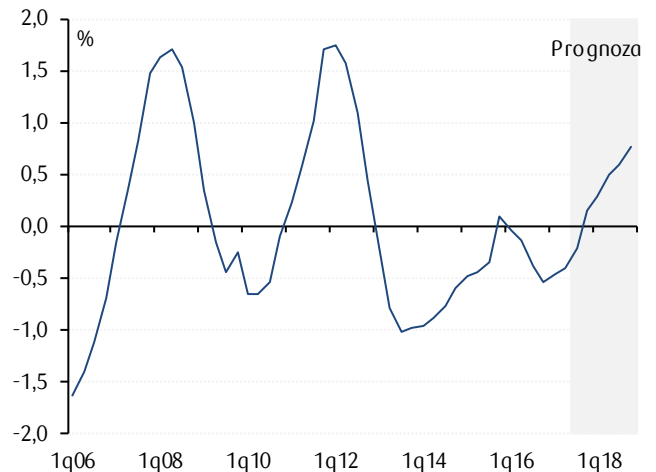
**Płace w gospodarce narodowej**



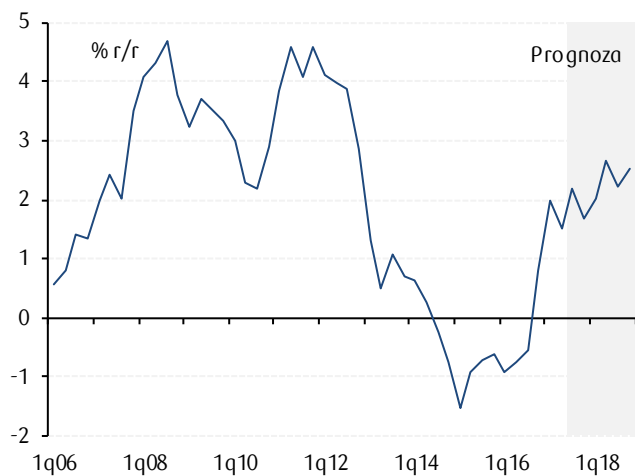
**Jednostkowe koszty pracy\***



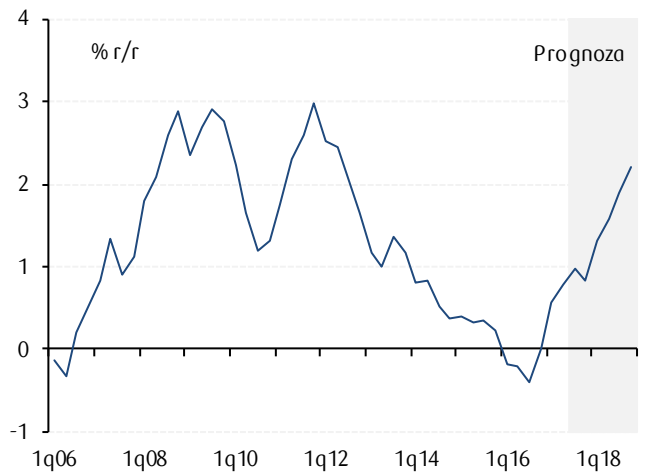
**Luka popytowa**



**Inflacja CPI**

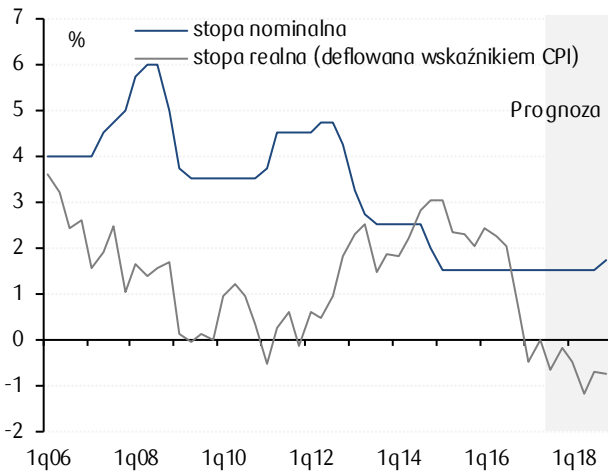


**Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)**

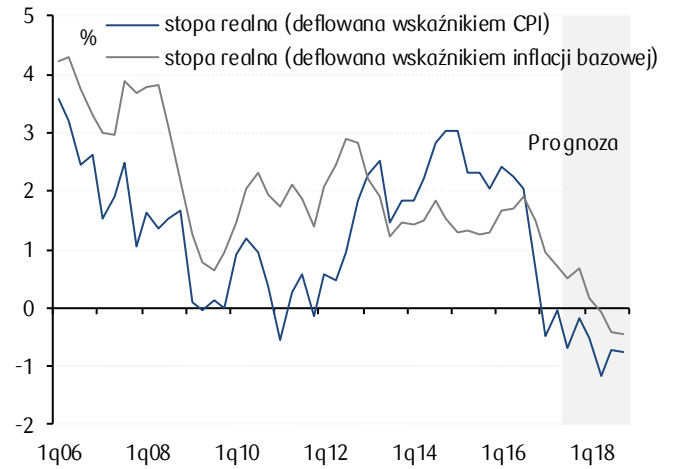


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

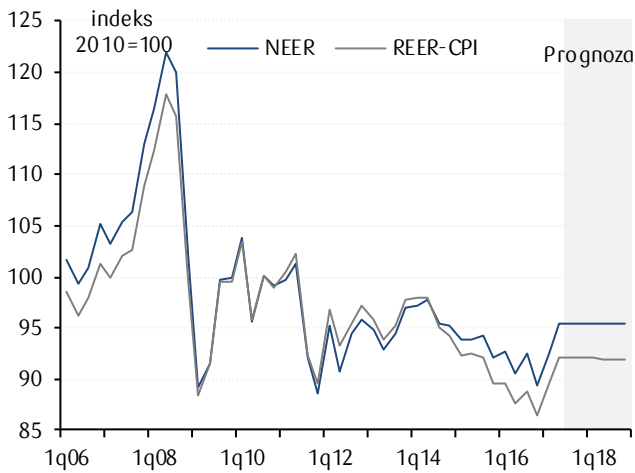
Stopy nominalne vs. realne



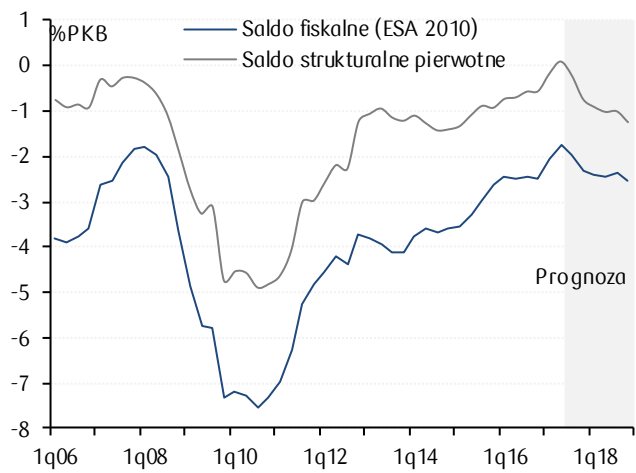
Stopy realne



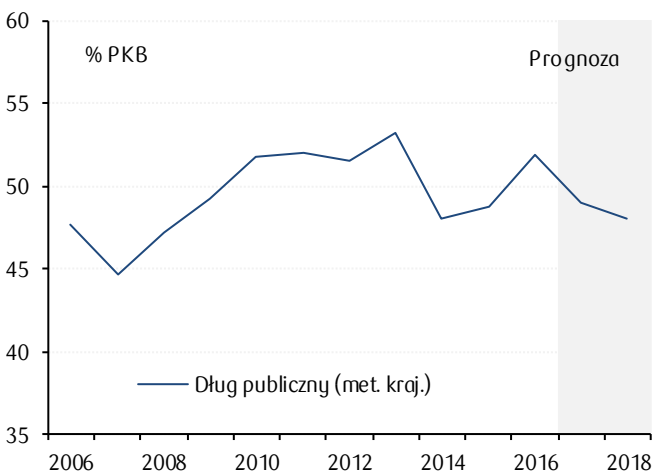
Założenia dotyczące NEER i REER\*



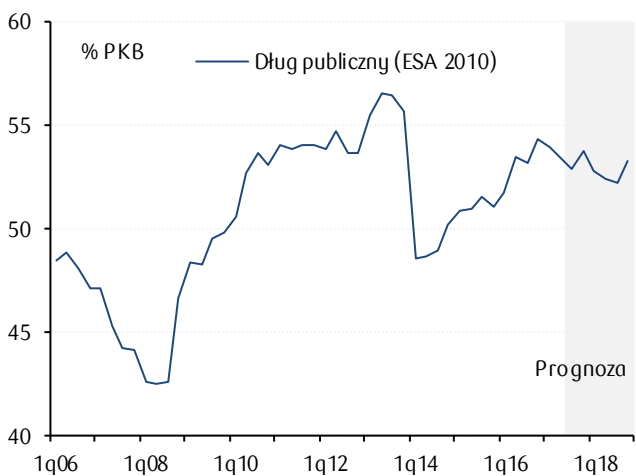
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)



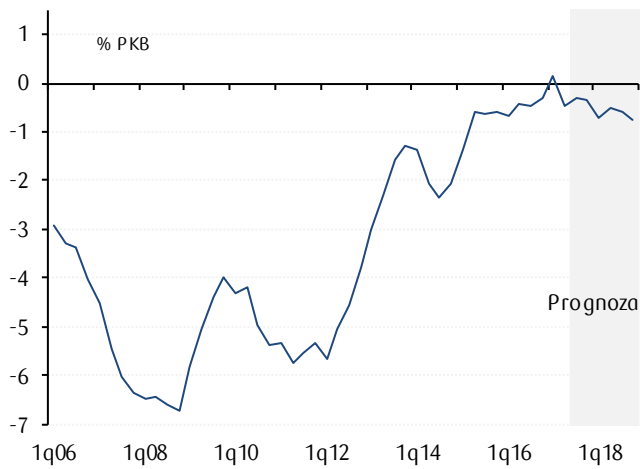
Dług publiczny (ESA 2010)



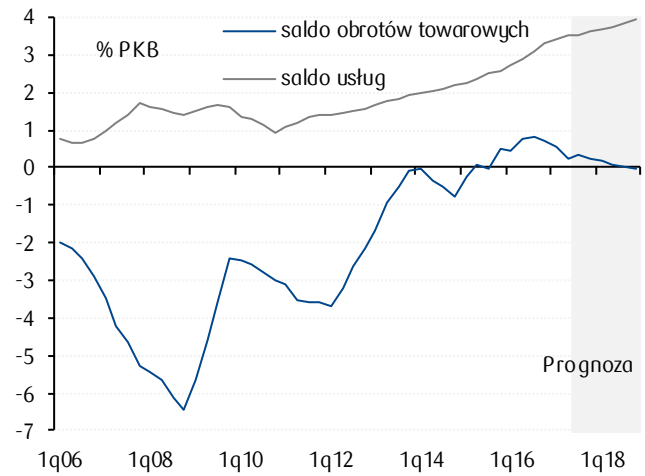
Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski \*wzrost oznacza aprecjację.



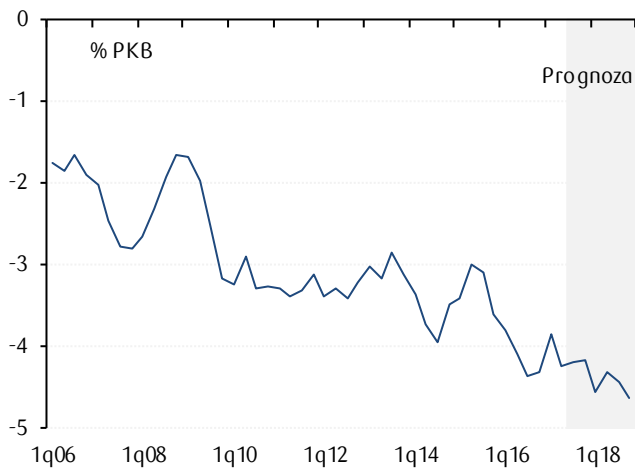
**Saldo rachunku obrotów bieżących**



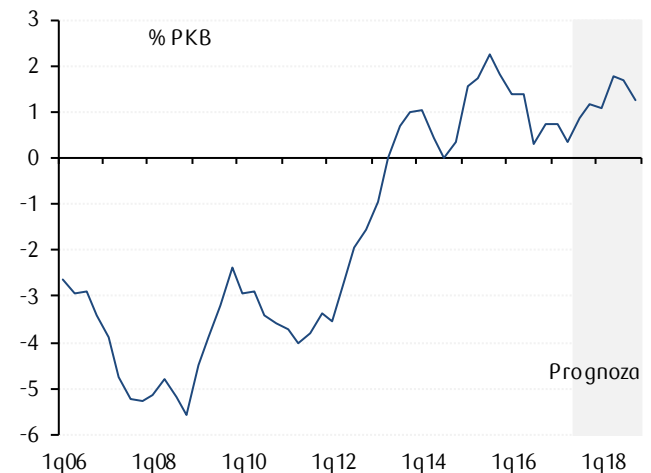
**Saldo handlu zagranicznego**



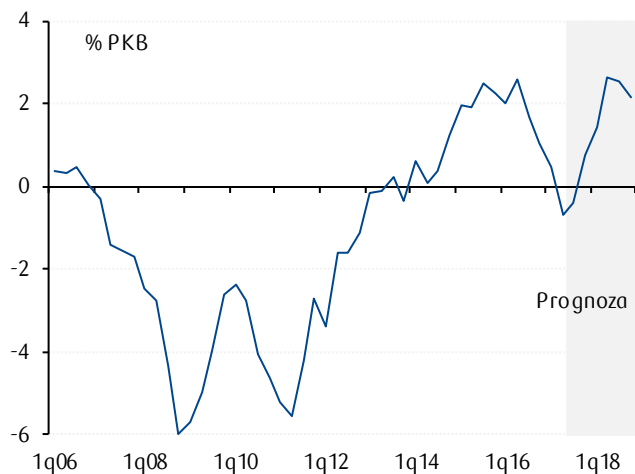
**Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych**



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



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



**Zadłużenie zagraniczne**



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



## Prognozy długoterminowe<sup>^</sup>

	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	2,7	4,2	4,3
Popyt krajowy (% r/r)	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	4,6	4,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,7	3,9
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	3,7	10,4
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	2,4	2,2	3,3	0,0	0,3	4,3	3,5	1,2	4,1	4,6
Zapasy (pkt. proc.)	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,4	-0,2	1,2	0,5	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,3	-0,3	-0,4
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,6
Nominalny PKB (mld PLN)	1362	1445	1567	1629	1657	1720	1799	1851	1966	2092
<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	1,4	0,1
Wsk. akt. zawodowej (%)	54,9	55,8	55,5	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,5	56,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	5,1	4,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,1	6,5
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2
Wydajność pracy (% r/r)	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,3	1,9	2,7	4,2
ULC (% r/r)	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,2	1,0	1,9	2,5	2,8
<b>Procesy inflacyjne</b>										
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,3
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,9
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	1,0
Inflacja bazowa (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	1,7
Deflator PKB (% r/r)	3,9	2,4	3,2	2,4	0,4	0,6	0,7	0,2	1,9	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	1328,0	1438,8
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	4,9	8,3
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,8	3,2	5,8
Kredyty ogółem (mld PLN)	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1182,2	1258,4
Kredyty ogółem (% r/r)	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	4,6	6,4
Depozyty ogółem (mld PLN)	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1210,7	1295,5
Depozyty ogółem (% r/r)	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	5,8	7,0
<b>Bilans płatniczy</b>										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,3	-0,8
Bilans handlowy (% PKB)	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,2	-0,1
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	76,2	68,5	63,1
<b>Polityka fiskalna</b>										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-2,3	-2,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-4,9	-2,3	-1,1	-1,6	-1,6	-0,9	-0,8	-0,7	-0,9
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-4,7	-4,8	-3,0	-1,2	-1,2	-1,4	-0,9	-0,6	-0,7	-1,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,3	51,1	54,4	53,8	53,3
<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	1,75
Realna st. ref. defl. CPI (%)	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	0,69	-0,18	-0,77
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,66	-0,46
Stopa lombardowa (%)	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,75
REER defl. CPI (% r/r)	-15,0	5,1	-3,5	-0,5	0,0	0,6	-4,8	-3,8	3,7	0,6

Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, \*popyt krajowy z wyłączeniem zapasów; \*komplet danych ze sfery realnej (kwartalne i roczne PKB i komponenty) sprzed rewizji 23.10. Pełne dane kwartalne spójne z ujawnionymi danymi rocznymi będą dostępne do końca listopada.

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, zarejestrowaną 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.