Kwartalnik Ekonomiczny

2q24

Analizy Makroekonomiczne

19 czerwca 2024

Bank Polski | Centrum Analiz

Gospodarka paradoksów

- **Globalna gospodarka pozostaje w trybie „miękkiego lądowania", a główne banki centralne wkraczają w fazę łagodzenia polityki pieniężnej.** EBC nietypowo dla siebie rozpoczął redukcję stóp przed Fed, który potrzebuje więcej czasu, aby upewnić się, że następuje schłodzenie rynku pracy, a inflacja trwale wraca do celu. W naszej ocenie amerykańscy bankierzy centralni dojrzeją do pierwszej obniżki we wrześniu tego roku. Symptomy ożywienia w Chinach wspierają oczekiwania na globalne ożywienie, ale sytuację komplikuje zaostrzenie wojen handlowych – cła na chińskie samochody i odwet Pekinu.
- **Ożywienie polskiej gospodarki nabiera kształtów.** Po danych za 1q24 teza o silnym ożywieniu konsumpcji i jego kluczowej roli w strukturze wzrostu PKB nie budzi wątpliwości. W kolejnych kwartałach do konsumpcji będą stopniowo dołączać inwestycje. Będzie nam też sprzyjać poprawa koniunktury za granicą. W kolejnych kwartałach zaniknie podkreślana przez nas dotychczas rozbieżność kierunku realnych i nominalnych zmian w gospodarce.
- **Rynek pracy jest pełen paradoksów.** Mimo ożywienia gospodarczego, następuje znaczny spadek popytu na pracę (efekt nominalnego spowolnienia gospodarki i ograniczania kosztów przez firmy), a spadkowi zatrudnienia towarzyszy niskie bezrobocie (osłabienie popytu na pracę pochłania spadek liczby osób w wieku produkcyjnym i pogorszenie salda migracji) oraz przyspieszenie płac (efekt dużej podwyżki płacy minimalnej i płac w sferze budżetowej). W spadku zatrudnienia doszukujemy się także strukturalnych przesunięć na rynku pracy, korzystnych dla produktywności. Zapowiedziane przez rząd ograniczenie podwyżek płac w budżetówce i płacy minimalnej znormalizuje sytuację na rynku pracy z korzyścią dla stabilności makro.
- **Finanse publiczne są nadal napięte, ale sytuacja nie wymyka się spod kontroli.** Wejście w procedurę nadmiernego deficytu wymusi redukcję deficytu od 2025. Ostra dezinflacja, która w tym roku negatywnie wpływa na stronę dochodową, w przyszłym roku pomoże ograniczyć dynamikę wydatków.
- **Trendy dezinflacyjne pozostają silne, absorbując dużą część proinflacyjnych zmian regulacyjnych.** Osłabienie impetu inflacji bazowej jest na tyle silne, że uwzględnienie w naszych założeniach częściowego odmrożenia cen energii nie wpłynęło na naszą prognozę średniorocznej inflacji w 2024 (3,5%). Na przełomie 2024/2025 inflacja CPI będzie powyżej celu, ale wróci do niego na trwałe od końca 2025 dzięki spadkowi dynamiki jednostkowych kosztów pracy.
- **RPP pozostaje uparcie konserwatywna, skupiając się na proinflacyjnych czynnikach ryzyka.** Dopiero bliska perspektywa trwałego osiągnięcia celu ma umożliwić powrót do obniżek stóp. Takie mało wyprzedzające podejście odsuwa w czasie dalsze dostosowanie stóp NBP na połowę 2025.
- **Pozycja zewnętrzna gospodarki przestała się poprawiać**, ale **nadal mamy** nadwyżkę CA i spadkowy trend zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB.
- **Ożywienie gospodarcze i dezinflacja to trendy obecne w całym regionie.** Na tle regionu w latach 2024-2025 Polska będzie mieć relatywnie mocny wzrost PKB, relatywnie wysoką inflację i mniejszą skalę redukcji stóp procentowych.

Główny Ekonomista
Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 693 333 127

Biuro Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34
@PKO_Research
https://centrumanaliz.pkobp.pl/

Marta Petka-Zagajewska
Dyrektor Biura
tel. 691 335 426

Urszula Kryńska
Kierownik
tel. 722 060 794

Szymon Fabiański
Ekonomista
tel. 722 051 585

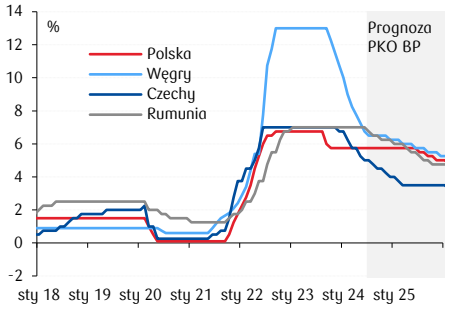
Kamil Pastor
Ekonomista
tel. 723 670 836

Agnieszka Pierzak
Ekonomistka
tel. 666 823 657

Michał Reczek
Ekonomista
tel. 783 552 546

Anna Wojtyniak-Stefańska
Ekonomistka
tel. 698 635 126

Stopy procentowe w regionie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Realny PKB (% r/r)	2,0	3,6	4,2	4,7	4,2	3,7	3,7	3,7	0,2	3,7	3,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,8	2,8	2,8	3,1	2,8	2,7	2,7	2,8	2,9	2,8
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,8	2,5	4,3	4,6	5,7	5,2	3,7	3,4	11,4	3,5	4,5
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	5,4	3,9	3,8	4,0	3,7	3,5	2,9	2,5	10,1	4,2	3,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	1,2	1,4	1,1	0,8	1,0	0,8	0,6	0,3	1,6	0,8	0,3
Saldo fiskalne (% PKB)‡*	-5,3	-5,2	-5,0	-5,3	-5,1	-4,9	-4,9	-4,9	-5,1	-5,3	-4,9
Dług publiczny (% PKB)‡*	51,4	51,6	52,0	52,3	52,8	53,2	53,7	54,3	49,6	52,3	54,3
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,8	5,75	5,25	5,00	5,75	5,75	5,00

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

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

Trwa spowolnienie amerykańskiej gospodarki, pojawiają się oznaki ożywienia w strefie euro i kontynuowana jest globalna dezinflacja. Ograniczaniu dynamiki cen sprzyja normalizacja cen nośników energii, nadal stłumiony popyt i spadki cen w chińskim przemyśle. Źródłem obaw w USA i Europie pozostaje podwyższona inflacja cen usług, w strefie euro dodatkowo niepokoi wzrost płac przewyższający poprawę wydajności pracy. Wyzwaniem dla Europy jest nierówne ożywienie (wyjątkowo słaba kondycja Niemiec kontrastująca z dynamicznym wzrostem na południu strefy euro). Perspektywy dla UE jednak się poprawiają, prognozy wzrostu PKB są ostatnio rewidowane w górę (także dla Niemiec). Wzrost PKB w USA lekko spowalnia, ale pozostaje wysoki na tle państw rozwiniętych.

EBC na czerwcowym posiedzeniu rozpoczął obniżki stóp procentowych ruchem o 25pb, kończąc 9-miesięczny okres ich stabilizacji na historycznie wysokim poziomie. To pierwsza obniżka stóp EBC w tej skali od ponad 10 lat. W 1h24 stopy obniżyły też banki centralne Kanady, Szwecji, Szwajcarii, Czech i Węgier. Na obniżki nie zdecydowały się na razie Fed oraz BoE, ostrożne wobec nieco wyższych od oczekiwań danych inflacyjnych za 1q24.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

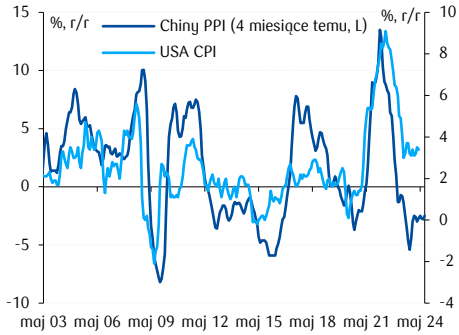
Zakładamy, że do końca tego roku Fed zdecyduje się na 2 obniżki stóp po 25pb, do 5,00%, a EBC obniży stopy jeszcze dwukrotnie po 25pb, do 3,75% na koniec roku. Przedstawiciele obu banków starają się schładzać oczekiwania na szybkie, „liniowe" luzowanie i podkreślają, że dalsze kroki będą zależne od napływających danych. Większość członków FOMC widzi pewną przestrzeń do obniżek, ale wyraźnie mniejszą niż wcześniej. **Mediana wskazań z czerwcowej prognozy dot-plots zapowiada w 2024 zaledwie jedną obniżkę o 25pb** (w marcu zakładano 3 obniżki po 25pb), ale Prezes J.Powell nie wyklucza, że będzie ich więcej. **EBC sygnalizuje gotowość do kolejnych redukcji stóp**, ale dopiero gdy dane zwiększą pewność co do powrotu inflacji do celu.

Spowolnienie w relatywnie szybko rosnącej gospodarce USA będzie wg nas niewielkie. Wzrost PKB w skali całego 2024 może przekroczyć 2%, mimo wciąż restrykcyjnej polityki pieniężnej. **W strefie euro jest szansa na umiarkowane ożywienie,** napędzane konsumpcją. Perspektywy wzrostu w Chinach poprawiają się (rewizje PKB w górę). Sytuację może zmienić wprowadzenie przez UE wysokich ceł na chińskie samochody elektryczne, co pewnie spotka się z odwetowym działaniem Chin, a to z kolei dodatkowy czynnik ryzyka dla Europy.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

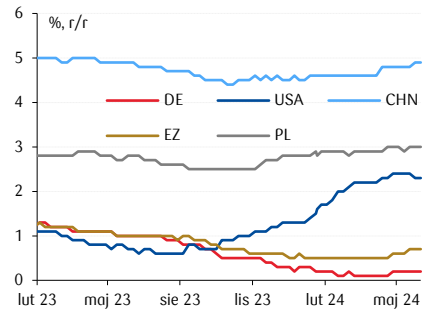
Głównymi źródłami niepewności są: (1) geopolityka (szczególnie Ukraina, Bliski Wschód, Tajwan, wojny celne z Chinami); (2) wynik wyborów prezydenckich w USA; (3) rynkowe konsekwencje działań banków centralnych; (4) skala i trwałość spowolnienia w Niemczech i Chinach.

Inflacja w największych gospodarkach



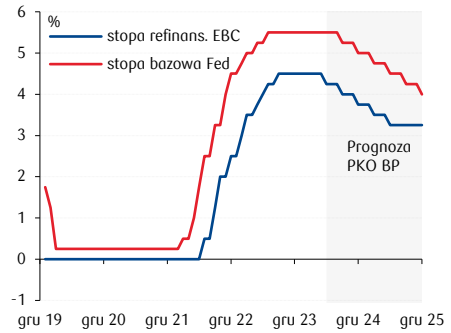
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Ewolucja prognoz PKB na 2024



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Otoczenie zewnętrzne

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Strefa euro: Realny PKB (%, r/r)	0,4	0,4	0,8	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	0,5	0,7	1,4
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	2,6	2,5	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	5,4	2,4	2,1
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	4,50	3,75	3,25
USA: Realny PKB* (%, r/r)	1,3	2,1	1,7	1,6	1,8	1,9	2,0	2,0	2,5	2,4	1,8
USA: Inflacja CPI (% r/r)	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	2,4	2,3	2,2	4,1	3,2	2,4
USA: Stopa procentowa *fed funds*(%)	5,50	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	5,50	5,00	4,00
Chiny: Realny PKB (%, r/r)	5,3	5,3	4,7	4,7	4,2	4,4	4,4	4,4	5,2	5,0	4,4
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	0,0	0,3	0,5	1,2	1,4	1,6	1,5	1,5	0,2	0,5	1,5

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; * q/q SAAR. Brak analogicznej stopy procentowej dla Chin

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

Wzrost PKB w 1q24 przyspieszył do 2,0% r/r wobec 1,0% r/r w 4q23, zgodnie z naszą prognozą i nieco silniej niż zakładał konsensus. Jego motorami były konsumpcja prywatna (zwiększyła się aż o 4,6% r/r po stagnacji w 4q23), spożycie publiczne i eksport netto. Początek roku przyniósł także złagodzenie negatywnych tendencji po stronie zmiany poziomu zapasów. Skalę odbicia PKB ograniczały inwestycje, które spadły o 1,8% r/r (po wzroście o 15,8% r/r w 4q23). Redukcja nakładów inwestycyjnych po zakończeniu unijnej perspektywy finansowej była mniejsza niż w analogicznym 2016, ale wyraźnie odbiła się na nakładach sektora publicznego (w tym spółek SP). W ujęciu kwartalnym (po odsezonowaniu) poziom PKB wzrósł względem 4q23 niezbyt imponująco, o 0,5% (po stagnacji w 4q23).

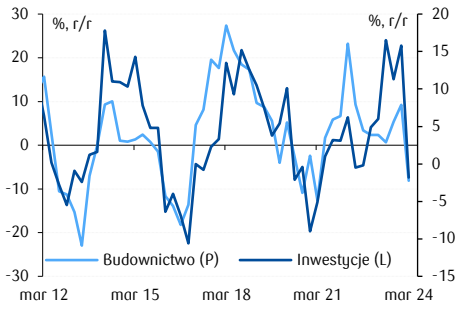
PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w 2024 o 3,7%, rewidując w górę prognozę konsumpcji, a w dół – inwestycji. Konsumpcja prywatna, wspierana najsilniejszym w historii wzrostem realnych dochodów, wzrośnie wg nas w tym roku o 4,7% (poprzednia prognoza: 4,0%). Korekta w górę to efekt większej skali podwyżek płac i prawdopodobnie mniejszej niż zakładaliśmy skali odbudowy oszczędności. W 2025 dynamika konsumpcji może minimalnie stracić impet, przy wolniejszym wzroście realnych dochodów. **Rewizja w dół prognozy inwestycji na 2024 (z 5,2% do 2,9% obecnie)** to wypadkowa istotnej korekty danych za 2023 oraz nieco głębszego niż zakładaliśmy spadku dynamiki nakładów na środki trwałe w 1q24 w związku z zakończeniem perspektywy finansowej 2014-2020. **Zakładamy, że od 2h24 inwestycjom coraz bardziej będą sprzyjać fundusze napływające w ramach KPO, a w 2025 dynamika inwestycji przyspieszy do 8,7%.** Kontynuowane będą inwestycje w transformację energetyczną, automatyzację oraz zwiększanie mocy eksportowych gospodarki. Tak jak zakładaliśmy przed kwartałem, do czynników wspierających PKB w 2q24 dołączą najpewniej zapasy, dla których cykl redukcji powinien dobiegać końca. W 2025 ich wpływ na wzrost gospodarczy może już być neutralny. Negatywnie od 2h24 do końca 2025 będzie najpewniej oddziaływał na PKB eksport netto - ekspansję eksportową ogranicza stagnacja w strefie euro (głównie w Niemczech), jednocześnie silniejszy popyt krajowy będzie podbijał import.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

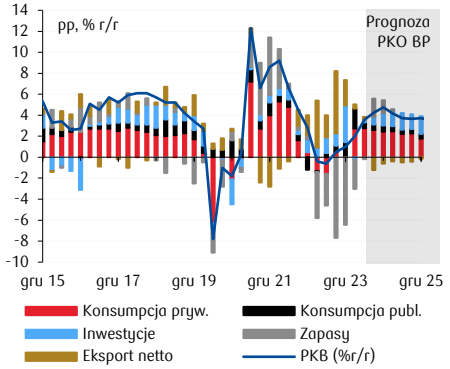
Głównymi źródłami niepewności są: (1) kondycja sektora eksportowego w obliczu rosnących kosztów (m.in. transformacji energetycznej) i dekoniunktury w Niemczech; (2) kształtowanie się realnych dochodów gospodarstw domowych i ich stopy oszczędności, (3) polityka fiskalna i monetarna, (4) przebieg wojny w Ukrainie i jej skutki, (5) tempo realizacji KPO.

Inwestycje i produkcja budowlana



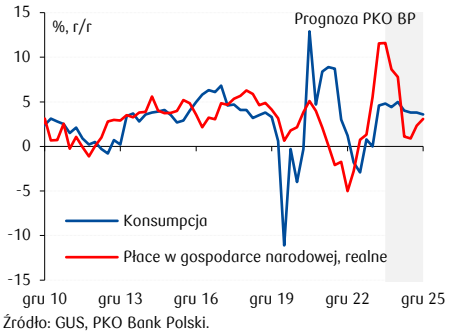
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dekompozycja wzrostu PKB



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Konsumpcja na tle płac



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Realny PKB (% r/r)	2,0	3,6	4,2	4,7	4,2	3,7	3,7	3,7	0,2	3,7	3,8
Popyt krajowy (pkt. proc.)	1,6	3,3	5,5	5,3	4,6	4,2	4,1	3,9	-3,9	4,0	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,6	4,8	4,4	5,0	4,0	3,8	3,8	3,6	-1,0	4,7	3,8
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	4,4	3,5	3,7	4,1	4,4	4,2	4,1	3,9	2,6	3,9	4,1
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,8	1,5	4,2	5,0	11,9	10,0	8,4	6,9	13,1	2,9	8,7
Publiczne‡ (% r/r)	-7,6	-4,5	7,9	7,7	15,3	14,1	12,3	10,6	29,2	0,9	13,1
Prywatne‡ (% r/r)	-0,2	3,4	2,8	3,4	10,8	8,8	6,8	4,7	6,7	2,3	7,8
Zapasy (pkt. proc.)	-2,8	-0,2	1,7	1,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-6,5	0,1	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	0,4	0,3	-1,2	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	4,1	-0,3	-0,4
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,1	2,6	6,2	5,8	5,4	8,3	8,3	6,6	-2,1	3,6	7,1
Potencjalny PKB‡ (% r/r)	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,2	3,3	3,4
Luka popytowa (% pot. PKB)	-1,1	-1,1	-0,8	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,8	-0,1

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

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

W 1q24 obserwowaliśmy kontynuację przeciwstawnych tendencji na rynku pracy. Dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej przyspieszyła silniej od oczekiwań, do 14,4% r/r, i była wyższa niż w sektorze przedsiębiorstw, gdzie ostatnie dane za marzec i kwiecień pokazały spowolnienie wzrostu do ok. 12% r/r. **Wynagrodzenia w ujęciu realnym rosły w tempie ok. 10% r/r, napędzane czynnikami regulacyjnymi (płaca minimalna, podwyżki w sferze budżetowej). Jednocześnie od początku roku obniżało się zatrudnienie w ujęciu r/r** – z wyłączeniem pandemii ostatni raz taka sytuacja miała miejsce w okresie dekoniunktury w 2013. Popyt na pracę pozostaje ograniczony, choć dane za 1q24 pokazały wyraźne wyhamowanie spadku liczby wolnych miejsc pracy w gospodarce do jednocyfrowego poziomu. **Towarzyszą temu relatywnie stabilne i niskie wskaźniki stopy bezrobocia.**

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

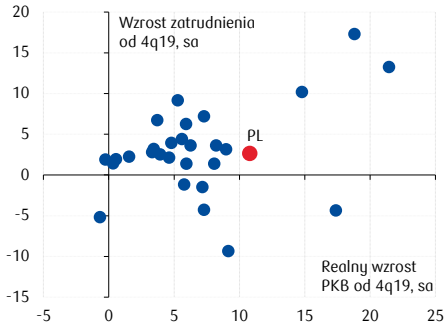
Dane o wynagrodzeniach w gospodarce narodowej za 1q24 zaskoczyły wyraźnie in plus, podnosząc ścieżkę płac na 2024, co mogło wynikać z silniejszego niż zakładaliśmy efektu podwyżek w sferze budżetowej. Podbijające siatkę płac oddziaływanie podwyżki płacy minimalnej powinno stopniowo wygasać, jednak w dalszej części roku hamowanie dynamiki wynagrodzeń będzie umiarkowane. **Po rewizji prognozy spodziewamy się, że w 2024 wynagrodzenia w gospodarce narodowej będą rosły silniej (średnio o 13,6%) niż w sektorze przedsiębiorstw (średnio o 11,4%).** Propozycja rządu wzrostu płacy minimalnej w 2025 o 7,6% i niewielkiej (4,1%) waloryzacji płac w budżetówce wspiera naszą prognozę jednocyfrowego wzrostu płac w przyszłym roku. Jednocześnie zakładamy, że przyspieszenie dynamiki PKB, przy ograniczonym popycie na pracę, przełoży się na cykliczne ożywienie wydajności, co z kolei będzie wspierać hamowanie jednostkowych kosztów pracy z dwucyfrowego poziomu w 1q24, do niskiego, jednocyfrowego tempa wzrostu w 2025.

Dużo słabsze niż można było oczekiwać dane o zatrudnieniu za pierwsze miesiące roku istotnie obniżyły punkt startowy prognozy, co w połączeniu z ograniczonymi planami zwiększania zatrudnienia, widocznymi we wskaźnikach koniunktury, przełożyło się na rewizję prognozy w kierunku stagnacji zatrudnienia w 2024, przy jego wzroście w 2025. Jednocześnie stopa bezrobocia pozostanie zbliżona do historycznie niskich poziomów, a jej dalszy spadek będzie ograniczany przede wszystkim przez bariery demograficzne.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

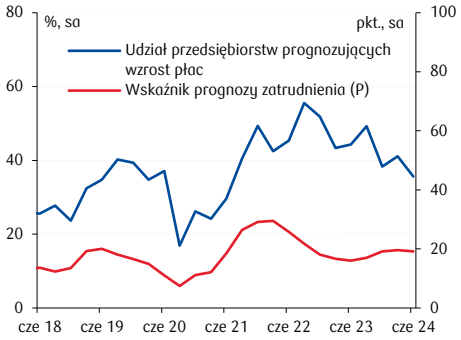
Główne źródła niepewności to: (1) skala migracji, w szczególności związanej z nową ustawą mobilizacyjną w Ukrainie; (2) uporczywość presji płacowej związanej z czynnikami regulacyjnymi; (3) przestrzeń firm do absorpcji rosnących kosztów pracy.

Skala odbudowy zatrudnienia na tle odbudowy aktywności gospodarczej w UE*



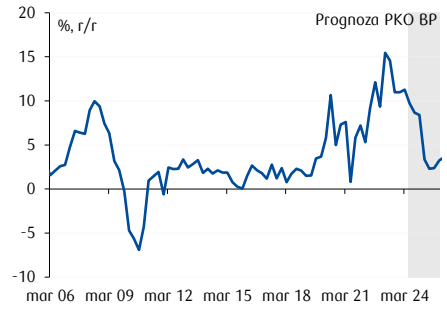
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *Dane o PKB obejmują okres do 1q24, dane o zatrudnieniu do 4q23 (grupa wiekowa 20-64 lata).

Plany przedsiębiorstw dotyczące płac i zatrudnienia



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Dynamika jednostkowych kosztów pracy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Rynek pracy

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	-0,2	-0,3	0,1	0,5	0,6	0,8	0,6	0,3	0,3	0,0	0,6
Pracujący BAEL (% r/r)	-0,8	-0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-0,1	-0,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,3	5,0	4,9	4,9	5,1	4,7	4,6	4,6	5,1	4,9	4,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	2,8	2,8	2,8	3,1	2,8	2,7	2,7	2,8	2,9	2,8
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,5	58,6	58,6	58,8	58,4	58,5	58,5	58,9	58,7	58,6	58,6
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	12,6	11,5	10,7	10,8	6,5	7,1	7,5	7,3	11,9	11,4	7,1
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	14,4	14,1	13,3	12,7	7,4	6,7	6,5	7,0	12,8	13,6	6,9
Wydajność pracy (% r/r)	2,8	3,6	4,1	4,5	4,3	3,9	3,8	3,8	-0,2	3,8	3,9
ULC (% r/r)	11,2	10,1	8,7	7,9	3,0	2,7	2,5	3,1	13,0	9,5	2,8

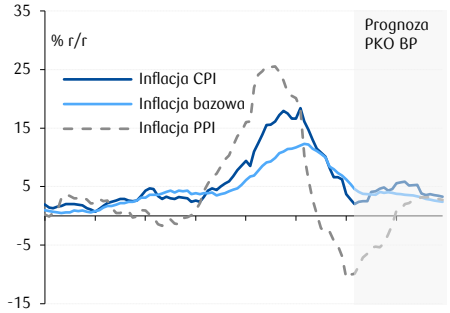
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu.

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Nasza nieoczywista prognoza z końca 2023, zakładająca, że przez większość 1h24 inflacja będzie w szeroko rozumianym celu inflacyjnym, sprawdziła się. Rzeczywistość okazała się nawet nieco bardziej sprzyjająca – oczekiwaliśmy wtedy inflacji w okolicach 3% r/r, tymczasem od lutego utrzymuje się ona poniżej tego poziomu, a w ostatnich dostępnych danych (za maj) była precyzyjnie na poziomie 2,5% r/r. Kontynuacja cyklu pozytywnych zaskoczeń ze strony inflacji to przede wszystkim efekt mniejszej skali wzrostu cen żywności (głównie zaskakująco ograniczonego przełożenia na ceny podwyżki VAT na żywność) i silniejszej dezinflacji w bazowych komponentach koszyka. Niższy od prognoz poziom cen obserwujemy także po stronie producentów, gdzie skala deflacji w porównaniu do odnotowanego w styczniu szczytu (-10,6% r/r) zmniejszyła się tylko minimalnie.

Główne miary inflacji

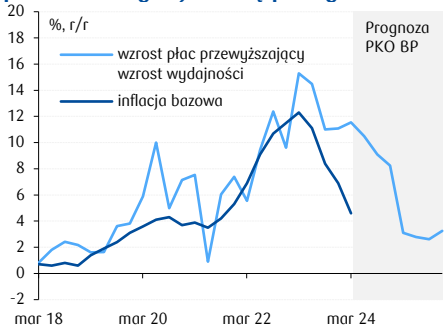


Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Skala niepewności regulacyjnej w zakresie prognoz inflacji na 2h24 sukcesywnie się obniża. Za nami wzrost VAT na żywność, dane za kwiecień i maj sugerują, że jego przesunięcie w ciężar konsumenta będzie silnie rozłożone w czasie. **Przed nami (częściowe) odmrożenie cen nośników energii, jednak dzięki ponownemu wprowadzeniu limitów jego przełożenie na inflację, które zobaczymy w lipcu, będzie mniejsze niż dotychczas szacowaliśmy** (ok. 1,6pp zamiast ok. 2pp). To, w połączeniu z korzystniejszym punktem startowym, sprawia, że **nasza prognoza średniorocznej inflacji na 2024 to wciąż 3,5%** - tyle co w poprzednim Kwartalniku, w którym zakładaliśmy przedłużenie obecnych rozwiązań energetycznych do końca 2024. **Oczekujemy, że na koniec 2024 inflacja CPI wyniesie 4,6% r/r, swój szczyt odnotuje na koniec 1q25, nieznacznie poniżej 6% r/r, a w grudniu 2025 obniży się do 3,3%.** Oczekiwany przez RPP trwały powrót inflacji do akceptowalnego przedziału wahań nastąpi wg nas w październiku 2025, a średniorocznie inflacja CPI będzie naszym zdaniem o 1 pp wyższa niż w 2024. Za zrewidowaną prognozą stoją: (1) nieco wyższa niż zakładaliśmy kwartał temu ścieżka cen nośników energii (chociaż efekt szybszego odmrożenia cen częściowo złagodziły lepsze perspektywy w zakresie cen paliw); (2) nieznacznie niższa ścieżka cen żywności (głównie na skutek niższego punktu startowego) i (3) niższa ścieżka inflacji bazowej, która odzwierciedla zarówno silniejszą dezinflację z ostatnich miesięcy, jak i założenie o słabszym oddziaływaniu presji popytowej. Podtrzymujemy, że w 2h24 trend spadkowy inflacji bazowej wyhamuje (a nawet lekko się odwróci na skutek odbudowy popytu), natomiast w 2025 inflacja bazowa powinna spadać w stronę celu inflacyjnego, m.in. dzięki wyraźnemu wyhamowaniu dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Źródłem niepewności pozostaje skala wzrostu cen energii po jej pełnym odmrożeniu (od stycznia 2025), obecnie szacujemy ją na ok. 10-15%.

Relacja między inflacją bazową, płacami i wydajnością pracy

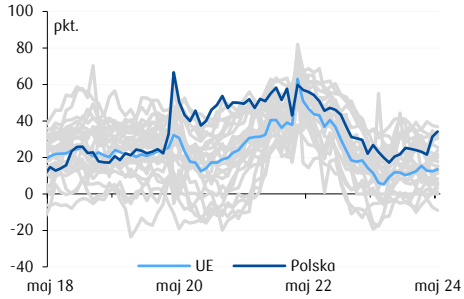


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

Głównymi czynnikami niepewności są: (1) skala uporczywości inflacji bazowej; (2) zmiany regulacyjne, polityka marżowa; (3) notowania złotego i ceny surowców.

Oczekiwania inflacyjne gosp. domowych w Polsce na tle innych państw UE



Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Inflacja CPI† (% r/r)	2,0	2,5	4,7	4,6	5,8	5,3	3,7	3,3	6,2	4,6	3,3
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,8	2,5	4,3	4,6	5,7	5,2	3,7	3,4	11,4	3,5	4,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,7	0,5	0,8	0,8	1,3	1,0	1,0	1,0	2,7	0,7	1,1
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,8	-0,2	1,5	1,6	2,4	2,4	1,0	1,0	3,4	0,5	1,7
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	2,9	2,1	2,1	2,2	2,0	1,9	1,6	1,4	5,5	2,3	1,7
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	5,4	3,9	3,8	4,0	3,7	3,5	2,9	2,5	10,1	4,2	3,1
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	-10,2	-7,4	-5,3	-3,1	1,4	2,6	3,2	2,9	2,5	-6,5	2,5
Deflator PKB (% r/r)	2,2	3,6	4,9	4,6	4,9	4,2	3,5	2,4	11,1	3,8	3,8
ULC (% r/r)	11,2	10,1	8,7	7,9	3,0	2,7	2,5	3,1	13,0	9,5	2,8
Luka popytowa (% pot. PKB)	-1,1	-1,1	-0,8	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,8	-0,1

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

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Saldo rachunku obrotów bieżących ustabilizowało się na początku 2024 z nadwyżką na poziomie ok. 1,5% PKB. Tak jak oczekiwaliśmy, okres szybkiej poprawy równowagi zewnętrznej zakończył się w 2023, ale nie obserwujemy jeszcze pogorszenia. Nadwyżka na rachunku towarów, który był źródłem wahań całego salda w ostatnich kwartałach, ustabilizowała się na poziomie 0,8% PKB, co osiągnięto przy spadku zarówno importu, jak i eksportu. Początek 2024 przyniósł stabilizację, lub nawet pogorszenie, korzystnych prawie przez cały 2023 *terms-of-trade*, a efekty cenowe przestały wspierać poprawę CAB.

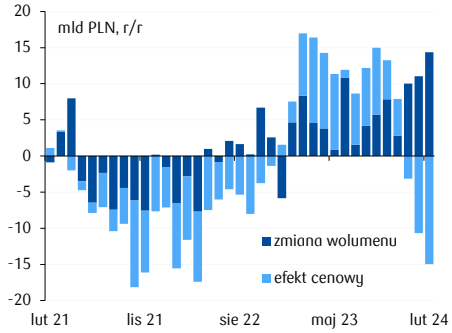
PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W porównaniu z poprzednim kwartalnikiem nasza średnioterminowa prognoza salda na rachunku obrotów bieżących uległa lekkiemu pogorszeniu – oczekiwany spadek nadwyżki bieżącej będzie najpewniej nieco szybszy, jednak zarówno w 2024 jak i w 2025 utrzymamy się „nad kreską". Głównym źródłem rewizji jest rachunek towarowy, na którym w 2025 pojawi się deficyt. Rewizja jest konsekwencją pogorszenia relacji cenowych, m.in. w związku z wyższymi niż zakładaliśmy cenami importowanych surowców. Ogólny scenariusz dla równowagi zewnętrznej na najbliższe lata pozostaje niezmieniony – oczekujemy stopniowej odbudowy wolumenu eksportu dzięki ożywieniu wzrostu gospodarczego w strefie euro. Obserwowane w 2023 spowolnienie napływu FDI może naszym zdaniem mieć w średnim terminie negatywny wpływ na tempo wzrostu potencjału eksportowego gospodarki. **Począwszy od 2h24 dynamika importu będzie przewyższała dynamikę eksportu, co będzie związane z odbudową popytu inwestycyjnego**. Zmiana struktury wzrostu gospodarczego w kierunku większego znaczenia importochłonnych inwestycji oraz prawdopodobny wzrost importochłonności nakładów na środki trwałe związany z intensyfikacją wydatków na zbrojenia i transformację energetyczną są zasadniczo niekorzystne dla salda wymiany towarowej. Spadkowi nadwyżki bieżącej będzie towarzyszyła poprawa na rachunku kapitałowym, związana z przyspieszeniem napływu przeznaczonych na inwestycje środków unijnych. Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego powiększone o napływ FDI pozostanie wyraźnie dodatnie, co oznacza brak zapotrzebowania gospodarki na dodatkowe zagraniczne źródła finasowania. Utrzymywanie się nadwyżki bieżącej będzie w ciągu najbliższych kwartałów sprzyjało redukcji zadłużenia zagranicznego.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

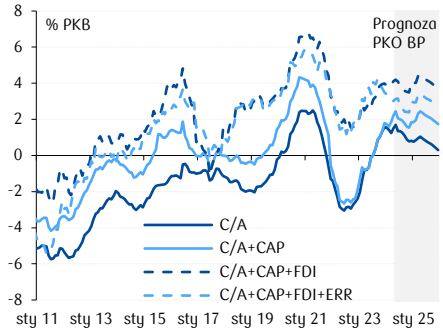
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) globalna koniunktura; (2) zmiany *terms-of-trade*; (3) ryzyko geopolityczne;(4) przepływy funduszy UE.

Dekompozycja zmiany salda towarowego



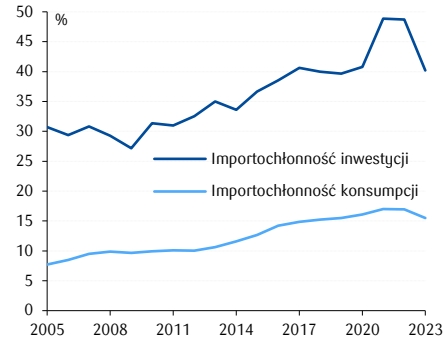
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Miary nierównowagi zewnętrznej



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski

Importochłonność konsumpcji i inwestycji



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Równowaga zewnętrzna

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	1,2	1,4	1,1	0,8	1,0	0,8	0,6	0,3	1,6	0,8	0,3
Bilans handlowy (% PKB)	0,8	0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,7	0,8	0,1	-0,7
Eksport (% r/r)	-4,7	0,8	1,9	5,4	8,8	8,1	8,4	6,9	4,1	0,9	8,1
Import (% r/r)	-4,4	1,4	5,4	7,8	11,8	9,2	9,9	9,5	-5,1	2,6	10,1
Saldo usług (% PKB)	5,2	5,1	5,0	4,9	4,8	4,8	4,8	4,7	5,3	4,9	4,7
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-4,2	-4,1	-3,9	-3,9	-3,5	-3,5	-3,5	-3,4	-4,2	-3,9	-3,4
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,6	0,7	0,7	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4	0,2	1,0	1,4
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	2,6	2,2	2,7	2,9	2,0	1,8	1,9	2,0	1,3	2,9	2,0
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	2,1	2,0	1,8	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	2,0
Zmiana rezerw (% PKB)*	-3,6	-3,3	-3,3	-3,6	-3,3	-3,0	-2,9	-2,7	-2,6	-3,6	-2,7
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,8	-0,9	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,5	-1,1	-1,0
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	49,0	48,9	47,4	46,5	45,1	44,8	43,2	42,7	49,3	46,5	42,7
Sektor publiczny (% PKB)	18,0	18,8	18,7	18,8	18,2	18,7	18,5	18,9	16,4	18,8	18,9
Sektor prywatny (% PKB)	31,0	30,1	28,7	27,7	26,8	26,1	24,7	23,9	32,9	27,7	23,9

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

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

W ostatnich miesiącach z RPP płyną coraz bardziej jastrzębie sygnały, a okres stabilizacji stóp na poziomie 5,75% jest już prawie tak długi jak czas, kiedy były utrzymywane na maksymalnym w tym cyklu poziomie 6,75%. Rada z zadowoleniem odnotowała spadek inflacji do celu, jednak podkreśla, że jest on przejściowy oraz zwraca uwagę na utrzymującą się niepewność, związaną m.in. z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także z tempem ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacją na rynku pracy.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

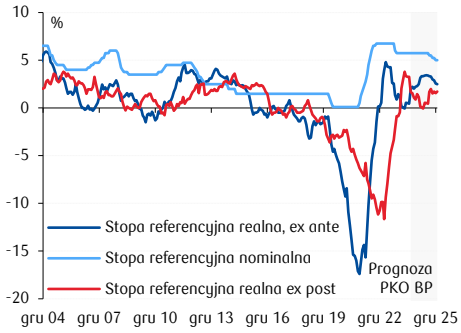
Publikowane ostatnio dane inflacyjne zaskakiwały pozytywnie, znacząco zmniejszyła się niepewność regulacyjna dotycząca przyszłej inflacji, a po częściowym odmrożeniu cen energii inflacja na koniec 2024 znajdzie się naszym zdaniem na poziomie ok. 5% r/r, wobec 8% r/r wskazywanych w ostatniej projekcji NBP jako „czarny scenariusz". Jako czynnik, który mógłby w średnim okresie oddziaływać w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce, RPP niezmiennie wymienia wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. I w tym przypadku faktyczne plany rządu są bardziej ostrożne niż można się było obawiać – wg rządowej propozycji w 2025 płace w sektorze publicznym wzrosną o 4,1%, a płaca minimalna o 7,6%. W rezultacie tempo wzrostu wynagrodzeń w 2025 będzie już wyraźnie jednocyfrowe, co w połączeniu z oczekiwanym wzrostem wydajności pracy przyczyni się do ograniczenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Pomimo tego, już w zasadzie nikt w RPP nie wskazuje na możliwość obniżki stóp w tym roku, a Prezes NBP stwierdził wprost, że prawdopodobieństwo takiego ruchu jest zerowe. Zakładaliśmy, że trendy makroekonomiczne, korzystniejsze z punktu widzenia inflacji od założeń RPP, „zmiękczą" jej nastawienie. Nasz scenariusz makroekonomiczny się realizuje, ale Rada wyraźnie usztywniła swoje stanowisko, co sprawia, że trudno już traktować scenariusz obniżki stóp w 2024 jako bazowy. **Obecnie uważamy, że wznowienie obniżek stóp procentowych NBP nastąpi w lipcu 2025.**

Podtrzymujemy ocenę, że polityka RPP pozostanie mocno restrykcyjna. Realne stopy procentowe są i będą dodatnie, a także zdecydowanie wyższe niż w poprzednich latach. Szacujemy, że powrócą one do poziomów notowanych przed dekadą, chociaż od tamtego czasu naturalna stopa procentowa spadła. Szacunki naturalnej stopy wskazują na jej systematyczny spadek spowodowany niższym wzrostem produktywności oraz czynnikami demograficznymi. W opracowaniu NBP szacunki naturalnej stopy w 2022 znajdują się w przedziale od -1,5% do +1,8% i są o ok. 1,5-3pp niższe niż przed dekadą. To pokazuje, że obecna polityka NBP jest silnie restrykcyjna, co będzie ograniczać aktywność w gospodarce oraz tłumić inflację.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

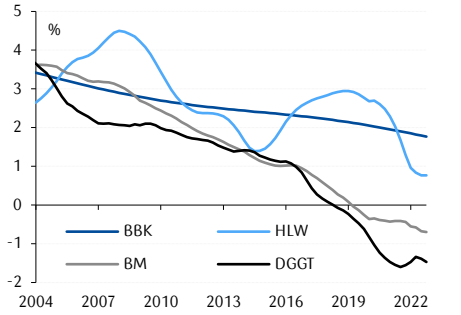
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) kształt funkcji reakcji RPP; (2) skala wzrostu inflacji w 2h24, a następnie tempo dezinflacji w 2025; (3) obniżki stóp Fed i EBC; (4) kształtowanie się kursu PLN.

Realna i nominalna stopa procentowa



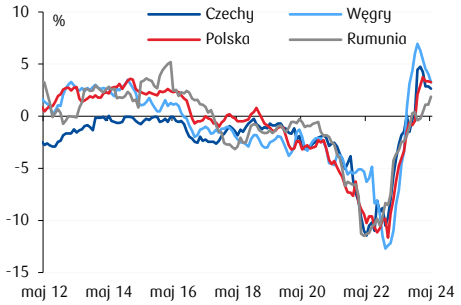
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Szacunki naturalnej stopy procentowej dla Polski*



Źródło: Bielecki, M., Błażejowska, A., Brzoza-Brzezina, M., Kuziemska-Pawlak, K., Szafrański, G. (2023). Estimates and projections of the natural rate of interest for Poland and the euro area. *NBP Working Paper*, No. 364; PKO Bank Polski. *serie na wykresie oznaczają różne metody szacowania naturalnej stopy procentowej

Realne stopy procentowe w regionie (ex post)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Polityka pieniężna*

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Stopa referencyjna (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,00	5,75	5,75	5,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	3,79	3,26	1,09	1,15	-0,07	0,46	1,51	1,72	-0,45	1,15	1,72
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,15	2,06	1,66	1,80	2,12	2,41	2,48	2,62	-1,15	1,80	2,62
Stopa lombardowa (%)	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	5,75	5,50	6,25	6,25	5,50
Stopa depozytowa (%)	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,50	5,25	5,25	4,50
Stopa redysk. weksli(%)	5,80	5,80	5,80	5,80	5,80	5,80	5,30	5,05	5,80	5,80	5,05
REER defl. CPI (% r/r)	10,6	3,3	5,0	-2,0	-4,2	-3,2	0,6	0,9	12,1	4,1	-1,5
Nominalny PKB (% r/r)	4,2	7,3	9,3	9,5	9,3	8,1	7,3	6,2	10,9	7,7	7,6

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

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Deficyt fiskalny w 2023 wyniósł 5,1% PKB, nieco mniej niż oczekiwano, ale i tak był to jeden z najgłębszych deficytów w UE. W okresie styczeń-maj br. saldo budżetowe znacząco się pogorszyło (do 53,1 mld PLN), co w dużej mierze wynika z włączenia do budżetu państwa wydatków z funduszy pozabudżetowych. W 1q24 dług publiczny (ESA) wzrósł o 80,7 mld PLN q/q, do 51,4% PKB z 49,6% PKB w 4q23. Silny wzrost długu w pierwszej części roku to efekt dużego zaawansowania finansowania potrzeb pożyczkowych na cały rok (w tym na rynkach zagranicznych), na co wskazuje wzrost stanu środków na rachunkach budżetowych MF.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

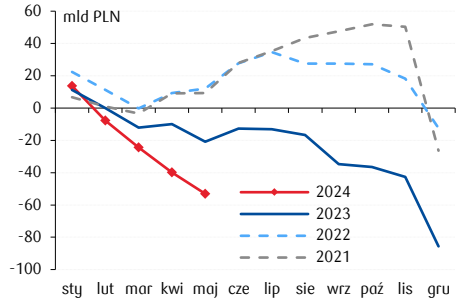
Oczekujemy, że tegoroczny deficyt sektora finansów publicznych nieznacznie się pogłębi (do 5,3% PKB), za sprawą realizacji obietnic wyborczych (tj. 20% podwyżek płac w sekt.publ. i waloryzacji 800+) i wydatków zbrojeniowych. Sektor fiskalny będzie też ponosił opóźnione koszty wysokiej inflacji z 2023 (waloryzacja świadczeń społecznych) w otoczeniu niskiej bieżącej inflacji, negatywnej dla dochodów. Stronie dochodowej sprzyja silny wzrost wynagrodzeń, który podbija wpływy z PIT, i ubezpieczeń społecznych. Jednocześnie słabiej od bardzo optymistycznej prognozy MF kształtują się wpływy z VAT, m.in. za sprawą istotnego wzrostu luki, do ok. 15,8%. Paradoksalnie, wyższa luka VAT może być szansą dla budżetu – jej ograniczanie (które częściowo naturalnie następuje wraz z poprawą koniunktury) może poprawić wynik fiskalny ograniczając konieczność podwyżek podatków lub cięć wydatków. **Polska zostanie wkrótce objęta unijną procedurą nadmiernego deficytu**, która wymusi dostosowania fiskalne rzędu ok. 0,5% PKB rocznie. To nie powinno być dotkliwe dla polskiej gospodarki, na co szerzej wskazaliśmy w ostatnim Makro Focusie. Po wyborczym maratonie rząd może rozpocząć zwiększanie dyscypliny w finansach publicznych (np. tylko 4,1% podwyżki płac w sekt. publicznym). Istotnym punktem odniesienia będzie zapowiadana przez MF na jesień publikacja strategii konsolidacji fiskalnej, której celem będzie uniknięcie przekroczenia przez dług publiczny 60% PKB w 2026. Oczekujemy, że od 2025 będzie następować stopniowa konsolidacja fiskalna.

Nowy rząd rozpoczął proces zmian w systemie finansów publicznych, m.in. w związku z wymogami stawianymi przez nowe unijne reguły fiskalne. Od 2026 ma działać Rada Fiskalna, a jeszcze w tym roku zaktualizowana zostanie reguła wydatkowa. Celem jest m.in. zwiększenie transparentności oraz zmniejszenie znaczenia wydatków pozabudżetowych, nieobjętych demokratyczną kontrolą. Naszym zdaniem takie działania sprzyjają przejrzystości finansów publicznych i mogą w dłuższym terminie poprawić jakość polityki fiskalnej.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

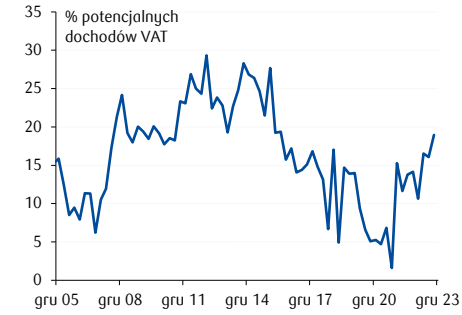
Główne źródła niepewności to: (1) dynamika nominalnego PKB; (2) nowe programy fiskalne (w tym reforma finansów JST); (3) skala i rozkład w czasie wydatków wojskowych; (4) zmiany stóp procentowych i kursów walutowych.

Skumulowane od początku roku saldo budżetu centralnego



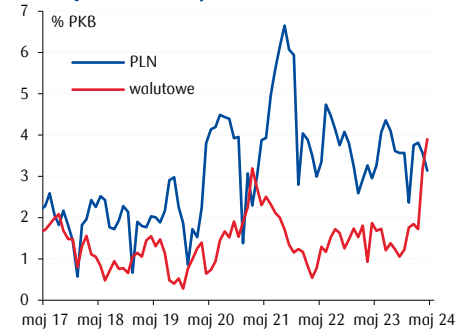
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Luka VAT – szacunek PKO BP



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

Stan środków złotowych i walutowych na rachunkach budżetowych na koniec miesiąca w relacji do PKB



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Polityka fiskalna†

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-5,3	-5,2	-5,0	-5,3	-5,1	-4,9	-4,9	-4,9	-5,1	-5,3	-4,9
Dochody (% PKB, ESA2010)	42,3	42,6	42,6	42,6	42,4	42,3	42,3	42,4	41,6	42,6	42,4
Wydatki (% PKB, ESA2010)	47,6	47,8	47,6	47,9	47,6	47,2	47,2	47,3	46,7	47,9	47,3
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,1	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	1,9	2,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-3,2	-3,2	-3,0	-3,4	-3,2	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-3,4	-2,9
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-2,8	-2,8	-2,7	-3,2	-3,1	-2,8	-2,9	-2,9	-2,7	-3,2	-2,9
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,4	51,6	52,0	52,3	52,8	53,2	53,7	54,3	49,6	52,3	54,3
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-4,5	x	x	x	-4,6	-2,5	-4,5	-4,6
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-4,9	x	x	x	-5,0	-2,9	-4,9	-5,0
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	40,5	x	x	x	42,6	38,4	40,5	42,6

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

Czechy

SFERA REALNA

Początek roku przyniósł pozytywne wyniki gospodarcze, mimo spadku PKB w 1q24 o 0,3% r/r (spadek wynikał z mniejszej liczby dni roboczych). **Oczekujemy dalszego ożywienia gospodarki, ze wzrostem PKB w 2024 o 1,3% i o 3,4% w 2025.** Po dwóch latach spadku konsumpcji prywatnej, w 2024 przewidujemy jej odbicie. Inflacja znacznie się obniżyła, a płace realne i siła nabywcza znów rosną - w 1q24 realne wynagrodzenia wzrosły po raz pierwszy od dwóch lat, o 4,8% r/r. Konsumpcja gospodarstw domowych, wspierana wysokimi skumulowanymi oszczędnościami, w nadchodzących latach powinna się ponownie stać głównym motorem wzrostu PKB. 2q24 rozpoczął się solidnym wzrostem sprzedaży detalicznej, co wpisuje się w te oczekiwania. **Konsumpcja publiczna oraz inwestycje publiczne w 2024 wyhamują z powodu konsolidacji finansów publicznych** oraz po znacznym wzroście w 2023, kiedy to wykorzystano środki z zakończonego budżetu UE. Spadek stóp procentowych i napływ nowych funduszy unijnych powinny za to wspierać inwestycje prywatne. **„Słabością" pozostaje popyt zewnętrzny**, co ciąży na wynikach eksportu i ogranicza skalę ożywienia w przemyśle. Przewidywane trendy gospodarcze sugerują poprawę w nadchodzących kwartałach. **Wraz z poprawą popytu wewnętrznego wzrośnie też jednak import, który w 2025 zrówna się z eksportem.** Tym samym uważamy, że saldo rachunku bieżącego w 2024 wzrośnie do 1,2% PKB, ale w 2025 spadnie do 0,8% PKB.

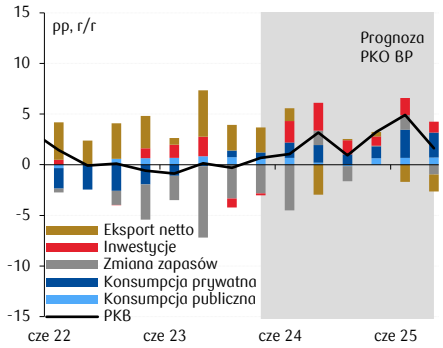
PROCESY INFLACYJNE I POLITYKA PIENIĘŻNA

Po silniejszym od prognoz wzroście inflacji w kwietniu do 2,9% r/r, spowodowanym wzrostem cen żywności i paliw, w nadchodzących miesiącach powinien powrócić umiarkowany trend spadkowy. Niemniej **jednak w 4q24 nastąpi odbicie inflacji CPI, do ok. 3% r/r**. W 2025 inflacja powinna oscylować w granicach 2-3%. CNB w maju obniżył stopy procentowe o 50pb, kontynuując rozpoczęty w grudniu 2023 cykl obniżek. Oczekujemy, że w dalszej części roku, przez spodziewany wzrost inflacji, **skala obniżek zostanie zredukowana do 25pb i na koniec 2024 główna stopa procentowa wyniesie 4,0%, a na koniec 2025 wyniesie 3,5%.**

POLITYKA FISKALNA

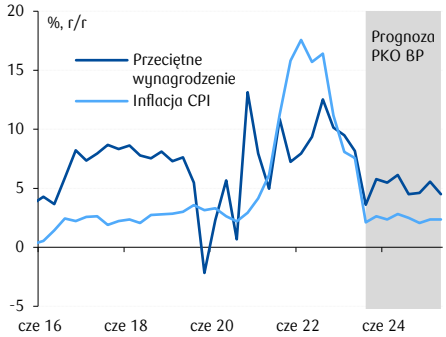
Sektor finansów publicznych zakończył 2023 wysokim deficytem, co było spowodowane kryzysem energetycznym. W bieżącym roku podjęto działania mające na **celu obniżenie deficytu do ok. 2,6% PKB w 2024 roku i 2,3% PKB w 2025**. Według zapowiedzi ministra finansów, Czechy są na dobrej drodze do redukcji deficytu, czemu sprzyja m.in. ożywienie gospodarcze. Niemniej jednak, ryzyko stwarza spadek inflacji, który obniża nominalny wzrost PKB. **Z naszych szacunków wynika, że dług publiczny będzie się utrzymywał na poziomie 43,5% PKB, zarówno w 2024, jak i w 2025**.

Składowe PKB



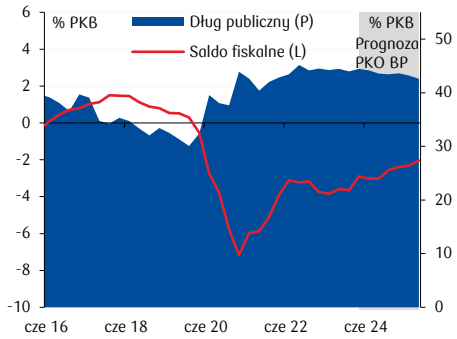
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Procesy inflacyjne na tle wynagrodzeń



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Sektor fiskalny



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Realny PKB (% r/r)	-0,3	0,7	1,1	3,2	0,9	3,3	4,9	1,6	-0,3	1,2	2,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-2,8	-1,8	-0,2	6,1	0,8	2,8	6,6	3,3	-3,3	0,4	3,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	1,5	1,4	3,4	4,0	2,3	2,6	6,2	5,6	-3,1	2,6	4,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-3,6	-0,7	7,6	9,0	5,9	3,3	5,6	3,4	4,0	3,5	4,4
Stopa bezrobocia BAEL (%)	2,7	2,9	2,4	2,5	2,6	2,5	2,4	2,3	2,6	2,6	2,5
Płace nominalne (% r/r)	3,6	5,8	5,5	6,1	4,5	4,6	5,6	4,5	10,1	5,2	4,8
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,9	-3,0	-3,0	-2,6	-2,4	-2,3	-2,0	-2,3	-3,7	-2,6	-2,3
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	44,5	44,2	43,6	43,5	43,6	43,2	42,6	43,5	44,0	43,5	43,5
Stopa procentowa (%)	5,75	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	6,75	4,00	3,50
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	2,8	2,3	2,8	2,5	2,1	2,3	2,4	10,8	2,5	2,3
Inflacja bazowa (% r/r)	2,8	2,4	2,2	2,1	2,9	2,9	2,8	2,7	7,6	2,4	2,8
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	0,8	0,9	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,4	1,2	0,8

Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

Węgry

SFERA REALNA

Ożywienie gospodarcze pod koniec 2023 straciło impet, ale w 1q24 gospodarka rosła już o 1,1% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. **Mimo tego nieznacznie obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB na ten rok, do 2,3%.** Znaczny wzrost konsumpcji prywatnej w 1q24 był napędzany podwyżkami emerytur i płacy minimalnej. Przewidujemy, że konsumpcja pozostanie mocna, dzięki wzrostowi realnych dochodów i stabilnemu rynkowi pracy. Ryzyka dla konsumpcji obejmują wysoką stopę oszczędności, ponowny wzrost inflacji i spadek zaufania konsumentów, co obniżyło sprzedaż detaliczną na początku 2q24. **Silniejszego odbicia konsumpcji oczekujemy w 2025, gdy oszczędności się ustabilizują, a inflacja będzie pod kontrolą.** Inwestycje wzrosną w tym roku głównie z powodu efektu niskiej bazy, ograniczeniem pozostaje dla nich konsolidacja fiskalna i nadwyżka podaży w nieruchomościach komercyjnych. Obraz inwestycji powinien się poprawić w 2025, gdy stymulować je będą zmniejszone koszty kredytowania oraz nowe rządowe programy wspierające zakup i renowację mieszkań. Początek tego roku przyniósł niższe od oczekiwań wyniki w przemyśle, skutkujące mniejszym importem energii i spadkiem eksportu. Optymistyczne prognozy dla strefy euro dają nadzieję na poprawę eksportu. **Obniżyliśmy prognozę eksportu netto na 2024, ale nadal przewidujemy, że jego wkład do wzrostu PKB pozostanie dodatni.** W 2025 eksport zostanie wzmocniony przez ożywienie globalnego popytu, ale rosnący popyt krajowy zwiększy import, obniżając saldo rachunku obrotów bieżących z wysokiej nadwyżki w 2024.

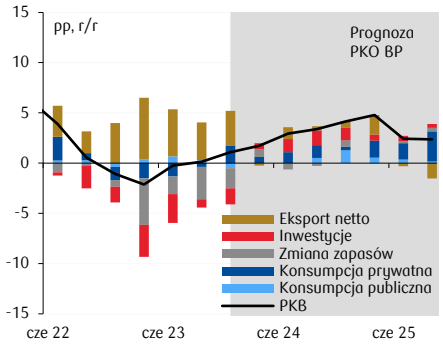
PROCESY INFLACYJNE I POLITYKA PIENIĘŻNA

Proces dezinflacji był kontynuowany na początku roku, a inflacja obniżyła się do przedziału tolerancji MNB 2-4%. Relatywnie szybki spadek inflacji zaraz jednak wyhamuje. Wygaśnie efekt wysokiej bazy, a oczekiwana poprawa popytu wewnętrznego i silny wzrost płac mogą skutkować ponownym wzmocnieniem presji inflacyjnej. **W całym w 2024 inflacja wyniesie wg nas średnio 4,1% r/r, a w 2025 będzie tylko nieznacznie niższa, średnio na poziomie 3,4% r/r.** W maju MNB obniżył stopę procentową o 50pb, ale w czerwcu tempo obniżek wyhamowało do 25pb. **Uważamy, że stopa procentowa na koniec 2024 wyniesie 6,25% i 5,25% na koniec 2025.** Przestrzeń do dalszego szybkiego luzowania polityki pieniężnej od będzie ograniczana przez dużo wolniejszy spadek inflacji i bardziej ostrożną politykę pieniężną głównych banków centralnych.

POLITYKA FISKALNA

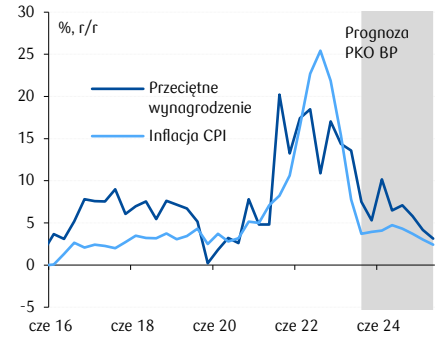
Deficyt fiskalny na Węgrzech będzie wysoki. W 2023 deficyt wzrósł do 6,7% PKB, co było skutkiem rozczarowująco niskich dochodów. **Prognozujemy, że w 2024 deficyt fiskalny osiągnie 4,9% PKB, a w 2025 spadnie do 3,9% PKB.**

Składowe PKB



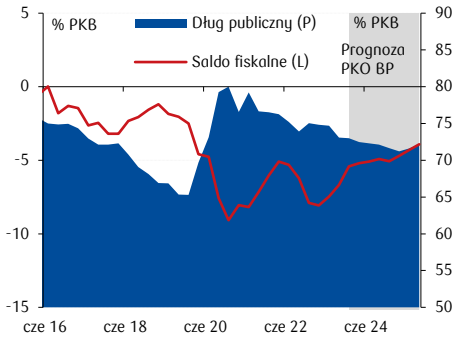
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Procesy inflacyjne na tle wynagrodzeń



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Sektor fiskalny



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Realny PKB (% r/r)	1,1	1,7	2,9	3,4	4,2	4,8	2,4	2,4	-0,9	2,3	3,4
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-2,8	1,9	1,8	3,0	3,9	2,9	2,7	3,9	-5,6	1,1	3,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,4	1,2	2,1	2,5	0,7	3,3	3,2	5,8	-2,2	2,3	3,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-6,8	2,7	5,1	5,0	5,8	2,7	3,4	3,2	-8,7	2,0	3,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	4,4	4,1	4,0	3,9	3,9	3,7	3,8	3,7	4,4	4,1	3,8
Płace nominalne (% r/r)	7,5	5,3	10,2	6,5	7,1	5,8	4,2	3,1	14,0	7,3	5,0
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-5,4	-5,2	-5,1	-4,9	-5,1	-4,7	-4,3	-3,9	-6,7	-4,9	-3,9
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	73,0	72,5	72,3	72,1	71,7	71,2	71,6	72,2	73,5	72,1	72,5
Stopa procentowa (%)	8,25	7,00	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	10,75	6,25	5,25
Inflacja CPI (% r/r)	3,7	3,9	4,1	4,7	4,3	3,7	3,0	2,4	17,6	4,1	3,4
Inflacja bazowa (% r/r)	5,2	4,8	4,5	5,2	4,8	4,5	3,9	3,2	18,2	4,9	4,1
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	1,6	1,5	1,2	1,1	1,2	0,9	0,7	0,5	0,3	1,1	0,5

Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

Rumunia

SFERA REALNA

Wzrost gospodarczy w Rumunii w 1q24 przyspieszył do 1,8% r/r z 1,1% r/r (sa) w 4q23. Rumunia odnotowała tym samym 13. kwartał nieprzerwanego wzrostu w ujęciu r/r. Za wzrost w 1q24 odpowiadały konsumpcja prywatna (4,3% r/r) oraz inwestycje (8,6% r/r). W przeciwną stronę oddziaływał spadek konsumpcji publicznej (-1,7% r/r). Konsumpcję prywatną wspiera silny rynek pracy - niskie bezrobocie (w 1q24 spadło do 5,3% z 5,8% w 4q23) i wysoka dynamika wynagrodzeń, która w marcu wyniosła 16,6% r/r, co w połączeniu z malejącą inflacją przekłada się na silny wzrost płac realnych. **W kolejnych kwartałach spodziewamy się dalszego przyspieszenia dynamiki PKB oraz wzrostu gospodarczego w całym 2024 na poziomie 2,7%.** Deficyt na rachunku obrotów bieżących po marcu obniżył się do 6,9% PKB, wciąż jednak pozostaje najgorszym wynikiem w regionie, a my prognozujemy jego pogorszenie w kolejnych kwartałach.

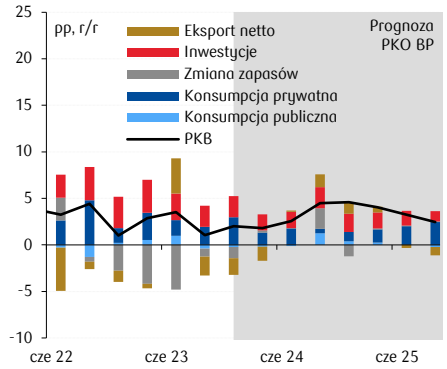
PROCESY INFLACYJNE I POLITYKA PIENIĘŻNA

Pierwszy kwartał 2024 zakończył się powrotem inflacji do trendu spadkowego (inflacja CPI w maju wyniosła 5,1% r/r), po jej (zgodnym z oczekiwaniami) wzroście w styczniu i lutym (odpowiednio do 7,4% r/r i 7,2% r/r). W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji dezinflacji i zakładamy, że na koniec 2024 inflacja wyniesie nieco ponad 4% r/r. Ostatnie miesiące nie przyniosły zmian w rumuńskiej polityce pieniężnej. **Główna stopa procentowa od stycznia 2023 utrzymuje się na poziomie 7%. Pierwszej obniżki stóp o 25pb oczekujemy dopiero w 3q24**, kwartał później niż zakładaliśmy, a źródłem opóźnienia przez NBR rozpoczęcia cyklu obniżek jest zrewidowana w górę ścieżka inflacji CPI w majowej prognozie banku. Spodziewamy się, że łączna skala obniżek w 2024 wyniesie 75pb., a obniżki będą kontynuowane w 2025.

POLITYKA FISKALNA

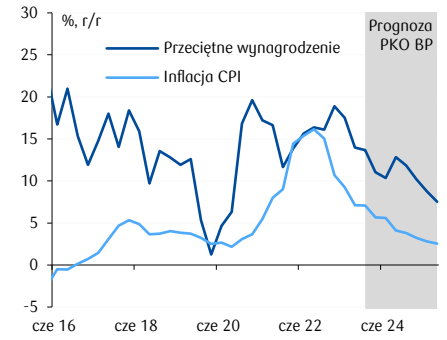
Prognozowany na ten rok wysoki deficyt fiskalny, sięgający 4,8% PKB, w połączeniu z utrzymującym się wysokim deficytem na rachunku obrotów bieżących stanowią wyzwanie dla Rumunii, która od 2020 objęta jest unijną procedurą nadmiernego deficytu (wznowioną w tym roku po zawieszeniu na czas pandemii oraz kryzysu energetycznego). Podwyżki emerytur oraz płac dla nauczycieli, a także zaplanowane na wrzesień i grudzień 2024 wybory prezydenckie i parlamentarne mogą spowalniać konsolidację fiskalną, choć w życie weszły już zmiany, które mają poprawić saldo finansów publicznych (m.in. podwyżki VAT na szereg produktów żywnościowych), a minister finansów zapowiedział modernizację systemu podatkowego mającą na celu zmniejszenie luki podatkowej. Poziom długu publicznego pozostaje relatywnie niski na tle UE – na koniec 2023 stanowił 49,6% PKB, a nasza prognoza zakłada jego wzrost do 51% PKB na koniec 2024.

Składowe PKB



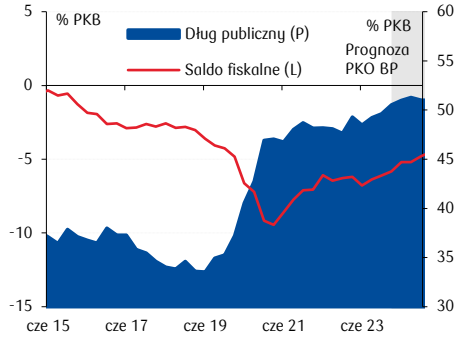
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Procesy inflacyjne na tle wynagrodzeń



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Sektor fiskalny



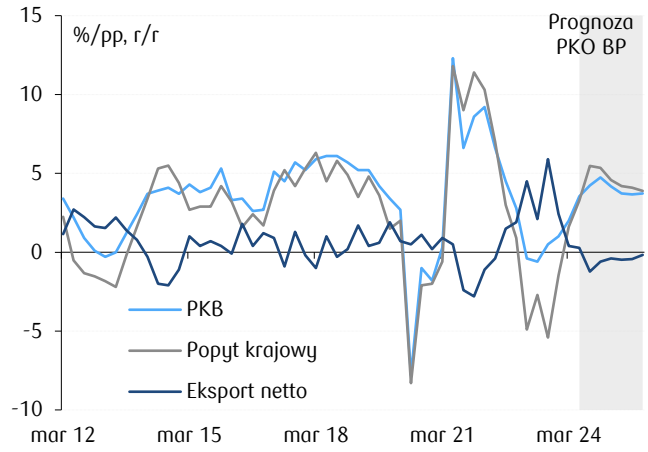
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Główne wskaźniki makroekonomiczne

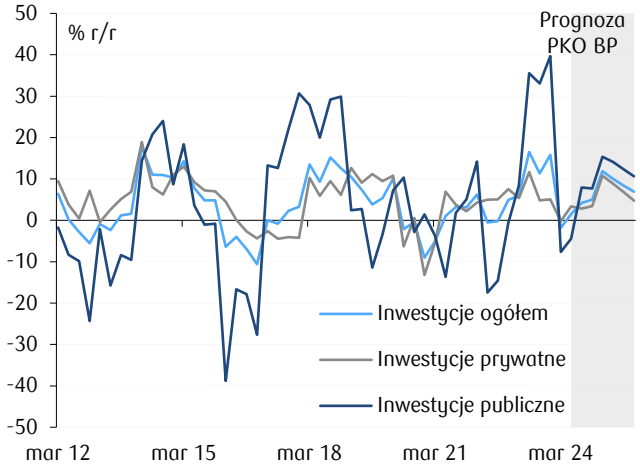
	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	2023	2024	2025
Realny PKB (% r/r)	1,8	1,8	2,6	4,5	4,6	4,0	3,3	2,4	2,1	2,7	3,6
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,8	3,1	3,4	6,2	2,1	3,5	3,7	3,4	2,2	3,6	3,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,3	1,9	2,6	0,7	1,4	2,0	2,9	3,6	2,9	2,3	2,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,6	6,4	6,5	8,4	6,9	6,1	5,7	4,0	12,3	7,5	5,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	5,3	5,3	5,2	5,1	5,1	5,0	4,9	4,8	5,6	5,2	5,0
Płace nominalne (% r/r)	16,6	13,2	10,8	12,6	10,0	8,4	9,3	9,3	18,2	13,3	9,3
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-5,8	-5,2	-5,2	-4,8	-4,5	-4,4	-4,4	-4,6	-6,1	-4,8	-4,6
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,5	51,0	51,3	51,0	51,0	50,9	51,0	51,2	49,6	51,0	51,2
Stopa procentowa (%)	7,00	7,00	6,50	6,25	6,00	5,50	5,00	4,75	7,00	6,25	4,75
Inflacja CPI (% r/r)	7,1	5,7	5,6	4,1	3,8	3,2	2,8	2,5	10,5	5,6	3,1
Inflacja bazowa (% r/r)	7,8	7,5	6,8	4,6	3,7	3,4	3,1	2,9	12,1	6,7	3,3
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-6,9	-7,2	-6,9	-6,3	-6,5	-6,9	-7,5	-8,3	-7,0	-6,3	-8,3

Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

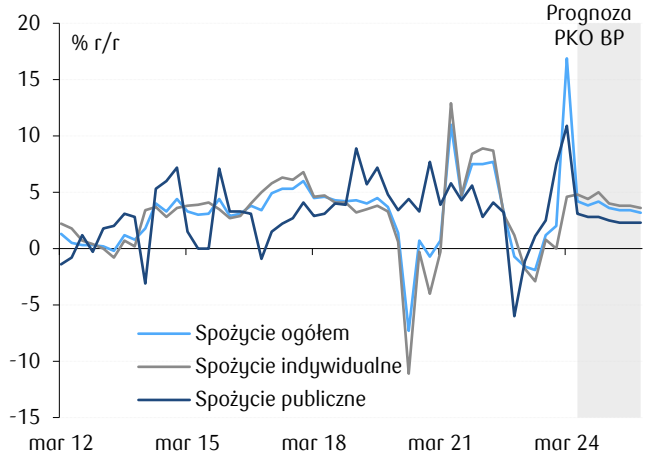
Realny PKB



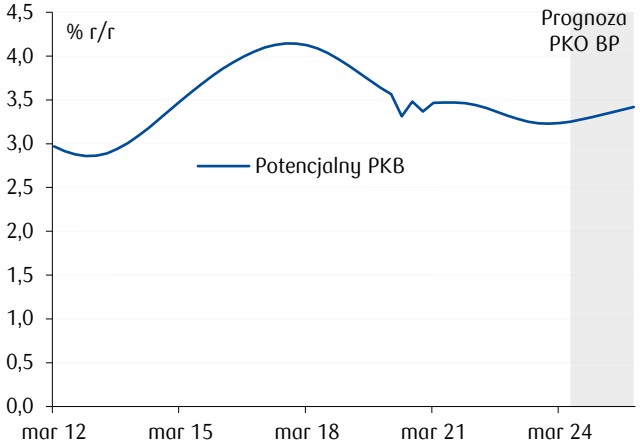
Popyt inwestycyjny



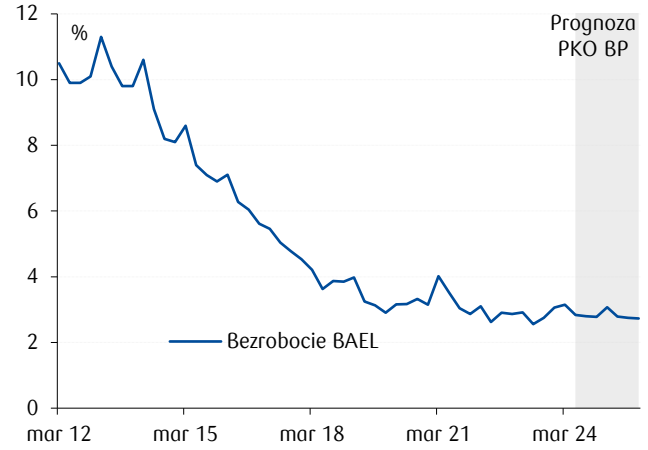
Popyt konsumpcyjny



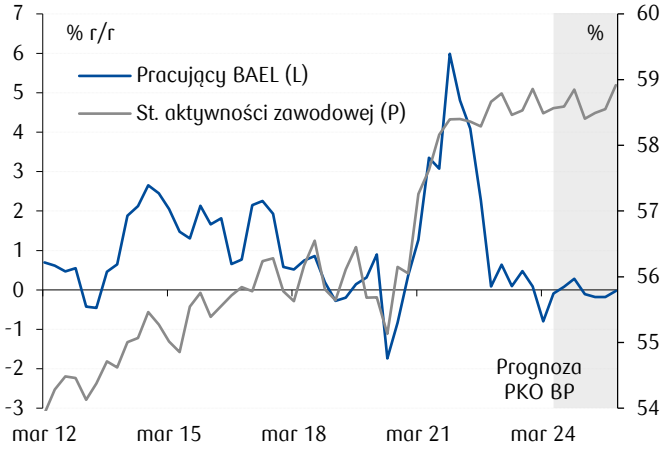
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

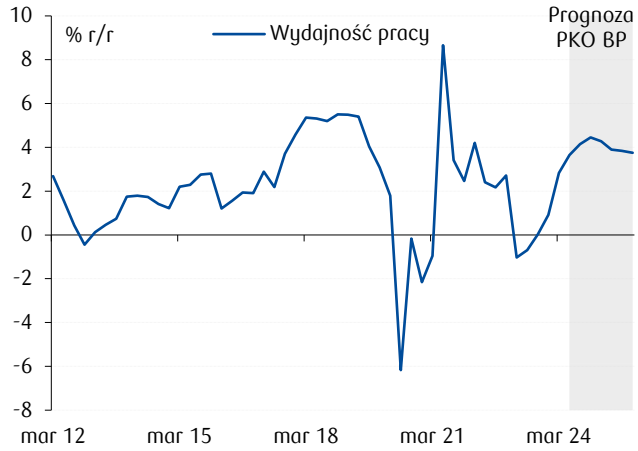


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

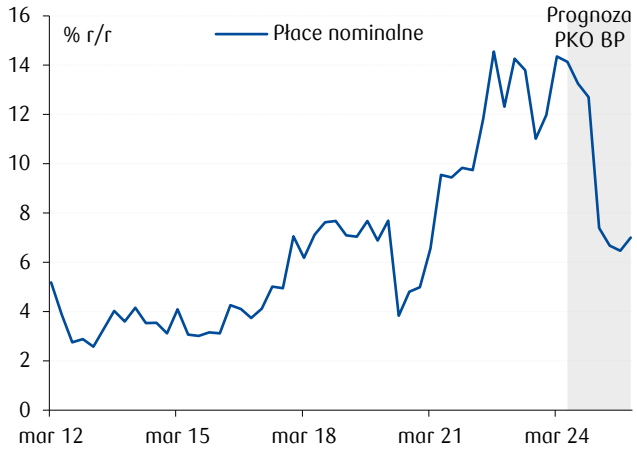


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

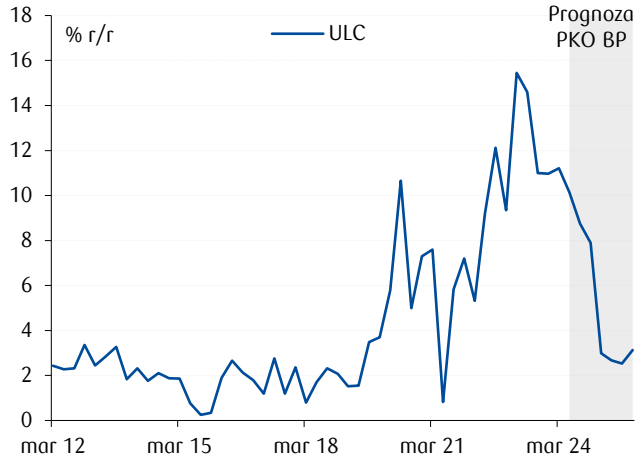
Wydajność pracy*



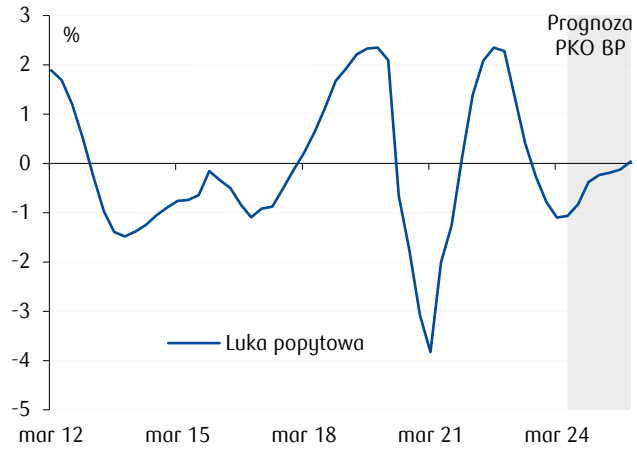
Płace w gospodarce narodowej



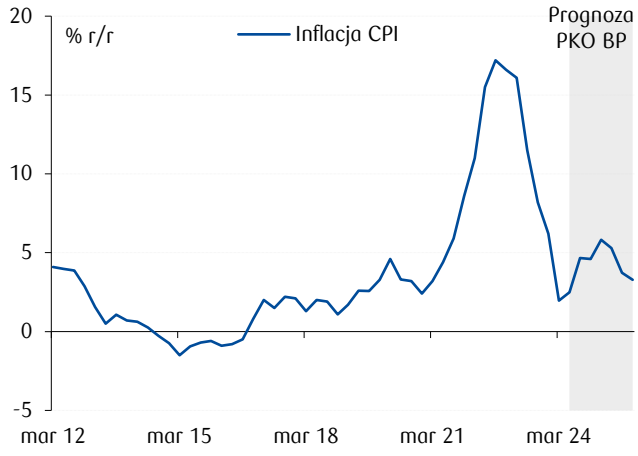
Jednostkowe koszty pracy*



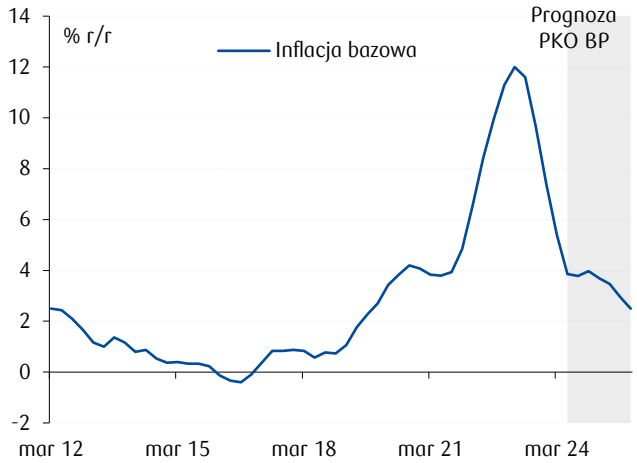
Luka popytowa



Inflacja CPI

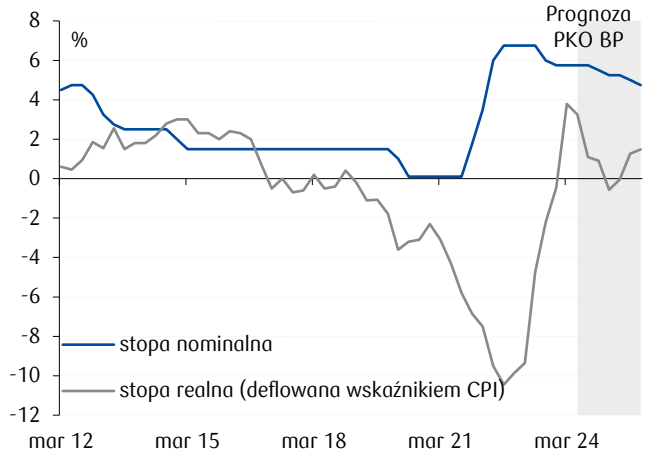


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

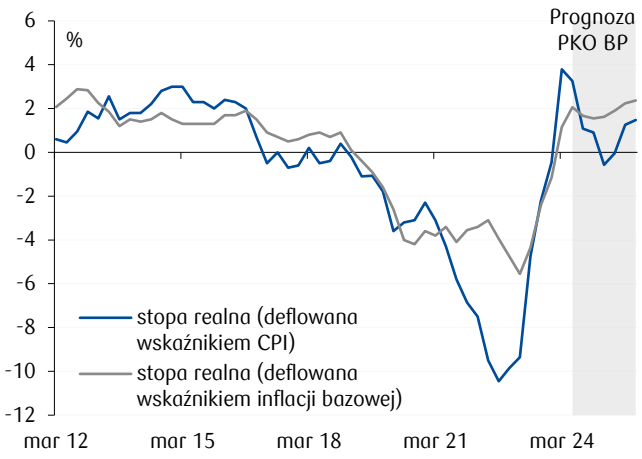


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

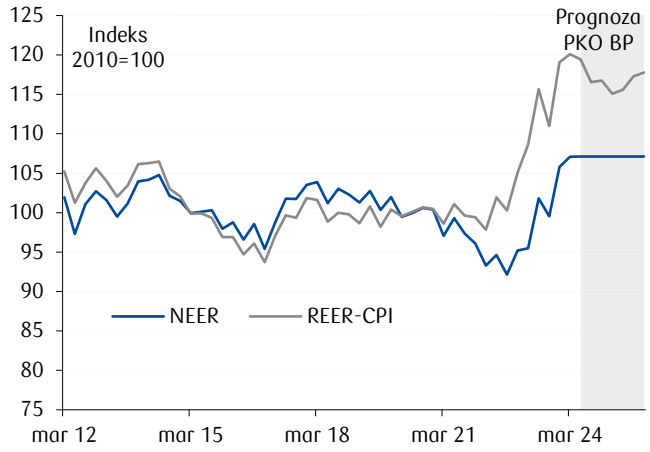
Stopy nominalne vs realne



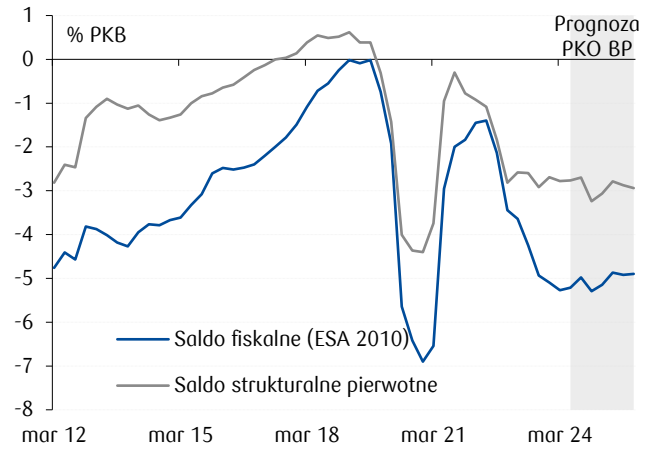
Stopy realne



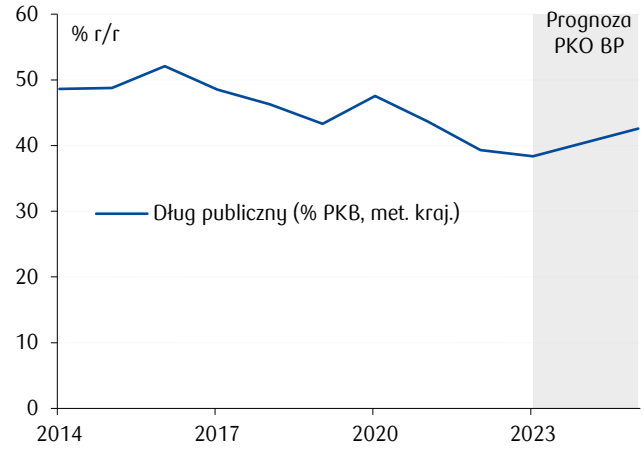
Założenia dotyczące NEER i REER*



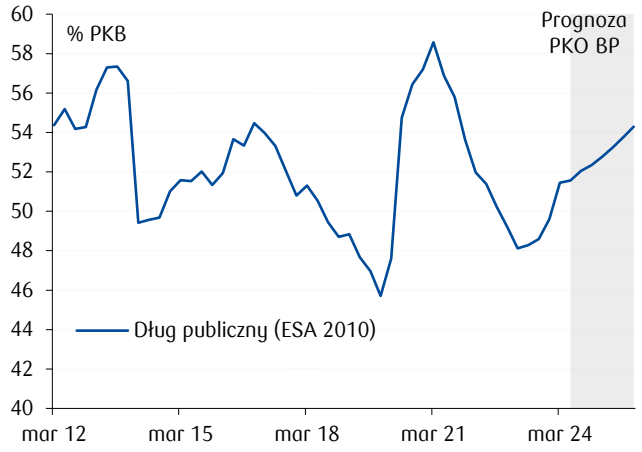
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

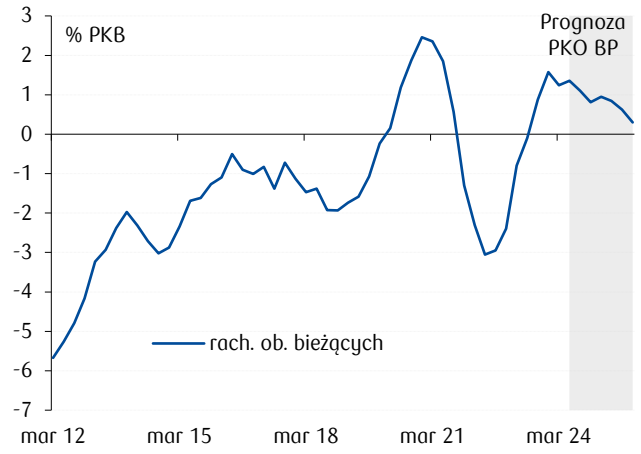


Dług publiczny (ESA 2010)

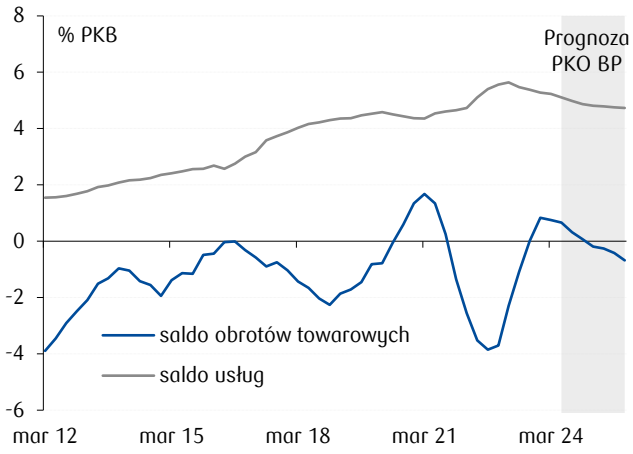


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

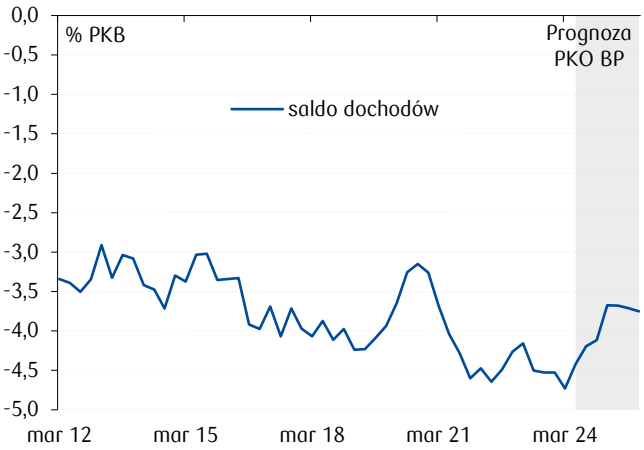
Saldo rachunku obrotów bieżących



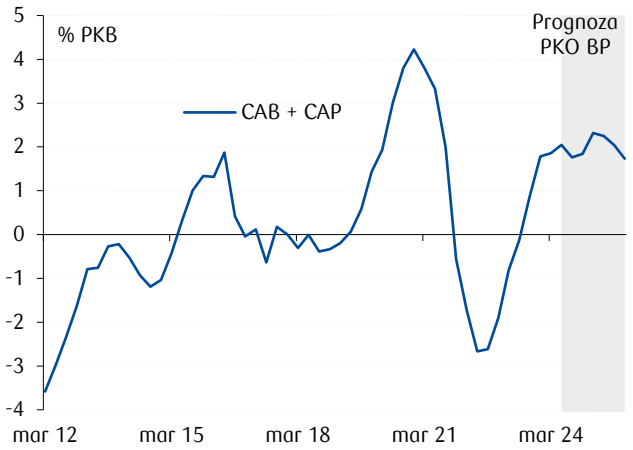
Saldo handlu zagranicznego



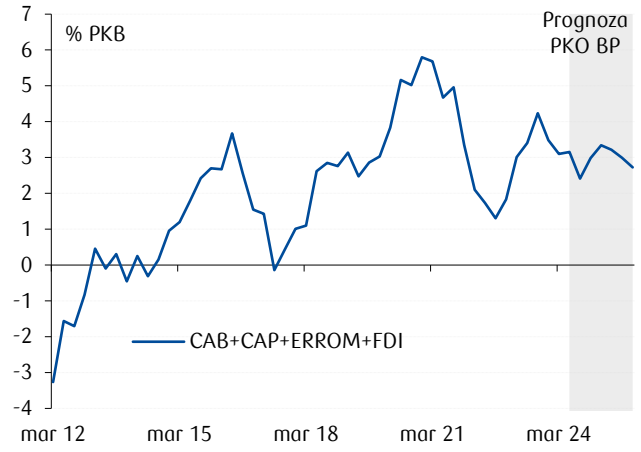
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



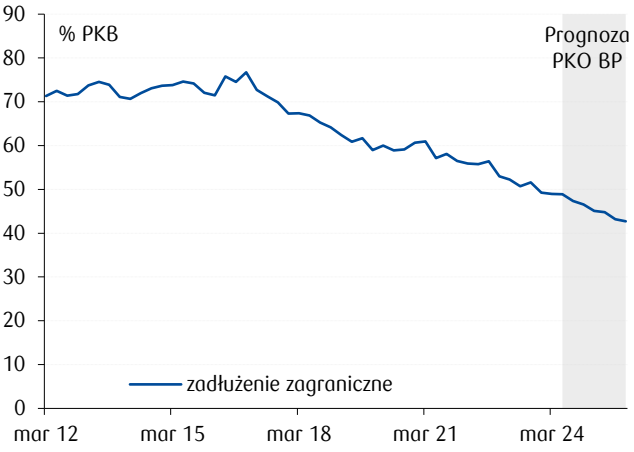
Saldo CAB i CAP*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zadłużenie zagraniczne



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

Roczne wskaźniki makroekonomiczne dla Polski

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	3,0	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,7	3,8
Popyt krajowy (pkt. proc.)	2,2	5,2	6,1	3,2	-2,6	8,0	5,0	-3,9	4,0	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,6	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	4,7	3,8
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-7,6	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	2,9	8,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	1,0	4,4	5,6	4,3	-1,5	4,6	3,6	2,6	3,9	4,1
Zapasy (pkt. proc.)	1,2	0,8	0,5	-1,1	-1,1	3,4	1,4	-6,5	0,1	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	0,8	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,1	0,6	4,1	-0,3	-0,4
Produkt potencjalny (% r/r)	4,0	4,1	4,1	3,8	3,4	3,5	3,4	3,2	3,3	3,4
Nominalny PKB (mld PLN)	1853	1983	2127	2288	2338	2631	3075	3410	3673	3954
Rynek pracy										
Pracujący BAEL (% r/r)	1,2	1,7	0,6	0,0	-0,3	3,4	2,8	0,3	-0,1	-0,1
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,6	56,0	56,0	56,0	55,8	57,9	58,4	58,7	58,6	58,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,2	4,9	3,9	3,3	3,2	3,4	2,9	2,8	2,9	2,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	8,2	6,6	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,9	4,6
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,8	13,6	6,9
Wydajność pracy (% r/r)	1,7	3,3	5,3	4,5	-1,7	3,4	2,9	-0,2	3,8	3,9
ULC (% r/r)	2,1	1,9	1,7	2,6	7,1	5,3	9,0	13,0	9,5	2,8
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,5	4,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,2	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	2,7	0,7	1,1
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	3,4	0,5	1,7
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	5,0	5,5	2,3	1,7
Inflacja bazowa (% r/r)	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	4,2	3,1
Deflator PKB (% r/r)	0,1	1,8	1,2	3,0	4,2	5,3	10,5	11,1	3,8	3,8
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1265,7	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2268,3	2414,2	2576,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,6	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	8,5	6,4	6,7
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	8,8	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	2,3	1,8	3,4
Kredyty ogółem (mld PLN)	1130,0	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1429,0	1513,9	1615,9
Kredyty ogółem (% r/r)	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	0,0	5,9	6,7
Depozyty ogółem (mld PLN)	1144,6	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	2065,7	2209,8	2335,0
Depozyty ogółem (% r/r)	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	9,3	7,0	5,7
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,0	-1,1	-1,9	-0,2	2,5	-1,3	-2,4	1,6	0,8	0,3
Bilans handlowy (% PKB)	-0,3	-1,0	-2,3	-0,8	1,3	-1,3	-3,7	0,8	0,1	-0,7
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	0,8	1,5	2,8	2,0	2,4	3,8	3,6	2,2	2,2	2,0
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	76,7	67,3	64,2	58,9	60,7	56,5	53,0	49,3	46,5	42,7
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,4	-5,1	-5,3	-4,9
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,7	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,4	-2,9
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-0,2	0,1	0,5	-0,3	-4,4	-0,8	-2,8	-2,7	-3,2	-2,9
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	54,5	50,8	48,7	45,7	57,2	53,6	49,2	49,6	52,3	54,3
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	5,00
Realna st. ref. defl. CPI (%)	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-0,45	1,15	1,72
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,15	1,80	2,62
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	5,50
REER defl. CPI (% r/r)	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,6	12,1	4,1	-1,5

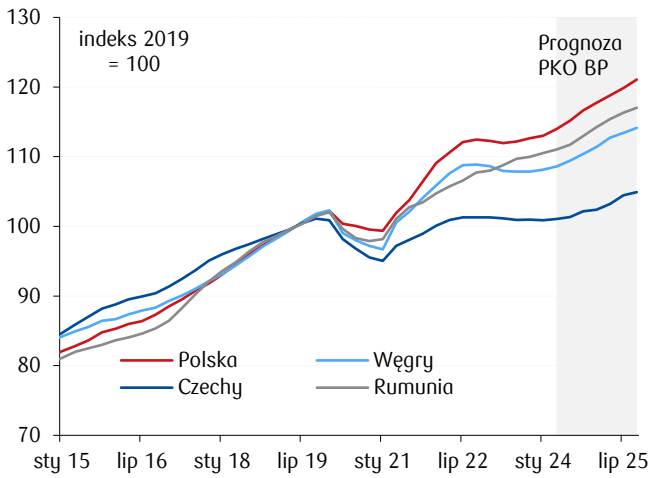
Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, *popyt krajowy z wyłączeniem zapasów.

Porównanie rocznych wskaźników makroekonomicznych dla regionu EŚW

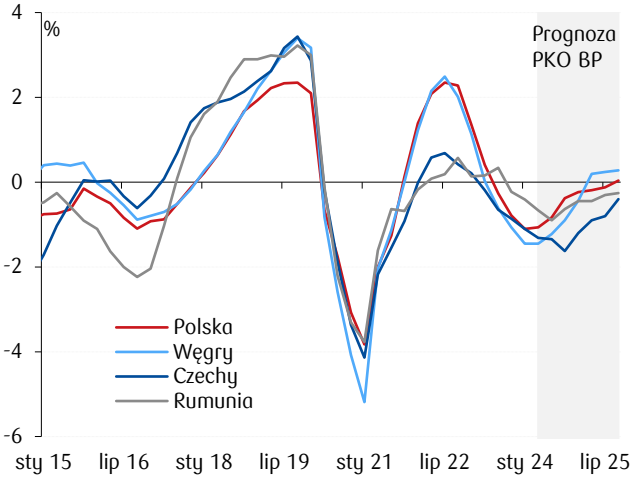
	2023				2024				2025			
	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia
Sfera realna												
Realny PKB (% r/r)	0,2	-0,3	-0,9	2,1	3,7	1,2	2,3	2,7	3,8	2,7	3,4	3,6
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-3,9	-3,3	-5,6	2,2	4,0	0,4	1,1	3,6	4,2	3,4	3,3	3,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	-1,0	-3,1	-2,2	2,9	4,7	2,6	2,3	2,3	3,8	4,2	3,2	2,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	13,1	4,0	-8,7	12,3	2,9	3,5	2,0	7,5	8,7	4,4	3,1	5,7
Eksport netto (pkt. proc.)	4,1	3,0	4,7	-0,1	-0,3	0,8	1,2	-0,8	-0,4	-0,7	0,2	0,2
Nominalny PKB (mld EUR)	749	307	197	320	862	326	210	322	928	356	220	338
Produkt potencjalny (% r/r)	3,2	1,0	2,3	2,9	3,3	3,1	2,1	3,1	3,4	3,2	2,2	4,0
Rynek pracy												
Pracujący BAEL (% r/r)	0,3	-2,2	0,6	-1,4	-0,1	-0,5	1,6	-3,0	-0,1	-0,3	0,9	-2,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	2,8	2,6	4,4	5,6	2,9	2,6	4,1	5,2	2,8	2,5	3,8	5,0
Przeciętne wynagrodzenie (% r/r)	12,8	10,1	14,0	18,2	13,6	5,2	7,3	13,3	6,9	4,8	5,0	9,3
Procesy inflacyjne												
Inflacja CPI (% r/r)	11,4	10,8	17,6	10,5	3,5	2,5	4,1	5,6	4,5	2,3	3,4	3,1
Inflacja bazowa (% r/r)	10,1	7,6	18,2	12,1	4,2	2,4	4,9	6,7	3,1	2,8	4,1	3,3
Agregaty monetarne												
Podaż pieniądza M3 (mld EUR)	523	266	111	134	567	278	113	144	605	288	117	152
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,5	8,2	6,5	9,8	6,4	4,5	1,7	7,1	6,7	3,9	4,0	5,8
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	2,3	-4,4	-10,5	-0,5	1,8	2,1	-1,8	0,8	3,4	1,5	0,5	2,3
Bilans płatniczy												
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	1,6	0,4	0,3	-7,0	0,8	1,2	1,1	-6,3	0,3	0,8	0,5	-8,3
Polityka fiskalna												
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-5,1	-3,7	-6,7	-6,1	-5,3	-2,6	-4,9	-4,8	-4,9	-2,3	-3,9	-4,6
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,6	44,0	73,5	49,6	52,3	43,5	72,1	51,0	54,3	43,5	72,5	51,2
Polityka pieniężna												
Stopa procentowa (%)	5,75	6,75	10,75	7,00	5,75	4,00	6,25	6,25	5,00	3,50	5,25	4,75

Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

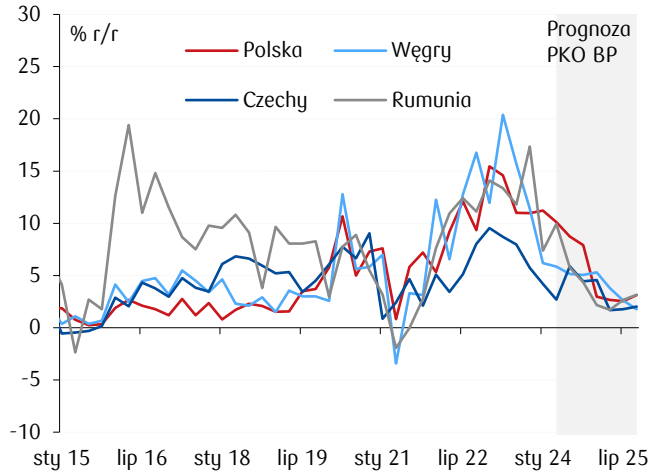
Realny PKB



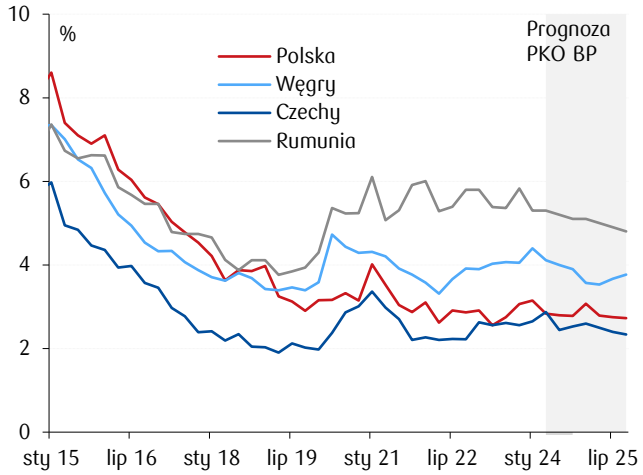
Luka popytowa



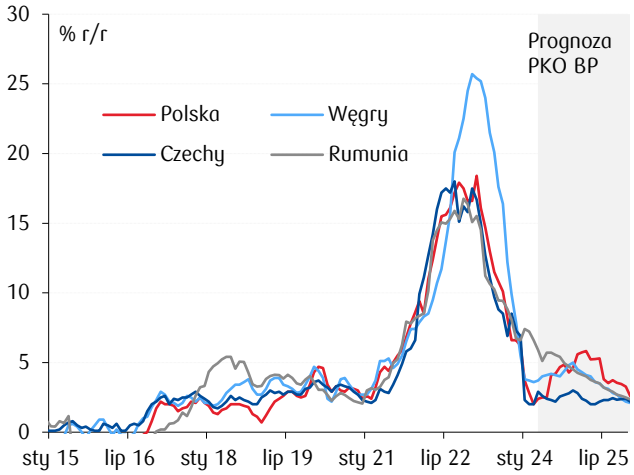
Jednostkowe koszty pracy



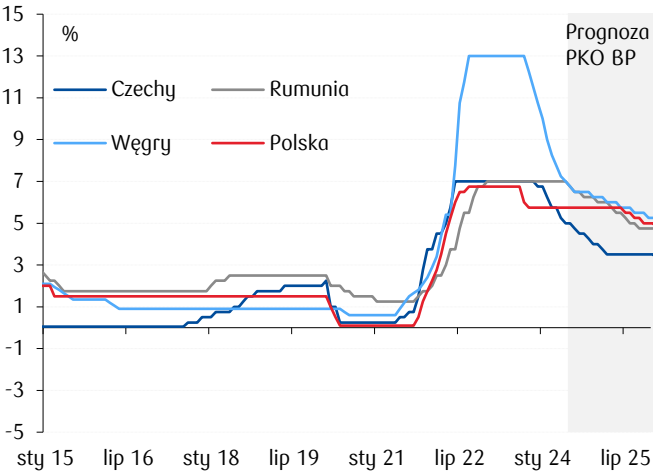
Stopa bezrobocia BAEL



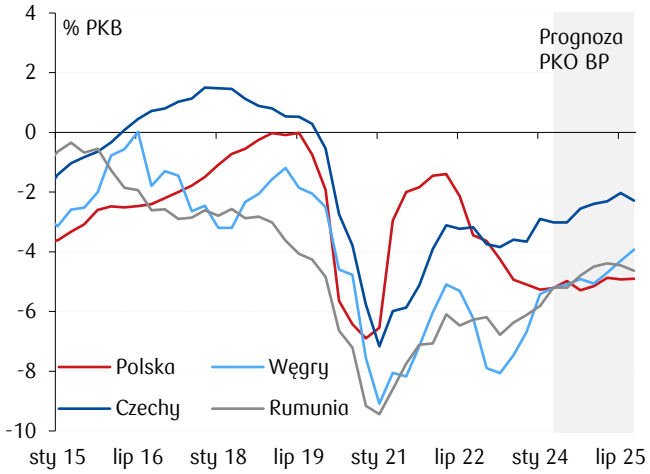
Inflacja CPI



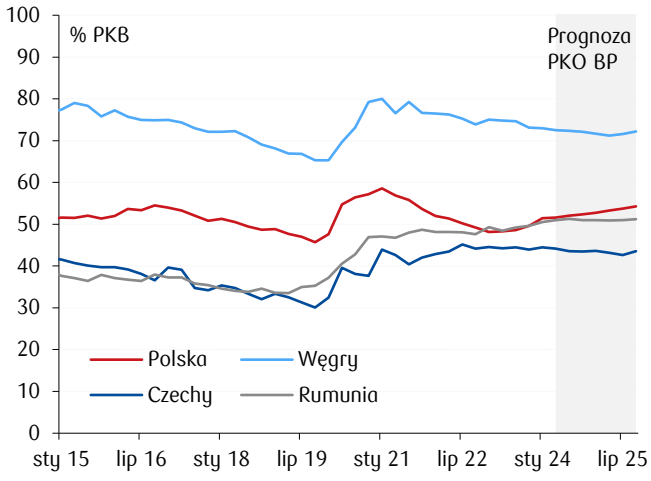
Stopy procentowe



Deficyt fiskalny (ESA 2010)



Dług publiczny (ESA 2010)



Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Biuro Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	
Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

@PKO_Research

Bank Polski | Centrum Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

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 któregokolwiek 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.