

Między Niemcami a Rosją

I. Prognozy średnioterminowe:

- Kontynuacja ożywienia w 1q 2014 w oparciu o silny popyt krajowy (zarówno konsumpcję jak i inwestycje): wzrost PKB najprawdopodobniej przekroczył 3% r/r.
- Do poprawy koniunktury w Polsce przyczyniają się: (1) ożywienie w strefie euro, (2) stymulacja fiskalna (impuls fiskalny: +0,8% PKB), i (3) opóźnione efekty obniżek stóp procentowych.
- Eksport z Polski do Ukrainy i Rosji spada obecnie w tempie, odpowiednio, ok. -30% r/r oraz ok. -15% r/r, co – jeżeli utrzyma się w kolejnych kwartałach – może odjąć 0,3-0,6pp od wzrostu PKB w 2014 r.
- Po spadku w 2013 r., w 2014 r. powinna nastąpić „normalizacja” inflacji, która wciąż pozostanie jednak na relatywnie niskim poziomie. Prognozujemy wzrost inflacji do 1,2-1,5% na koniec 2q 2014 i powyżej 2,0% na koniec roku.
- Po zacieśnieniu polityki fiskalnej w latach 2011-2013, w 2014 r. oczekujemy zwrotu w kierunku stymulacji gospodarki – skalę impulsu fiskalnego szacujemy na +0,8% PKB.
- Wartość otwartych przetargów na budowę dróg i autostrad wynosi 44 mld PLN (2,5% PKB), co – biorąc pod uwagę średni czas rozstrzygnięcia przetargu – sugeruje, że w 2q-3q 2014 powinien rozpocząć się silny wzrost inwestycji infrastrukturalnych.
- Kryzys na Ukrainie oraz wzrost popytu krajowego przełożą się na wzrost deficytu obrotów bieżących do -2,6% PKB na koniec roku.
- Najbardziej prawdopodobnym momentem rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych przez NBP wydaje się obecnie 1q 2015.
- Prognozujemy wzrost dynamiki kredytów (po korekcie o FX) do 8,0% r/r w 4q 2014 (vs. 5,4% w 1q 2014) oraz stabilizację dynamiki depozytów na poziomie 6,2% (vs. 6,3% w 1q 2014).

II. Raport specjalny:

- W raporcie specjalnym „How reliant are emerging markets on exports?” (raport – w j. angielskim – dostępny [tutaj](#)) kwantyfikujemy wrażliwość rynków wschodzących na zmiany globalnego popytu (na poziomie agregatu oraz poszczególnych gospodarek) oraz proponujemy ulepszone miary „otwartości” i realnego efektywnego kursu walutowego (w oparciu o *World Input-Output Database*).

Główny Ekonomista

Radosław Bodys
radoslaw.bodys@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych analizy.makro@pkobp.pl

Piotr Bujak
Starszy Ekonomista,
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 81 34

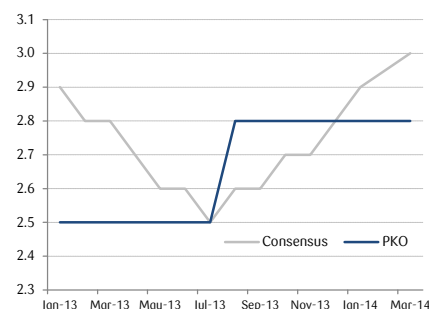
Kamil Cisowski
Ekonomista (ceny)
tel. 22 521 68 64

Michał Rot
Ekonomista (sfera realna)
tel. 22 580 34 22

Karolina Sędzimir
Ekonomista (rynek pracy)
tel. 22 521 81 28

Marcin Czaplicki
Stażysta
tel. 22 521 54 50

Ewolucja prognoz PKB na 2014 r.: PKO vs. konsensus*



Źródło: *Consensus Economics, PKO Bank Polski.

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	1q13	2q13	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2013	2014
Realny PKB (% r/r)	0,4	0,8	2,0	2,7	3,1	2,7	2,7	3,0	3,4	1,6	2,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	11,3	10,4	9,8	9,8	10,1	9,3	9,1	9,2	9,4	9,8	9,2
Inflacja CPI† (% r/r)	1,0	0,2	1,0	0,7	0,7	1,6	1,6	2,2	2,6	0,7	2,2
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	1,0	0,9	1,5	1,0	1,1	1,7	1,8	2,0	2,4	1,0	2,0
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-3,1	-2,3	-1,9	-1,3	-1,1	-1,3	-1,6	-2,6	-2,9	-1,3	-2,6
Deficyt fiskalny (% PKB)‡*	-4,0	-4,2	-4,5	-4,3	-4,3	-4,2	-4,0	-4,1	-4,0	-4,3	-4,1
Dług publiczny (% PKB)‡*	57,2	58,2	58,0	57,0	48,5	49,1	49,2	50,6	50,5	57,0	50,6
Stopa referencyjna NBP (%)	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	2,50	2,50

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle). † dane na koniec okresu ‡ w ujęciu ESA95, *dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących, dochody bez jednorazowego transferu aktywów z OFE do ZUS.

(1). Sfera realna

• Trendy bieżące

Dane miesięczne za okres styczeń-marzec wskazują, że wzrost PKB Polski w 1q 2014 przekroczył najprawdopodobniej 3% r/r¹, czemu towarzyszyło przyspieszenie popytu krajowego oraz malejący wkład eksportu netto. Dynamika płac i zatrudnienia – implikująca przyspieszenie realnego funduszu płac do 3,6% r/r w 1q (vs. 2,3% r/r w 4q) wskazywałaby na silniejszy wzrost konsumpcji, ale skromna indeksacja emerytur (w związku z niską inflacją) sugeruje stabilizację realnych dochodów ludności (płace+emerytury): 3,2% r/r w 1q vs. 3,3%y/y w 4q. Dynamika inwestycji prawdopodobnie wyraźnie przyspieszyła, przy umocnieniu się trendu, dodatkowo wspieranego przez wyjątkowo korzystne warunki pogodowe. Wzrost produkcji budowlanej przyspieszył do 9,8% r/r w 1q (vs. 0,0% r/r w 4q), a wzrost rynku leasingu wyniósł 45,3% r/r (vs. 25,6% w 4q).

• Prognoza średnioterminowa

Kontynuacja ożywienia gospodarczego w 2014 r. ma charakter trwały. Prognozujemy utrzymanie dynamiki PKB w okolicach 3% w 2014 roku w efekcie wpierających wzrost czynników krajowych i zewnętrznych: (1) opóźnionych efektów luzowania monetarnego w 2013 r., (2) stymulacji fiskalnej w wysokości 0,8% PKB w 2014 r., (3) postępującego ożywienia gospodarki światowej w tym strefy euro, (4) wzrostu realnych dochodów do dyspozycji ludności (efekt m.in. utrzymującej się niskiej inflacji CPI oraz poprawy sytuacji na rynku pracy w 2014 r.). **Głównym czynnikiem ryzyka dla wzrostu PKB (i eksportu) pozostaje sytuacja na rynkach Rosji i Ukrainy.** Wpływ spadku obrotów handlowych z Rosją i Ukrainą na PKB Polski wynosi, odpowiednio, 0,18pp i 0,10pp na każde 10% spadku eksportu do tych krajów. Spadek eksportu do Rosji i Ukrainy będzie mieć prawdopodobnie ograniczony wpływ na wzrost PKB w 1q, ale powinien się ujawnić w kolejnych kwartałach (por. Macro Weeklly: [Ukraine: \\$40bn from the West, 40'000 troops from the East](#), 11 kwietnia, 2014). Z drugiej strony, przyspieszenie wzrostu w strefie euro oznacza, że gdyby napięcia na linii Rosja-Ukraina zmniejszyły się, tempo wzrostu PKB może zaskoczyć *in plus*.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki niepewności/ryzyka dla prognoz wzrostu PKB to: (1) pogarszająca się sytuacja gospodarcza Rosji i Ukrainy vs. skala i tempo ożywienia gospodarczego w strefie euro, (2) skala i tempo stymulacji fiskalnej w Polsce, (3) harmonogram absorpcji środków z UE na lata 2014-2020.

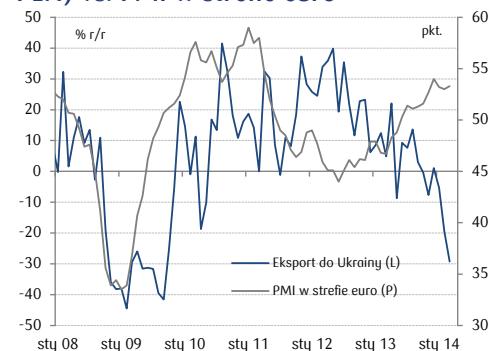
Sfera realna

	1q13	2q13	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2013	2014
Realny PKB (% r/r)	0,4	0,8	2,0	2,7	3,1	2,7	2,7	3,0	3,4	1,6	2,8
Popyt krajowy (pkt. proc.)	-0,9	-1,8	0,6	1,8	3,0	3,6	3,9	4,9	5,1	0,0	3,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	0,0	0,1	1,0	2,1	2,7	3,8	3,5	4,0	4,2	0,8	3,5
Sprzedaż krajowa (% r/r)	-0,4	0,4	1,2	2,5	3,1	3,7	4,3	5,6	4,8	1,0	4,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-2,4	-3,3	0,5	2,0	5,9	4,9	9,2	11,1	11,4	-0,2	8,5
Publiczne [‡] (% r/r)	-3,8	-16,5	-7,7	-7,8	-0,4	1,5	8,9	12,3	14,0	-9,2	7,8
Prywatne [‡] (% r/r)	-2,1	0,5	3,2	5,6	6,5	6,6	9,3	10,7	10,9	2,6	8,8
Zapasy (pkt. proc.)	-0,5	-2,3	-0,6	-0,7	-0,1	0,0	-0,3	-0,6	0,3	-1,0	-0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	1,3	2,8	1,4	1,0	0,1	-1,0	-1,2	-1,9	-1,6	1,6	-1,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1,6	1,2	5,0	4,6	5,0	4,5	4,2	5,9	8,2	2,2	4,9
Stopa bezrobocia BAEL (%)	11,3	10,4	9,8	9,8	10,1	9,3	9,1	9,2	9,4	9,8	9,2
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,3	3,2	2,7	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,9	2,5

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

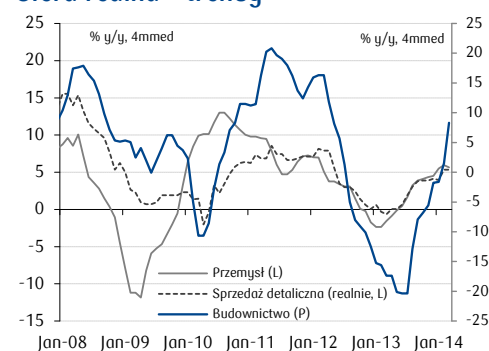
¹ Przy założeniu neutralności transferu OFE/ZUS na wartość PKB.

Dynamika eksportu do Ukrainy* (w PLN) vs. PMI w strefie euro



Źródło: Eurostat, GUS, Ministerstwo Gospodarki, PKO Bank Polski. *dane za marzec implikowane przez informacje Ministerstwa Gospodarki o obrotach handlowych za 1q oraz danych GUS za styczeń-luty.

Sfera realna – trendy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(2). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Inflacja CPI pozostała stabilna w 1q 2014 r. pomimo nasilających się efektów niskiej bazy i wyniosła w marcu 0,7% r/r, pozostając na poziomie niezmiennym względem grudnia 2013 r. Inflacja bazowa wzrosła do 1,1% r/r (wobec 1,0% r/r w grudniu). Należy zauważyć, że jednym z głównych czynników dezinflacji (lub stabilizacji inflacji) w ostatnich miesiącach/kwartałach był spadek cen surowców rolnych na świecie. Tymczasem, trend na rynku *soft commodities* wydaje się odwracać – od początku lutego indeks S&P GSCI Agriculture wzrósł o 20%. Warto również odnotować przyspieszającą dynamikę płac w gospodarce, której trend oscyluje obecnie w okolicach 4%r/r.

• Prognoza średnioterminowa

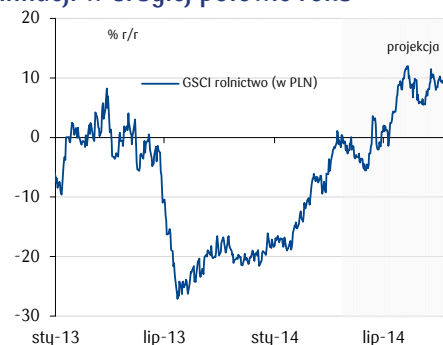
Trendy na rynku pracy oraz na rynku surowców rolnych sugerują, że prawdopodobnie znajdujemy się w punkcie zwrotnym inflacji. Przy założeniu, że obecne ceny surowców rolnych utrzymają się na niezmiennym poziomie; 1) dynamika indeksu GSCI Agriculture wzrośnie do końca roku do ok 10% r/r (z 0% r/r obecnie); 2) czynnik ten może podnieść inflację CPI w Polsce o 0,3-0,5pp do końca 3q 2014. (por. DE – [Ceny żywności – odwrócenie trendu?](#), 22 kwietnia 2014).

W związku z tym prognozujemy wzrost inflacji do 1,2-1,5% na koniec 2q 2014 i powyżej 2,0% na koniec roku, przy wzroście dynamiki cen żywności do ok. 3% r/r oraz stopniowym wzroście inflacji bazowej. Największych wzrostów dynamiki spodziewamy się na przełomie 3q i 4q 2014 r., gdy dojdzie do pełnej transmisji globalnych cen rynkowych oraz wygaszenia nadpodaży na rynku mięsa, która może wystąpić w najbliższych miesiącach za sprawą zamknięcia dla polskiego eksportu rynku rosyjskiego. Wzrosty cen surowców rolnych w połączeniu z rosyjskim embargiem (na mięso oraz, potencjalnie, na warzywa i owoce) oznaczają ryzyko podwyższonej zmienności cen żywności z ryzykami „w dół” w krótkim okresie (1-3 miesiące), oraz „w górę” w dłuższym okresie (3-9 miesięcy).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

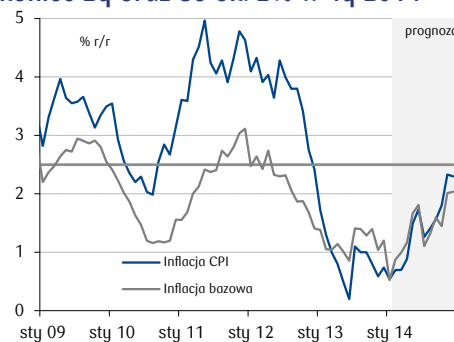
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: (1) ceny surowców rolnych (i energetycznych), (2) kurs walutowy (aprecjacja/deprecjacja w zależności od napływu/odpływu kapitału zagranicznego), (3) ryzyka geopolityczne w regionie (eskalacja/de-eskalacja konfliktu pomiędzy Rosją a Ukrainą).

Silne wzrosty cen surowców rolnych będą w pełni widoczne w odczytach inflacji w drugiej połowie roku



Źródło: Reuters, PKO Bank Polski.
Projekcja uwzględnia wyłącznie efekty bazowe, została stworzona przy założeniu braku zmian cen żywności oraz kursu USD/PLN

Inflacja CPI wzrośnie do 1,2-1,5% na koniec 2q oraz do ok. 2% w 4q 2014



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne

	1q13	2q13	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2013	2014
Inflacja CPI† (% r/r)	1,0	0,2	1,0	0,7	0,7	1,6	1,6	2,2	2,6	0,7	2,2
Inflacja CPI – średnia w okresie (% r/r)	1,3	0,5	1,1	0,7	0,7	1,3	1,4	2,1	2,4	0,9	1,4
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,6	0,3	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	1,0	0,5	0,5
Wkład cen energii (pkt. proc.)	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,0
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,7	0,6	0,8	0,7	0,5	0,9	0,8	1,1	1,3	0,7	0,8
Inflacja bazowa† (% r/r)	1,0	0,9	1,5	1,0	1,1	1,7	1,8	2,0	2,4	1,0	2,0
Inflacja PPI† (% r/r)	-0,7	-1,3	-1,4	-1,0	-1,3	-0,5	-0,4	0,7	1,7	-1,0	0,7
Deflator PKB (% r/r)	1,6	1,0	0,8	0,4	0,5	0,9	1,2	1,7	1,9	0,9	1,0
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,3	4,0	3,6	3,9	4,2	4,3	4,6	4,7	3,4	4,2
ULC (% r/r)	1,4	2,0	2,1	1,4	2,6	3,5	3,1	3,0	3,4	1,7	3,1
Wydajność pracy (% r/r)	1,1	1,3	1,9	2,2	1,2	0,7	1,1	1,5	1,2	1,6	1,1
Nominalny PKB (% r/r)	2,0	1,8	2,8	3,1	3,6	3,6	3,9	4,7	5,4	2,5	4,0

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

(3). Depozyty, kredyty

• Trendy bieżące

W 1q 2014 nastąpiło przyspieszenie dynamiki depozytów i kredytów (po korekcie o kurs walutowy). Wzrost depozytów osiągnął 6,3% r/r wobec 5,8% r/r w 4q 2013, przy: (1) znacznym odbiciu dynamiki depozytów samorządów (odpowiednio: do 11,4% r/r vs. -0,7%), (2) dalszym osłabieniu dynamiki depozytów osób prywatnych (do 5,7% r/r vs. 5,9%) następującym przy napływach środków do funduszy inwestycyjnych (relatywny wzrost atrakcyjności form oszczędzania alternatywnych wobec depozytów przy historycznie niskich stopach procentowych), oraz (3) wyhamowaniu dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 7,5% r/r vs. 9,7%). Wzrost kredytów przyspieszył do 5,4% r/r wobec 4,2% w 4q 2013, przy: (1) zwiększeniu dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw (do 3,8% r/r vs. 1,3%), (2) wyższym wzroście kredytów konsumpcyjnych (4,1% r/r vs. 2,5%), (3) stabilnym wzroście kredytów mieszkaniowych (7,0% r/r vs. 6,9%), oraz (4) osłabieniu tempa spadku kredytów dla samorządów (do -7,1% r/r vs. -7,8%).

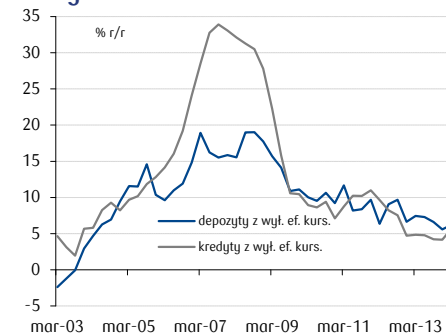
• Prognoza średnioterminowa

Do końca 2014 r. przewidujemy przyspieszenie dynamiki kredytów i niewielkie osłabienie dynamiki depozytów (skorygowanych o kurs walutowy). Prognozujemy zwiększenie dynamiki kredytów do 8,0% r/r w 4q 2014 (wobec 5,4% w 1q 2014), w rezultacie stopniowego wzrostu popytu na kredyt oraz podaży, przy zapowiadanej kontynuacji łagodzenia polityki kredytowej banków wobec kredytów konsumpcyjnych. Dynamika depozytów najprawdopodobniej pozostanie stabilna na poziomie 6,2% r/r w 4q 2014 (vs. 6,3% w 1q 2014), przy: (1) wyhamowaniu dynamiki depozytów niefinansowych podmiotów gospodarczych, (2) nieznacznym odbiciu depozytów osób prywatnych (wskutek niewielkiej poprawy sytuacji na rynku pracy i nieco wyższego tempa wzrostu dochodów), oraz (3) wzmocnieniu dynamiki depozytów instytucji rządowych i samorządowych.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

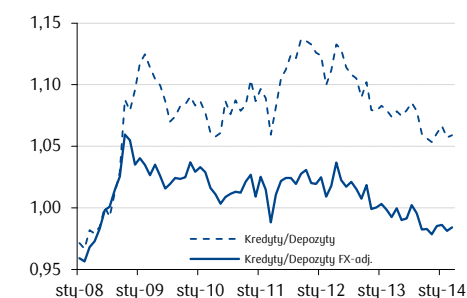
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala ewentualnego odpływu depozytów osób prywatnych do alternatywnych form oszczędzania (w warunkach niskich stóp procentowych); (2) wpływ zmian regulacyjnych na: (a) kredyty mieszkaniowe (spadek LTV do 95%, program MdM, oczekiwane ożywienie na rynku nieruchomości), (b) depozyty/kredyty instytucji rządowych (skala stymulusu fiskalnego, wpływ zmian w OFE); (3) kurs walutowy: 10% aprecjacji/deprecjacji kursu walutowego zmniejsza/zwiększa wartość kredytów o ~3% i depozytów o ~1%.

Stabilizacja depozytów, wzrost kredytów



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Relacja kredyty/depozyty (LTD): headline oraz skorygowana o FX



Źródło: NBP, PKO Bank Polski

Podaż pieniądza, kredyt

	1q13	2q13	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2013	2014
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	932,0	946,6	947,2	978,9	980,4	1003,6	1011,3	1048,8	1049,9	978,9	1048,8
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,6	7,0	6,1	6,2	5,2	6,0	6,8	7,1	7,1	6,2	7,1
Podaż pieniądza M3 realna (% r/r)	5,7	7,0	5,3	5,5	4,5	4,4	5,5	5,6	4,5	5,5	5,6
Kredyty ogółem (mld PLN)	918,3	938,6	945,7	942,8	961,7	978,4	1000,0	1007,8	1025,4	942,8	1007,8
Kredyty ogółem (% r/r)	4,0	3,9	4,0	3,8	4,7	4,2	5,7	6,9	7,2	3,8	6,9
Kredyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	4,9	4,8	4,2	4,2	5,4	5,6	6,8	8,0	8,9	4,2	8,0
Kredyty ogółem (% PKB)	57,3	58,3	58,4	57,8	58,0	58,7	59,2	58,8	58,9	57,8	58,8
Depozyty ogółem (mld PLN)	855,1	869,7	892,0	889,0	908,1	913,6	927,3	942,8	951,9	889,0	942,8
Depozyty ogółem (% r/r)	7,6	7,2	6,9	5,6	6,2	5,0	4,0	6,0	5,4	5,6	6,0
Depozyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	7,5	7,3	6,6	5,8	6,3	5,0	4,1	6,2	5,8	5,8	6,2
Depozyty ogółem (% PKB)	53,3	54,0	55,1	54,5	54,8	54,8	54,9	55,0	54,7	54,5	55,0

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(4). Równowaga zewnętrzna

• Trendy bieżące

Dzięki rosnącej nadwyżce handlowej (ok. +0,8% PKB), deficyt rachunku obrotów bieżących spadł w 1q 2014 do ok. -1,1% PKB. W ostatnich 12 miesiącach poprawie salda bieżącego (o 2,0% PKB) towarzyszyło, jednak, dalsze nieproporcjonalne pogorszenie salda finansowego (o 4,9% PKB), czego główną przyczyną był odpływ inwestycji portfelowych z rynku dłużnych papierów wartościowych (spadek o ok. 3,5% PKB). W rezultacie, w lutym po raz pierwszy od 2000 roku (od kiedy dostępne są porównywalne dane) 12-miesięczne saldo rachunku finansowego spadło poniżej zera (do -0,2% PKB; por. DE – [Każdy bilans płatniczy ma dwie strony](#), 14 kwietnia 2014).

• Prognoza średnioterminowa

OCzekujemy, że po spektakularnym spadku deficytu obrotów bieżących w I. 2012-2013 (efekt silnego spadku popytu krajowego), trend ten w najbliższych miesiącach ulegnie odwróceniu. Pogorszenie bilansu handlowego z jednej strony będzie wynikało z – coraz wyraźniejszego – ożywienia popytu krajowego; z drugiej – z silnego spadku obrotów handlowych z Ukrainą (kryzys, dewaluacja UAH) i Rosją (embargo na mięso i, potencjalnie, na warzywa i owoce). Skala spadku nadwyżki handlowej będzie stanowiła wypadkową zdolności polskich eksporterów do zmiany kierunku ekspansji z uwagi na załamanie wymiany w kierunku wschodnim (w przypadku braku substytucji eksportu na inne rynki zbytu, może się on obniżyć w skali całego roku o 2,6-2,8 mld EUR, czyli ok. 0,6-0,7% PKB). W rezultacie prognozujemy, że deficyt obrotów towarowych wyniesie -0,4% PKB, co przełoży się na wzrost deficytu obrotów bieżących do poziomu -2,6% PKB w grudniu 2014 r.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

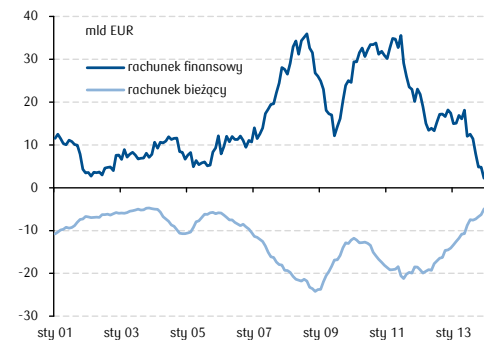
W średniej perspektywie głównymi ryzykami dla kształtowania się deficytu rachunku obrotów bieżących są: kryzys na Ukrainie, który z jednej strony może obniżyć eksport w kierunku wschodnim (zarówno na skutek spadku popytu ze strony ukraińskiej (deprecjacja hrywny, recesja), jak i restrykcji handlowych ze strony Rosji), a z drugiej spowolnić odbicie PKB, a zatem ograniczyć popyt wewnętrzny oraz dynamikę kursu walutowego (na którą mogą wpłynąć ewentualne działania EBC i akomodacja polityki pieniężnej w strefie euro).

Równowaga zewnętrzna

	1q13	2q13	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2013	2014
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-3,1	-2,3	-1,9	-1,3	-1,1	-1,3	-1,6	-2,6	-2,9	-1,3	-2,6
Bilans handlowy (% PKB)	-0,8	-0,1	0,3	0,7	0,8	0,5	0,3	-0,4	-0,7	0,7	-0,4
Eksport (% r/r)	3,2	5,5	6,5	5,0	6,7	6,9	7,4	8,1	9,1	5,0	7,5
Import (% r/r)	-2,0	-2,2	2,4	1,8	6,4	9,5	10,4	14,0	12,5	0,0	10,1
Saldo usług (% PKB)	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2
Saldo transferów bieżących (% PKB)	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	1,0	1,0
Saldo dochodów (% PKB)	-4,5	-4,6	-4,5	-4,2	-4,2	-4,2	-4,1	-4,3	-4,3	-4,2	-4,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,1	2,3	2,3	2,3	2,5	2,0	1,8	2,1	2,2	2,3	2,1
Rachunek finansowy (%PKB)	4,4	3,1	2,0	0,6	-0,5	0,2	0,8	2,0	3,3	0,6	2,0
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto (% PKB)	1,5	0,8	0,7	-0,2	0,2	0,2	0,3	1,0	0,9	-0,2	1,0
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	0,5	0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	0,7	0,0	0,5
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-2,8	-2,0	-0,8	0,4	0,3	0,9	0,4	0,3	-0,7	0,4	0,3
Zmiana rezerw (% PKB)*	-2,6	-2,0	-1,0	-0,2	0,5	0,5	0,1	-0,1	-1,2	-0,2	-0,1
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,8	-1,2	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,2	-1,5	-1,3	-1,4	-1,5
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,7	73,7	72,0	69,9	69,0	68,8	68,5	67,9	67,9	69,9	67,9
Sektor publiczny (% PKB)	31,3	30,6	29,9	29,7	28,7	28,9	28,9	28,6	28,5	29,7	28,6
Sektor prywatny (% PKB)	41,4	43,0	42,1	40,2	40,2	39,9	39,7	39,3	39,3	40,2	39,3

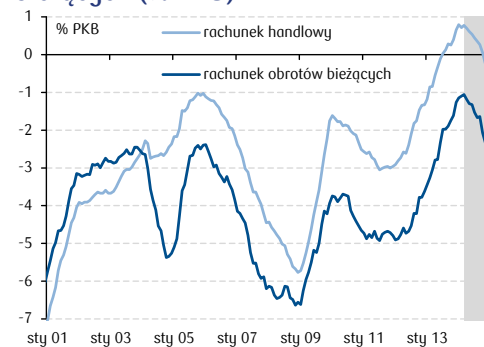
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

BoP: 12-miesięczne saldo na rachunku bieżącym i finansowym



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Rachunek handlowy i rachunek obrotów bieżących (% PKB)



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

(5). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Na marcowym posiedzeniu RPP zdecydowała wydłużyć się horyzont zapowiedzi pozostawienia stóp na dotychczasowym poziomie „co najmniej do końca” 3q 2014 r. Po kwietniowym posiedzeniu prezes NBP zasugerował, że termin ten prawdopodobnie nie ulegnie zmianie aż do lipca, gdy Rada zapozna się z kolejną projekcją inflacyjną NBP.

Inflacja CPI oraz wskaźniki inflacji bazowej oscylują w okolicach 1% – tj. wyraźnie poniżej dolnego ograniczenia przedziału dopuszczalnych wahań od celu inflacyjnego NBP, co sprawia, że perspektywa podwyżek wydaje się odległa.

• Prognoza średnioterminowa

Stabilizacja inflacji CPI w 1q 2014 – wobec oczekiwanego wzrostu – **przesunęła prawdopodobny moment początku cyklu normalizacji polityki pieniężnej na 1q 2015 r.** Wynika to m.in. z niepewnego otoczenia zewnętrznego (powolne ożywienie w Europie, problemy innych gospodarek wschodzących), które sprawia **RPP będzie chciała możliwie długo wstrzymać się od rozpoczęcia podwyżek.**

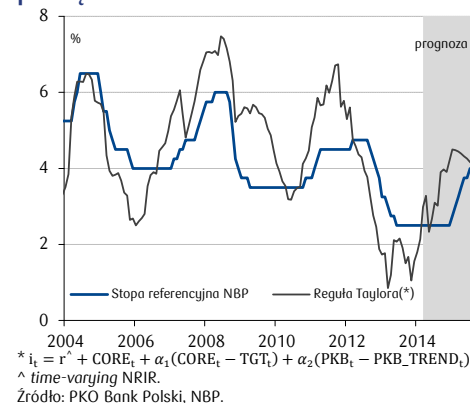
Po pięciu kwartałach wzrostu PKB około 3,0%, przy założeniu o utrzymaniu się tegorocznych wzrostów cen surowców rolnych, inflacja osiągnie cel NBP **zdecydowanie wcześniej niż zakłada obecna projekcja inflacyjna NBP (w pierwszej połowie 2015 r.)** skłaniając RPP do podwyżek o łącznej skali 150 pb. **Przewidujemy, że na koniec 2015 r. stopa referencyjna wyniesie 4,00%.**

Czynniki ryzyka dla tej prognozy uważamy za zbilansowane, zakładamy również, że inflacja długotrwale pozostająca poniżej celu wpłynie raczej na wielkość podwyżek, a nie moment ich rozpoczęcia.

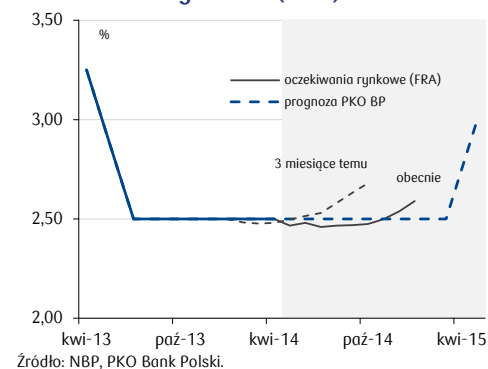
• Czynniki ryzyka dla prognozy

Do najważniejszych czynników ryzyka należą obecnie: (1) ceny *soft commodities*, których zmienność znacząco wzrosła w pierwszym kwartale, (2) utrzymująca się niska presja inflacyjna związana z niższym od prognozy wzrostem PKB, (3) eskalacja konfliktu na Ukrainie, która może wywołać odwrócenie jego obecnego wpływu na inflację (ujemnego) za sprawą silnych wzrostów cen surowców w regionie (4) zmiany personalne w Radzie na początku 2015 r. (3 nowych członków), które mogą zwiększyć w Radzie liczbę zwolenników prowadzenia łagodnej polityki pieniężnej.

Reguła Taylora* sugeruje początek podwyżek stóp procentowych na początku 2015r.



Stopy NBP – prognoza PKO vs. oczekiwania rynkowe (FRA)



Polityka pieniężna

	1q13	2q13	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2013	2014
Stopa referencyjna (%)	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	2,50	2,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	2,29	2,52	1,47	1,84	1,80	0,88	0,90	0,29	0,17	1,84	0,29
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	2,21	1,84	0,99	1,50	1,37	0,75	0,74	0,47	0,36	1,50	0,47
Stopa lombardowa (%)	5,75	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa depozytowa (%)	2,75	1,75	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Stopa redysk. weksli(%)	4,50	3,50	3,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Stopa rezerwy obowiązkowej (%)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
REER defl. CPI (% r/r)	-1,0	-0,7	3,2	3,6	2,4	1,2	-0,3	-0,2	0,0	1,3	0,8
Nominalny PKB (% r/r)	2,0	1,8	2,8	3,1	3,6	3,6	3,9	4,7	5,4	2,5	4,0

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(6). Polityka fiskalna

• Trendy bieżące

Zacieśnienie fiskalne i spadek inwestycji współfinansowanych z funduszy UE wyjaśniają ok. 70% spowolnienia gospodarczego w I. 2012-2013. **W efekcie spowolnienia gospodarczego deficyt fiskalny pogłębił się w 2013 r. do 4,3% PKB (z -3,9% PKB rok wcześniej), co – według naszych szacunków – implikuje zacieśnienie fiskalne* o wartości -1,0% PKB w 2013 r. (*definiowane jako zmiana strukturalnego salda pierwotnego).**

Czynniki ekonomiczne i polityczne (istotna cykliczna utrata dochodów, nowa perspektywa finansowa UE oraz cykl wyborczy) **przyczynią się do poluzowania fiskalnego.** Jednorazowy transfer aktywów z OFE do ZUS w wysokości ok. 9% PKB a następnie umorzenie przejętych papierów dłużnych skokowo obniżyły bieżące zadłużenie i stworzyły „przestrzeń fiskalną” do dalszej stymulacji gospodarki.

• Prognoza średnioterminowa

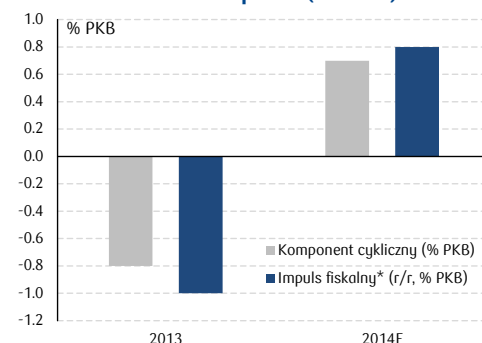
Prognozowany wynik sektora wg ESA95 w 2014 r. (po odliczeniu jednorazowego transferu aktywów z OFE do ZUS w wysokości ok. 9% PKB) wyniesie -4,1% PKB i będzie zbliżony do wyniku z 2013 r. W 2014 r. wynik sektora publicznego (+4,9% PKB, ESA95) będzie wypadkową: (1) cyklicznej poprawy dochodów (+0,7% PKB), (2) oczekiwanego przez nas poluzowania fiskalnego (-0,8% PKB).

Oceniamy, że impuls fiskalny w 2014 r. w większości będzie związany z inwestycjami infrastrukturalnymi. **Zmiana nastawienia w polityce fiskalnej w kierunku stymulacji widoczna jest m.in. w planach modernizacji sieci drogowej i kolejowej, które mogą dodać 0,6-0,8 pp do wzrostu PKB w 2014 r.** (NB. obecna wartość otwartych przetargów drogowych wynosi ok. 44 mld zł = 2,5% PKB). Z drugiej strony szacujemy, że wzrost baz podatkowych oraz elastyczności wpływów podatkowych przełoży się na cykliczną poprawę dochodów w wysokości ok. +0,7% PKB.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka dla prognoz fiskalnych są: (1) skala i tempo stymulacji fiskalnej, (2) tempo wzrostu popytu krajowego (i baz podatkowych), (3) uwarunkowania polityczne.

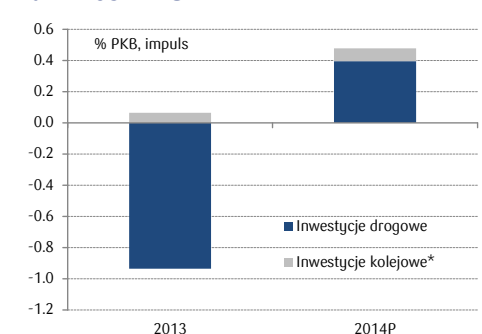
Impuls fiskalny vs cykliczna zmiana dochodów sektora publ. (ESA95)



Źródło: PKO Bank Polski.

*Zmiana strukturalnego deficytu pierwotnego (ze znakiem minus) - tj. wartość ujemna oznacza poprawę salda fiskalnego (zacieśnienie fiskalne), zaś wartość dodatnia oznacza pogorszenie salda fiskalnego (poluzowanie fiskalne).

Wpływ inwestycji infrastrukturalnych na wzrost PKB



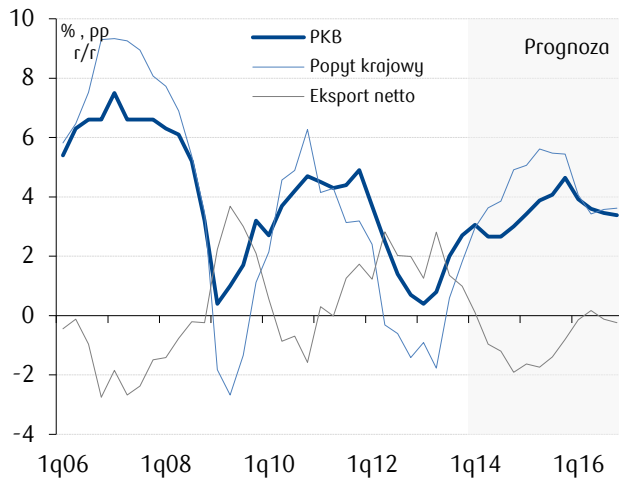
Źródło: MF, MiIR, GUS, PKO Bank Polski.

Polityka fiskalna†

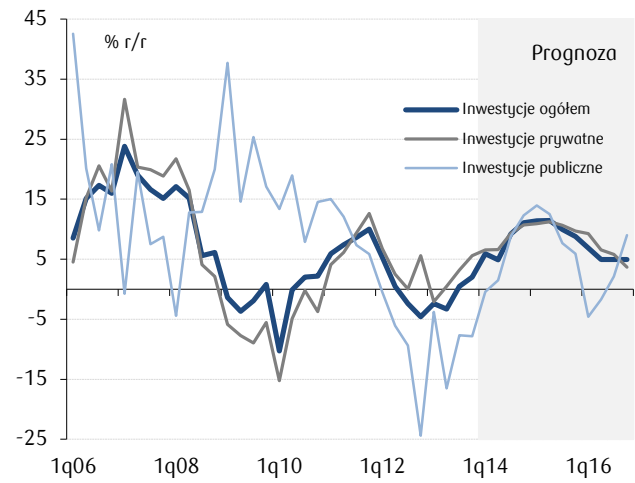
	1q13	2q13	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2013	2014
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA 95)	-4,0	-4,2	-4,5	-4,3	-4,3	-4,2	-4,0	-4,1	-4,0	-4,3	-4,1
Dochoły (% PKB, ESA 95)	38,0	38,0	37,7	37,5	37,9	38,3	38,5	38,6	38,7	37,5	38,6
Wydatki (% PKB, ESA 95)	42,0	42,2	42,2	41,9	42,2	42,4	42,5	42,7	42,7	41,9	42,7
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA 95)	2,8	2,9	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4	2,3	2,1	2,6	2,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA 95)	-1,2	-1,4	-1,8	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9	-1,7	-1,8
Deficyt strukturalny** (% PKB, ESA 95)	-3,5	-3,3	-3,0	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-2,9	-2,8	-3,2
Dług publiczny (% PKB, ESA 95)	57,2	58,2	58,0	57,0	48,5	49,1	49,2	50,6	50,5	57,0	50,6
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,6	x	x	x	-2,2	x	-2,6	-2,2
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,6	x	x	x	-3,4	x	-2,6	-3,4
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	53,8	x	x	x	47,6	x	53,8	47,6

Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, † dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących, dochoły bez jednorazowego transferu aktywów z OFE do ZUS; **dane historyczne KE, 2013-2014 szacunki PKO.

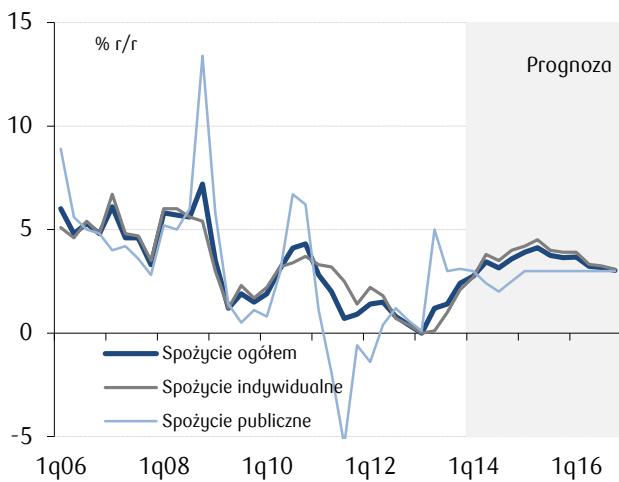
Realny PKB



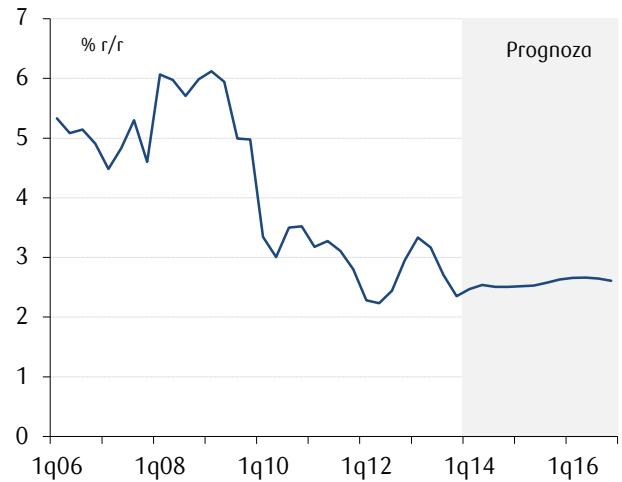
Popyt inwestycyjny



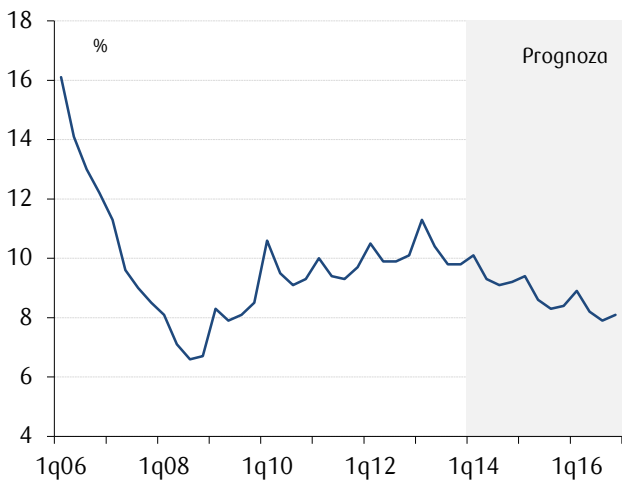
Popyt konsumpcyjny



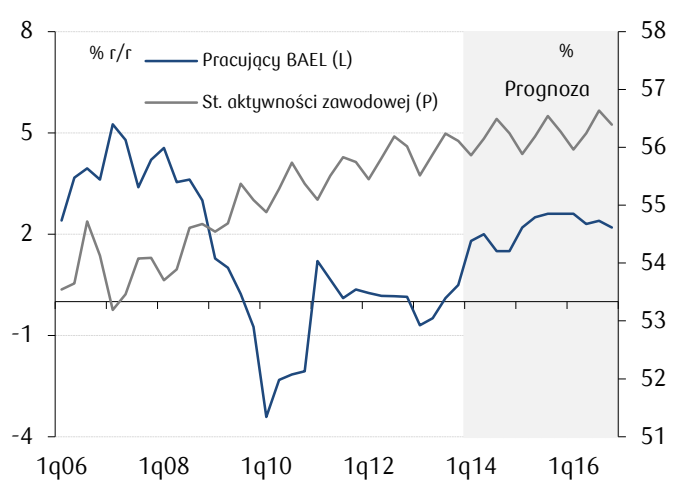
Produkt potencjalny



Stopa bezrobocia BAEL

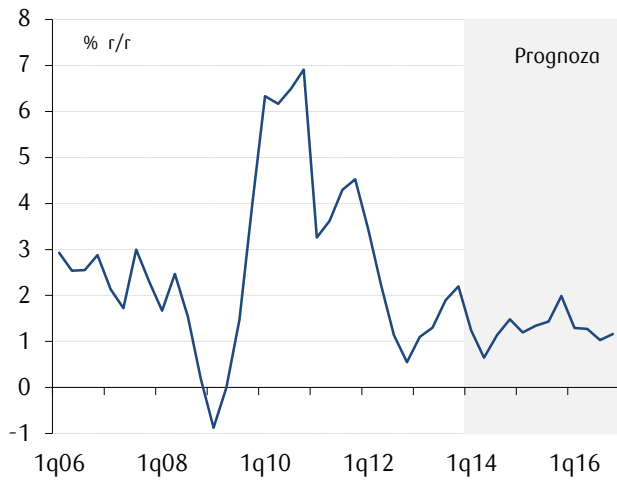


Pracujący BAEL

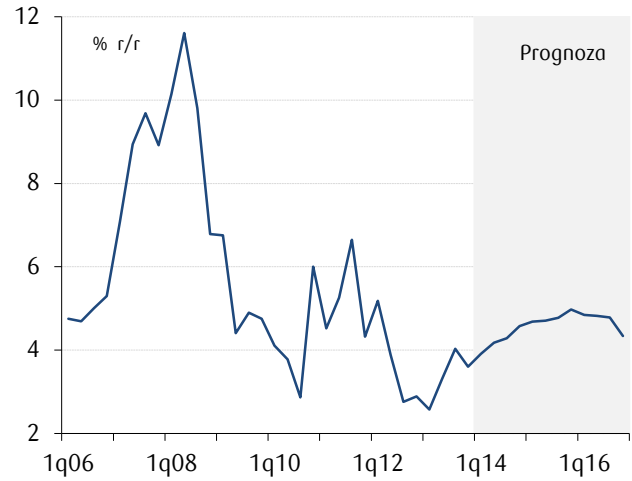


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski.

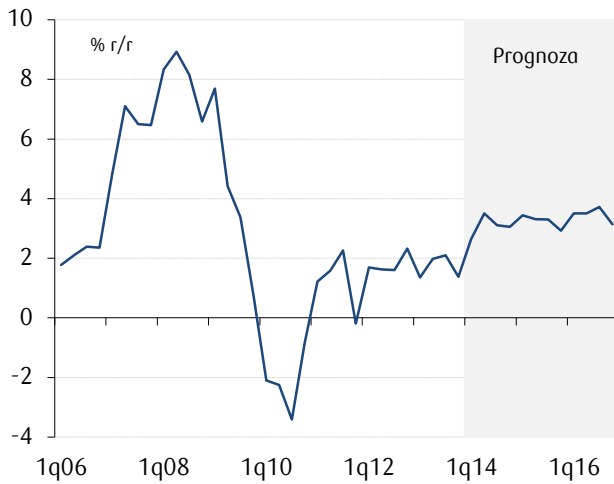
Wydajność pracy



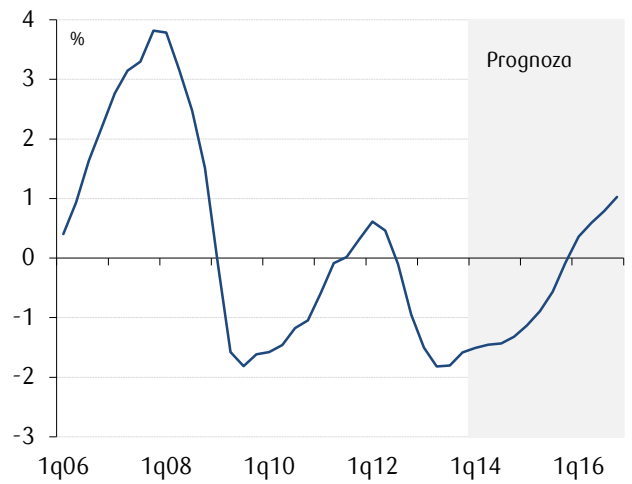
Płace w gospodarce narodowej



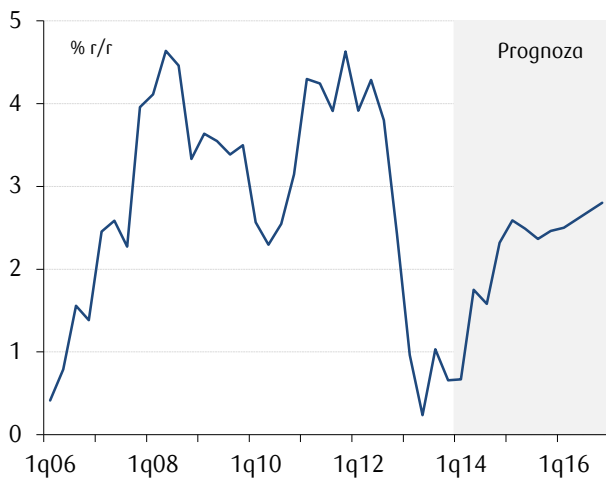
Jednostkowe koszty pracy



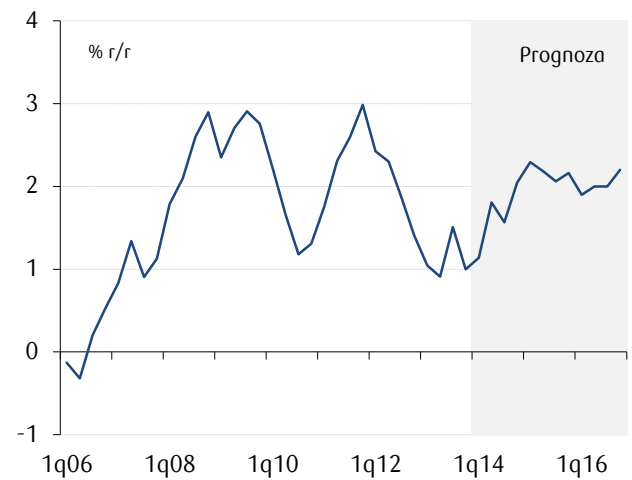
Luka popytowa



Prognozowana ścieżka inflacji CPI

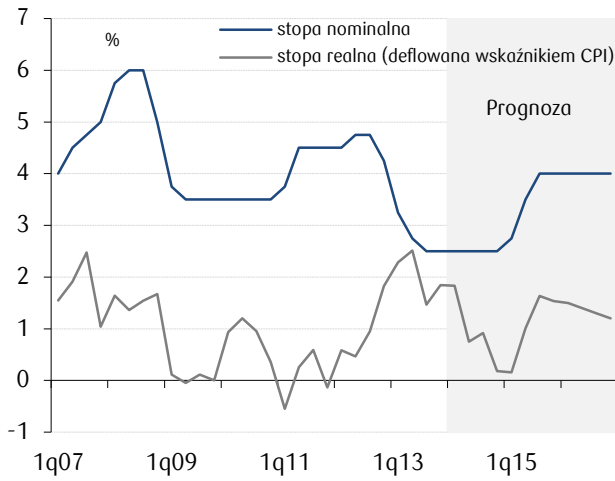


Prognozowana ścieżka inflacji bazowej

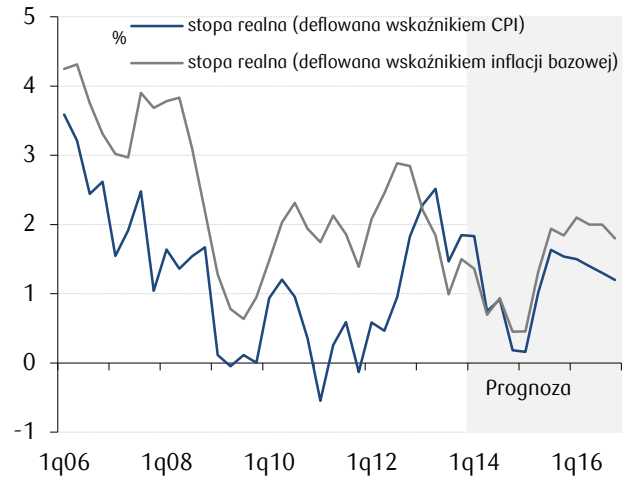


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

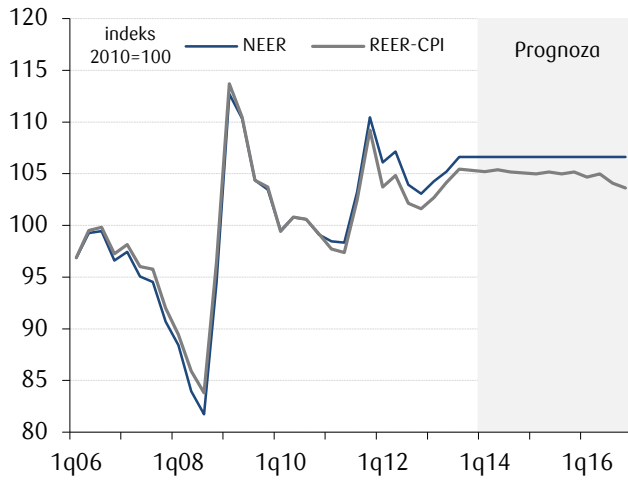
Stopy nominalne vs. realne



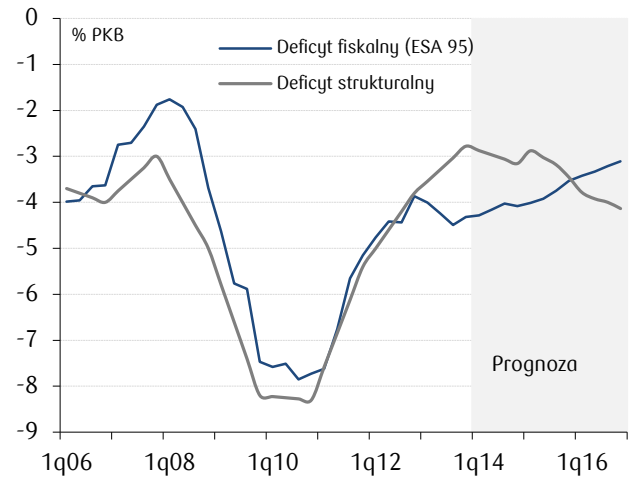
Stopy realne



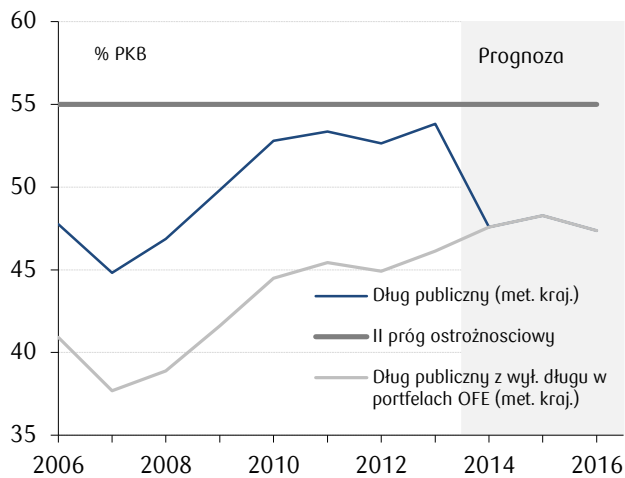
Założenia dotyczące NEER i REER



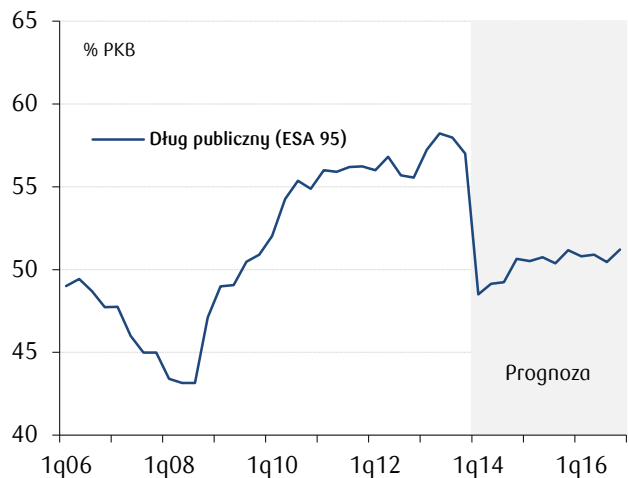
Deficyt fiskalny (ESA 95) i deficyt strukturalny**



Dług publiczny (met. kraj.)

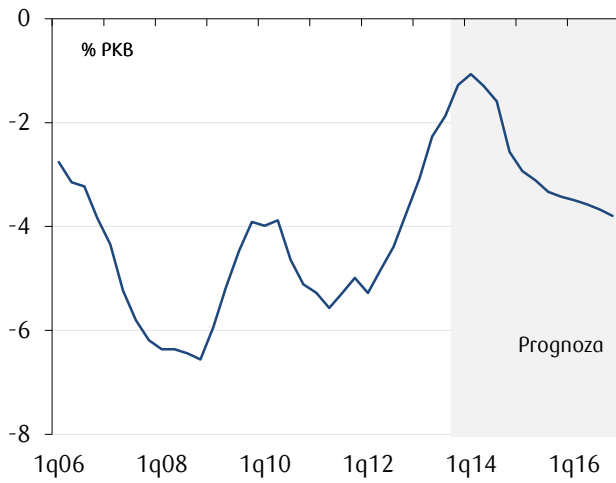


Dług publiczny (ESA 95)

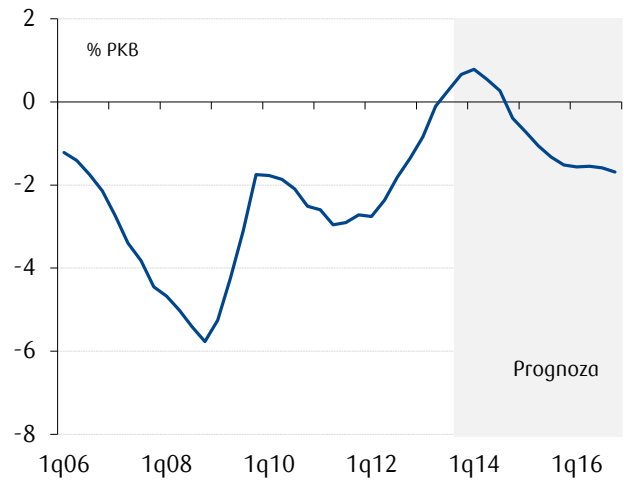


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, PKO Bank Polski. **Dochoły bez jednorazowego transferu kapitałowego z tytułu przeniesienia aktywów OFE do ZUS, dane historyczne dla deficytu strukturalnego KE, 2013-14 szacunki PKO.

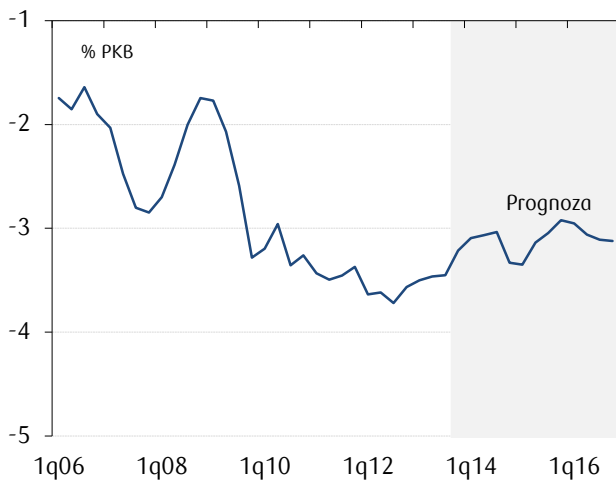
Saldo rachunku obrotów bieżących



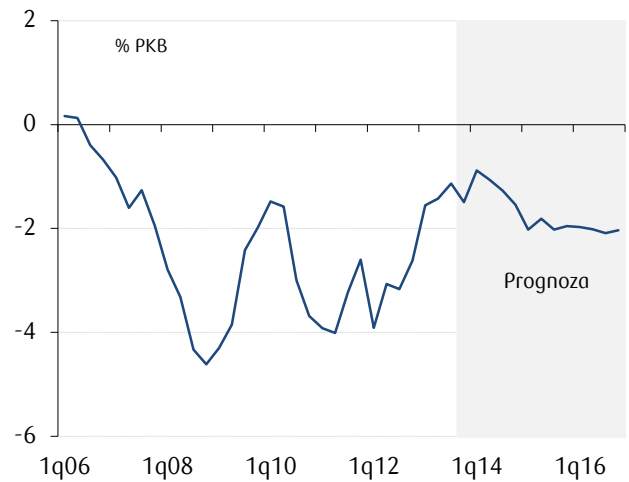
Saldo handlu zagranicznego



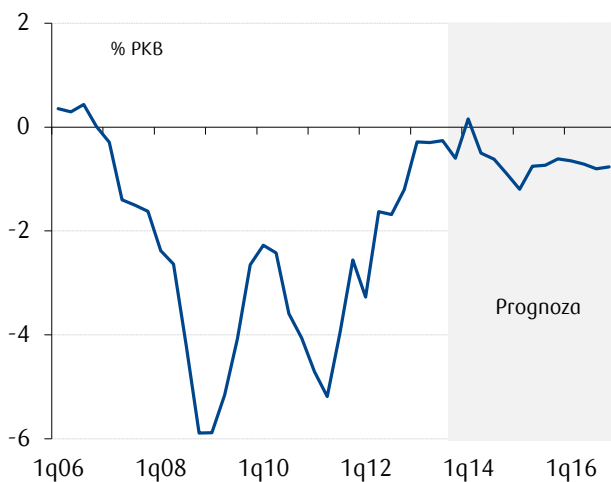
Saldo dochodów i transferów bieżących



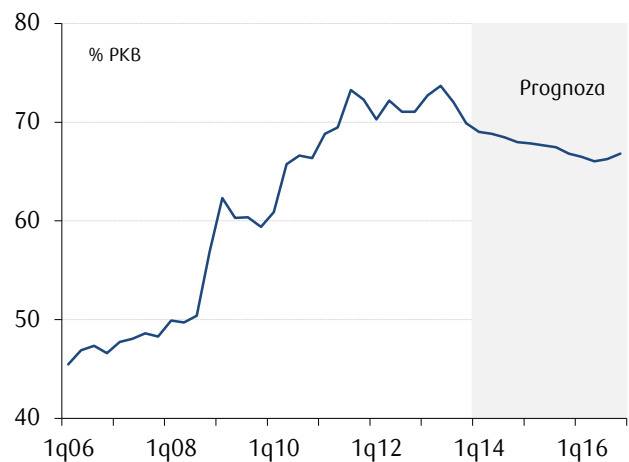
Saldo CAB i FDI[†]



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR[†]



Zadłużenie zagraniczne



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



Prognozy długoterminowe

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	2,0	1,6	2,8	4,0	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	8,7	5,6	-1,1	4,6	3,6	-0,1	0,0	4,0	5,5	3,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,9	5,7	2,1	3,2	2,6	1,3	0,8	3,5	4,2	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	17,6	9,6	-1,2	-0,4	8,5	-1,6	-0,2	8,5	10,0	5,2
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)**	7,2	6,9	1,4	2,6	3,0	0,5	1,0	4,1	5,0	3,7
Zapasy (pkt. proc.)	1,7	-1,1	-2,5	2,0	0,6	-0,6	-1,0	-0,3	0,4	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-2,1	-0,6	2,7	-0,7	0,9	2,1	1,6	-1,1	-1,4	-0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	4,8	5,9	5,5	3,3	3,1	2,5	2,9	2,5	2,6	2,6
Nominalny PKB (mld PLN)	1177	1276	1345	1417	1528	1596	1636	1700	1808	1923
Rynek Pracy										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	9,2	8,4	8,1
Pracujący BAEL (% r/r)	4,2	3,0	-0,7	-2,1	0,4	0,1	0,5	1,5	2,6	2,2
Płace nominalne (% r/r)	7,9	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,6	4,2	4,8	4,7
St. akt. zawodowej (%)	54,1	54,7	55,1	55,4	55,7	56,0	56,1	56,1	56,2	56,5
ULC (% r/r)	5,6	8,6	4,2	-2,4	1,2	1,8	1,6	3,1	3,2	3,5
Wydajność pracy (% r/r)	2,3	1,4	1,2	6,6	3,9	1,8	1,8	1,1	1,5	1,2
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,1	-0,1	0,4	-1,7	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI† (% r/r)	4,0	3,3	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	2,2	2,5	2,8
Wkład cen żywności† (pkt. proc.)	2,1	0,8	0,8	0,9	1,1	0,9	0,3	0,9	0,7	0,8
Wkład cen energii† (pkt. proc.)	1,1	0,8	1,1	1,3	1,7	0,7	-0,3	0,2	0,4	0,8
Wkład inflacji bazowej† (pkt. proc.)	0,8	1,7	1,5	0,9	1,8	0,8	0,6	1,2	1,3	1,2
Inflacja bazowa (% r/r)	1,3	2,8	2,6	1,6	3,1	1,4	1,0	2,0	2,3	2,1
Deflator PKB (% r/r)	3,9	3,1	3,7	1,4	3,2	2,4	0,9	1,0	2,2	2,7
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	561,6	666,2	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1048,8	1135,4	1220,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	13,4	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	7,1	8,3	7,5
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	10,6	13,8	4,4	6,1	7,8	0,8	5,5	5,6	5,8	4,6
Kredyty ogółem (mld PLN)	473,4	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,8	1007,8	1084,3	1154,7
Kredyty ogółem (% r/r)	29,9	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,9	7,6	6,5
Depozyty ogółem (mld PLN)	494,2	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,0	942,8	1011,7	1071,1
Depozyty ogółem (% r/r)	14,1	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,6	6,0	7,3	5,9
Bilans płatniczy*										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-6,2	-6,6	-3,9	-5,1	-5,0	-3,7	-1,3	-2,6	-3,4	-3,8
Bilans handlowy (%PKB)	-4,5	-5,8	-1,8	-2,5	-2,7	-1,4	0,7	-0,4	-1,5	-1,7
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	4,3	1,9	2,0	1,4	2,4	1,1	-0,2	1,0	1,5	1,8
Polityka fiskalna*										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA95)	-1,9	-3,7	-7,5	-7,7	-5,2	-3,9	-4,3	-4,1	-3,5	-3,1
Saldo pierwotne (% PKB, ESA 95)	0,4	-1,5	-4,8	-5,1	-2,4	-1,0	-1,7	-1,8	-1,5	-1,2
Deficyt strukturalny*** (% PKB)	-3,0	-5,0	-8,2	-8,3	-5,4	-3,8	-2,8	-3,2	-3,5	-4,1
Dług publiczny (% PKB, ESA 95)	45,0	47,1	50,9	54,9	56,2	55,6	57,0	50,6	51,1	51,2
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,50	4,00	4,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,04	1,67	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	0,29	1,54	1,20
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	3,68	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,50	0,47	1,73	1,90
Stopa rez. obowiązkowej (%)	3,50	3,50	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
REER defl. CPI (% r/r)	-2,9	-6,9	21,5	-7,5	1,7	1,4	1,3	0,8	-0,1	-0,7

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski. *Deficyt fiskalny bez jednorazowego transferu aktywów z OFE do ZUS, ** popyt krajowy z wyłączeniem zapasów, †na koniec okresu, *** dane historyczne KE, 2013-15 szacunki PKO.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny, jest przeznaczony wyłącznie dla klientów Grupy PKO Banku Polskiego i nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Grupa PKO BP SA dołożyła wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Klienci Grupy PKO BP SA ponoszą odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych, podjętych z uwzględnieniem informacji zamieszczonych w niniejszym materiale. Niniejszy materiał został przygotowany i/lub przekazany przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł, oraz Nordea Bank Polska Spółka Akcyjna zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. Gdańsk-Północ, VII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000021828; NIP: 586-000-78-20 REGON: 190024711; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 277 493 500 zł. Nordea Bank Polska S.A. jest częścią Grupy PKO Banku Polskiego. Znak towarowy Nordea używany jest za zgodą Nordea Bank AB.