

### Nadwyżka handlowa i deficyt „ręk do pracy”?

#### Prognozy średnioterminowe:

- Podtrzymujemy prognozę, że wzrost PKB w 2015 r. wyniesie 3,8%, przy nieco słabszej pierwszej i nieco mocniejszej drugiej połowie roku. Nad negatywnym wpływem spadku eksportu na Wschód przeważa pozytywny efekt ożywienia w strefie euro, spadku cen ropy naftowej, nowej fali inwestycji publicznych i niskich stóp procentowych.
- Po osiągnięciu „dołka” w lutym 2015 r., w kolejnych miesiącach „deflacja” uległa spłyceniu za sprawą efektu bazy i stabilizacji cen surowców. Oczekujemy, że w 3q2015 tempo odbicia inflacji CPI wyhamuje i ustabilizuje się w pobliżu czerwcowego poziomu (-0,8% r/r). Ponownego wzrostu inflacji spodziewamy się w 4q2015, który powinien sprowadzić inflację do dodatniego poziomu na koniec tego roku. W pierwszej połowie 2016 r. inflacja CPI powinna zbliżyć się do dolnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu NBP (1,5%).
- Solidny wzrost PKB, odbicie inflacji oraz relatywnie stabilny kurs PLN oznaczają, że wznowienie łagodzenia polityki pieniężnej jest mało prawdopodobne. Z drugiej strony, prawdopodobne zmiany na scenie politycznej (wpływające m.in. na skład RPP nowej kadencji) wraz z obniżeniem oczekiwanej ścieżki inflacji CPI sugerują, że normalizacja stóp procentowych NBP rozpocznie się dopiero w 2017 r.
- Niższy od planu deficyt fiskalny za 2014 r., zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu oraz uwarunkowania polityczne stwarzają przestrzeń do złagodzenia polityki fiskalnej.
- Trwa redukcja nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Spadek wartości importu paliw (efekt spadku cen ropy) i wzrost eksportu przeważają nad efektem ożywienia popytu krajowego i spadkiem eksportu na Wschód, co powinno przełożyć się na dalszy wzrost nadwyżki rachunku obrotów bieżących; po raz kolejny rewidujemy w górę prognozę CAB na 2015 r. do +0,5% PKB (vs. -1,3% PKB w 2014 r.), pozostając istotnie powyżej konsensusu rynkowego.
- Oczekujemy przyspieszenia wzrostu kredytów dzięki ożywieniu gospodarczemu i ultraniskim stopom procentowym (do 7,2% r/r w 4q2015 z 5,0% r/r w 2q), przy stabilizacji dynamiki depozytów (5,0% r/r w 4q2015 vs. 5,0% w 2q).

#### Główny Ekonomista

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

#### Zespół Analiz Makroekonomicznych analizy.makro@pkobp.pl

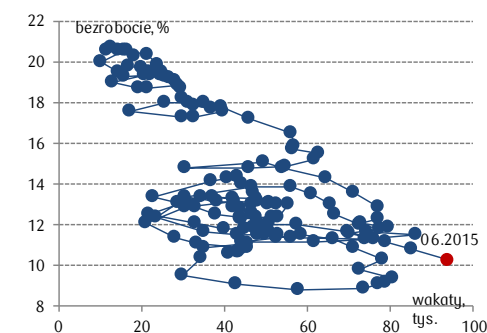
Piotr Bujak  
Starszy Ekonomista  
Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 81 34

Kamil Cisowski  
Ekonomista  
tel. 22 521 68 64

Michał Rot  
Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

Karolina Sędzimir  
Ekonomista  
tel. 22 521 81 28

#### Krzywa Beveridge’a dla Polski – czyli: kiedy zabraknie „ręk do pracy”?



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	2014	2015
Realny PKB (% r/r)	3,3	3,3	3,6	3,5	3,9	4,0	3,9	3,7	3,4	3,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,2	8,1	8,6	7,6	7,1	7,3	8,0	7,0	8,1	7,3
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,3	-1,0	-1,5	-0,8	-0,7	0,1	0,9	1,0	-1,0	0,1
Inflacja bazowa† (% r/r)	0,7	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,7	1,0	0,5	0,3
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-1,3	-0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	0,6	-1,3	0,5
Deficyt fiskalny (% PKB)††	-3,4	-3,2	-3,0	-3,2	-3,2	-3,3	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3
Dług publiczny (% PKB)††	49,0	50,1	50,8	51,6	52,4	52,4	52,6	52,7	50,1	52,4
Stopa referencyjna NBP (%)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50

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

## (1). Sfera realna

### Trendy bieżące

Dane miesięczne sugerują wzrost PKB w 2q2015 w okolicach 3,5% r/r (vs. 3,6% r/r w 1q2015), przy przesunięciu aktywności z 2q na 1q w wyniku układu kalendarza („efekt Wielkanocy”). **Silne spadki cen ropy nadal łagodzą osłabienie popytu zewnętrznego ze Wschodu** (spadek eksportu, w USD, do Rosji w okresie styczeń-maj o ponad 40% r/r vs. spadek importu z Rosji o blisko 50% r/r). Nadal utrzymuje się jednak wysoka dynamika importu towarów z bez ropy (7,0% r/r w okresie kwiecień-maj vs. 7,6% w 1q), która potwierdza kontynuację ożywienia popytu wewnętrznego.

Ponadto eksport żywności wzrósł w 2014 r. o 4,5% pomimo sankcji rosyjskich, dzięki silnym wzrostom eksportu do krajów strefy euro, co sugeruje słabszy wpływ sankcji na wzrost PKB w Polsce niż szacowaliśmy. Inwestycje przekładają się na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy, co wraz z deflacją, wynikającą ze spadku cen surowców, oraz najlepszymi nastrojami konsumentów od 2008 r. znajduje odzwierciedlenie w dalszym ożywieniu popytu konsumpcyjnego.

### Prognoza średnioterminowa

Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu w 2015 r. na poziomie 3,8% przy nieco słabszej pierwszej i nieco mocniejszej drugiej połowie roku. Wzrostowi sprzyjają niskie ceny ropy, inwestycje publiczne oraz niższe stopy procentowe. W przeciwnym kierunku działa recesja w Rosji.

Obecne trendy sugerują, że gospodarka mogłaby rosnąć w tempie 4% przez najbliższe 4-6 kwartałów, jednak prawdopodobna „wyrwa” w absorpcji funduszy unijnych – którą szacujemy na ok. 0,4% PKB – sugeruje wzrost PKB w 2016 r. w okolicach 3,5%.

Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla perspektyw gospodarki jest sytuacja polityczna, która może wpłynąć na dynamikę polityki pieniężnej i fiskalnej (m.in. zmiana większości składu RPP w 2016).

### Czynniki ryzyka dla prognozy

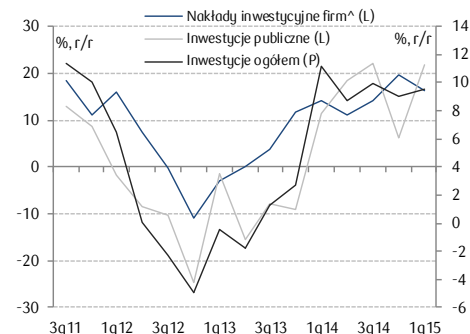
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) tempo absorpcji środków z UE, (2) uwarunkowania polityczne, (3) rozwój kryzysu rosyjsko-ukraińskiego, (4) dalsze losy globalnego ożywienia (strefa euro i Chiny).

### Sfera realna

	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	2014	2015
Realny PKB (% r/r)	3,3	3,3	3,6	3,5	3,9	4,0	3,9	3,7	3,4	3,8
Popyt krajowy (pkt. proc.)	4,9	4,8	2,5	3,4	4,6	4,6	3,9	3,6	4,8	3,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,2	3,0	3,1	3,0	3,3	3,5	3,8	3,5	3,1	3,2
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,7	5,0	4,2	4,3	4,6	4,7	3,9	3,6	4,7	4,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	9,2	8,6	11,4	9,7	8,6	7,0	6,0	5,0	9,2	8,6
Publiczne <sup>‡</sup> (% r/r)	22,1	6,2	21,9	11,7	10,4	13,6	1,1	0,3	13,1	13,5
Prywatne <sup>‡</sup> (% r/r)	6,4	9,4	8,8	9,2	8,0	4,9	7,3	6,3	8,3	7,2
Zapasy (pkt. proc.)	0,4	-0,1	-1,5	-0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,4	-0,6
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,6	-1,5	1,1	0,1	-0,7	-0,6	0,0	0,1	-1,4	-0,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,6	3,2	5,3	3,9	6,4	6,7	7,4	6,4	3,4	5,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,2	8,1	8,6	7,6	7,1	7,3	8,0	7,0	8,1	7,3
Potencjalny PKB <sup>‡</sup> (% r/r)	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	2,8	3,1

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

### Inwestycje w gospodarce



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski. ^zatr.>49 osób.

### Czynniki „specjalne” wpływające na wzrost PKB w 2016 r. (% PKB)

Czynnik	Wpływ na PKB w 2016 r. (pp)		
	Scenariusze:		
	pesymist.	bazowy	optymist.
Infrastruktura	-0,9	-0,5	-0,1
Fundusze UE (bez infrastruktury)	0,0	0,2	0,4
Ożywienie w strefie euro	-0,2*	0,2	0,6
Łącznie	-1,1	-0,1	0,9

Źródło: PKO Bank Polski.\*zakładając brak Grexitu.

## (2). Procesy inflacyjne

### • Trendy bieżące

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w lutym inflacja CPI osiągnęła „dno”. W kolejnych miesiącach „deflacja” uległa sptycenienu za sprawą efektu bazy i stabilizacji cen surowców przy nieco słabszej inflacji bazowej (0,3% r/r średnio 1 2q2015 vs. 0,4% r/r średnio w 1q). W ciągu ostatniego kwartału ceny paliw dodały 0,25pp do inflacji CPI, a ceny żywności 0,42pp. O ile w pierwszym przypadku zmiana jest efektem wzrostu cen ropy, w drugim ceny pozostają stabilne, a różnica w dynamice wynika głównie z efektów bazy. W ciągu ostatnich 12 miesięcy inflacja bazowa oscylowała wokół poziomu 0,5% r/r, a jej zmiany determinowane są głównie przez chwilowe fluktuacje cen usług (np. dynamika cen łączności spadła z 4,9% r/r w marcu do 1,4% r/r w czerwcu).

### • Prognoza średnioterminowa

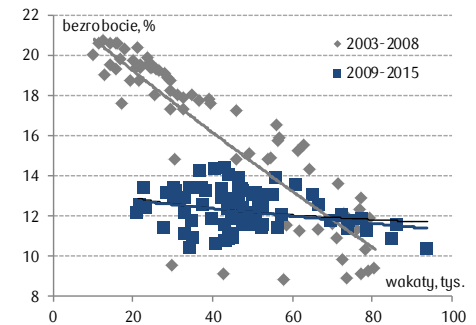
Oczekujemy, że normalizacja inflacji w 3q2015 spowolni, oscylując w okolicach czerwcowych poziomów (-0,8%r/r). Wynika to m.in. z 1) efektów relatywnie stabilnej bazy w ciągu najbliższych miesięcy (najsilniejsze szoki na rynku żywności miały w ubiegłym roku miejsce w 2q i 4q); 2) spodziewanej obniżki cen gazu w sierpniu, która obniży ścieżkę inflacji o 0,1pp; 3) spadków na rynku surowców – w tym ropy – które dokonały się na przełomie czerwca i lipca. Utrzymanie obecnego poziomu cen ropy (56-59\$/bbl) oznaczałoby ponowny spadek cen paliw.

Ponownego wyraźnego wzrostu inflacji CPI oczekujemy w 4q2015 – w miarę wygasania efektów rosyjskiego embarga i spadków cen ropy. Przewidujemy, że rozpocznie się wówczas również wzrost inflacji bazowej, napędzany przez najwyższy w tym cyklu wzrost gospodarczy w drugiej połowie roku. Zgodnie z naszymi szacunkami, w 4q2015 zamknie się negatywna luka popytowa.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

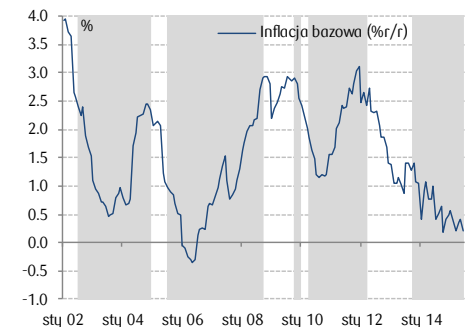
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: (1) ceny ropy, które przy obecnej zmienności mogą wpływać na ścieżkę inflacji w skali -0,3/+0,3pp w ciągu kwartału (2) ceny żywności, których normalizacja może nastąpić szybciej/wolniej w zależności od czynników podażowych, (3) kurs złotego osłabiony przez wzrost ryzyk dla krajów EM, ale mający potencjał do aprecjacji za sprawą łagodzenia ilościowego polityki pieniężnej w strefie euro przez EBC, (4) niepewność dotycząca terminu prawdopodobnej obniżki podatku VAT, która obniży inflację CPI o 0,3-0,5pp.

Spadające bezrobocie i wzrost liczba wakatów powinny zacząć przekładać się na wzrost presji płacowej



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wzrost PKB powyżej 3% (szacunek potencjału) przekładał się historycznie na wzrost inflacji



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

## Procesy inflacyjne

	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	2014	2015
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,3	-1,0	-1,5	-0,8	-0,7	0,1	0,9	1,0	-1,0	0,1
Inflacja CPI – średnia w okresie (% r/r)	-0,3	-0,7	-1,5	-0,9	-0,8	-0,2	0,8	0,9	0,0	-0,9
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,5	-0,7	-0,9	-0,5	-0,3	-0,2	0,0	0,1	-0,2	-0,5
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,0	-0,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,2	0,5	0,4	-0,2	-0,6
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,5	0,4	0,2
Inflacja bazowa† (% r/r)	0,7	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,7	1,0	0,5	0,3
Inflacja PPI† (% r/r)	-1,7	-2,7	-2,5	-1,6	-1,6	-1,3	-0,7	-0,2	-2,7	-1,3
Deflator PKB (% r/r)	0,1	-0,2	-1,2	-0,7	-0,2	0,5	1,4	1,5	0,6	-0,4
Płace nominalne (% r/r)	3,5	3,1	4,1	4,0	4,0	4,2	4,1	4,6	3,6	4,1
ULC (% r/r)	2,3	1,8	2,2	2,0	1,3	1,0	1,1	1,7	2,0	1,6
Wydajność pracy (% r/r)	1,2	1,3	1,8	2,0	2,8	3,1	3,0	2,9	1,5	2,4
Nominalny PKB (% r/r)	3,4	3,1	3,5	2,8	3,7	4,5	5,4	5,3	4,0	3,7

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

### (3). Depozyty, kredyty

#### • Trendy bieżące

W 2q2015 nastąpiło wyhamowanie wzrostu depozytów i kredytów względem 1q2015 (po korekcie o kurs walutowy). Dynamika depozytów spadła do 5,0% r/r wobec 7,9% r/r w 1q2015, przy: (1) stabilnej, wysokiej dynamice depozytów osób prywatnych (9,0% r/r w 2q vs. 9,2% w 1q) przy osłabieniu napływu środków do funduszy inwestycyjnych gospodarstw domowych (2,6 mld zł w 2q wobec 5,3 mld zł w 1q), (2) przyspieszeniu dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 11,7% r/r w 2q vs. 10,0% r/r w 1q) (3) nieco mniejszym spadkiem depozytów samorządów (-3,7% r/r vs. -5,6% r/r w 1q) oraz (4) spadku depozytów niemonetarnych instytucji finansowych (-5,7% r/r w 2q vs. +3,9% r/r w 1q). Wzrost kredytów spowolnił do 5,0% r/r w 2q (vs. 5,6% r/r w 1q), przy: (1) nieco słabszym wzroście kredytów dla osób prywatnych (5,2% r/r vs. 5,4% r/r), (2) wolniejszym wzroście kredytów dla firm (3,8% r/r vs. 5,1% r/r), (3) nieznacznym wyhamowaniu dynamiki kredytów dla niemonetarnych instytucji finansowych (do 18,7% r/r z 20,7% r/r) i (4) nieco wyższej dynamice kredytów dla samorządów (4,0% r/r vs. 3,8% r/r).

#### • Prognoza średnioterminowa

W 2015 r. spodziewamy się przyspieszenia wzrostu kredytów (do 7,2% r/r w 4q2015; skor. o kurs walutowy) oraz stabilizacji wzrostu depozytów (5,0% r/r w 4q 2015). Prognozujemy zwiększenie dynamiki kredytów do 7,2% r/r w 4q2015 (z 5,0% w 2q2015), w rezultacie wyższego popytu na kredyt ze strony sektora prywatnego (efekt ożywienia gospodarczego) w warunkach rekordowo niskich stóp procentowych NBP. Dynamika depozytów najprawdopodobniej pozostanie stabilna (5,0% r/r w 4q2015), przy: (1) słabszym wzroście dynamiki depozytów niefinansowych podmiotów gospodarczych (wpływ niskich stóp procentowych i aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw) oraz (2) osłabieniu dynamiki depozytów osób prywatnych (zakładamy przewagę efektu zwiększenia zainteresowania alternatywnymi wobec depozytów formami oszczędzania przy rekordowo niskich stopach procentowych nad efektem wzrostu dochodów).

#### • Czynniki ryzyka dla prognozy

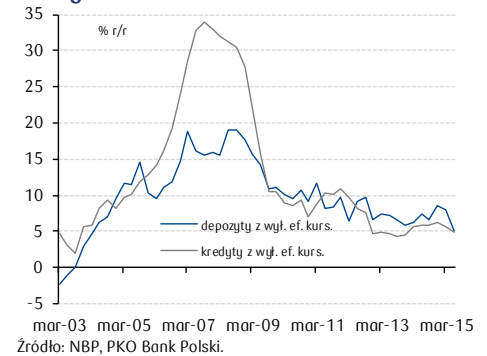
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) silniejszy/słabszy odpływ depozytów do alternatywnych form oszczędzania w warunkach rekordowo niskich stóp procentowych; (2) kształtowanie się popytu i podaży kredytów w warunkach zmian regulacyjnych (w tym planowanych wobec kredytów w CHF); (3) kurs walutowy: 10% deprecjacji kursu zwiększa wartość kredytów o ~3% i depozytów o ~1%.

#### Podaż pieniądza, kredyt

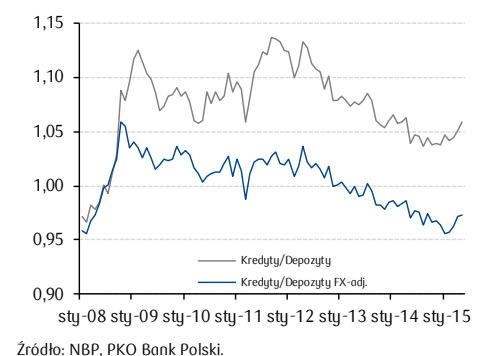
	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	2014	2015
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1021,8	1059,2	1067,5	1078,6	1105,0	1146,5	1162,9	1175,8	1059,2	1146,5
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7,9	8,2	8,9	8,3	8,1	8,2	8,9	9,0	8,2	8,2
Podaż pieniądza M3 realna (% r/r)	8,2	9,2	10,4	9,1	8,9	8,1	8,0	8,0	9,2	8,1
Kredyty ogółem (mld PLN)	996,4	1009,6	1032,7	1053,8	1077,0	1090,3	1107,3	1132,7	1009,6	1090,3
Kredyty ogółem (% r/r)	5,4	7,1	7,4	7,6	8,1	8,0	7,2	7,5	7,1	8,0
Kredyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	5,8	6,3	5,6	5,0	6,2	7,2	7,3	8,4	6,3	7,2
Kredyty ogółem (% PKB)	58,1	58,4	58,0	59,2	60,9	60,9	61,0	61,7	58,4	60,9
Depozyty ogółem (mld PLN)	953,3	972,3	989,1	989,0	1011,0	1021,6	1030,3	1054,2	972,3	1021,6
Depozyty ogółem (% r/r)	6,9	9,3	8,9	5,8	6,1	5,1	4,2	6,6	9,3	5,1
Depozyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	6,7	8,6	7,9	5,0	5,5	5,0	3,9	6,5	8,6	5,0
Depozyty ogółem (% PKB)	55,6	56,2	55,5	55,5	57,1	57,0	56,8	57,4	56,2	57,0

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

#### Wyhamowanie dynamiki depozytów i kredytów



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



## (4). Równowaga zewnętrzna

### • Trendy bieżące

Prognozowana przez nas silna poprawa salda na rachunku obrotów bieżących (por. np. [tutaj](#) lub [tutaj](#)) zrealizowała się w pełni, a 12-miesięczne saldo CAB w maju poprawiło się do -0,1% PKB (vs. -0,6% PKB w 1q) przy czym dalsza poprawa nastąpiła przy kontynuacji lepszych wyników w handlu towarami: nadwyżka w obrotach towarowych wyniosła po maju 0,6% PKB (vs. 0,2% PKB w 1q). W 2q nadal obserwujemy: (1) mocny wzrost eksportu m.in. efekt poprawy koniunktury w strefie euro oraz (2) spadek cen ropy przekładający się na niższą wartość importu (3) zmiany kursu EURUSD (mające również czysto statystyczne efekty, patrz wykres obok). Saldo pozostałych składników CAB pozostało stabilne (-0,7% PKB vs. -0,7% PKB w 1q) przy utrzymującym się deficycie dochodów (-2,9% PKB) oraz nadwyżce salda usług (+2,2% PKB). Nadwyżka na rachunku finansowym (z wyłączeniem zmian w aktywach rezerwowych) wzrosła po maju do +1,6% PKB (vs. +0,7% PKB w 1q) przy wzroście salda BIZ (do +1,6% PKB z +1,4% PKB w 1q).

### • Prognoza średnioterminowa

Mimo silnego wzrostu popytu krajowego oczekujemy dalszej poprawy salda CAB w 2015 r. (do +0,5% PKB na koniec roku vs. -1,3% PKB na koniec 2014 r.). Trwająca intensywna poprawa salda obrotów handlowych w 2015 r. odzwierciedla w głównej mierze spadek cen ropy – który będzie pozytywnie oddziaływać na saldo CAB do końca roku. Mimo wygaśnięcia tego efektu saldo CAB w 2016 r. dalej utrzymywać się będzie powyżej zera dzięki silnym wzrostom eksportu mającym częściowo charakter niezależny od cyklu (m.in. efekt ukończenia trwających obecnie inwestycji w motoryzacji). Istotna poprawa CAB będzie jedną z głównych przyczyn dalszego wzrostu rezerw walutowych, których wartość (wyrażona w EUR) jest dodatkowo powiększana przez aprecjację USD.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

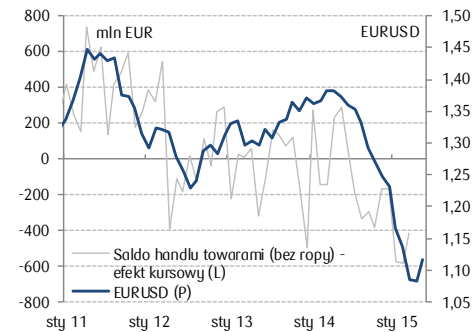
W średnioterminowej perspektywie głównymi ryzykami dla kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących pozostają: (1) konflikt na Wschodzie, (2) zmiany kursu EURUSD oraz (3) ceny ropy naftowej.

### Równowaga zewnętrzna

	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	2014	2015
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-1,3	-0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	0,6	-1,3	0,5
Bilans handlowy (% PKB)	-0,2	-0,4	0,2	0,8	1,2	1,2	1,2	1,4	-0,4	1,2
Eksport (% r/r)	3,8	4,2	9,6	9,6	9,5	8,8	7,7	10,4	5,6	9,4
Import (% r/r)	5,3	6,7	2,9	3,5	5,1	8,0	8,3	8,8	7,2	4,9
Saldo usług (% PKB)	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,0	2,0	1,9	2,2	2,0
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,2	-3,0	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-2,9
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,2
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,4	2,4	2,9	2,5	2,5	2,3	1,7	1,9	2,4	2,3
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	0,9	1,0	0,7	1,6	2,0	1,2	1,2	1,2	1,0	1,2
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	1,2	1,7	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	1,9	0,3	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	0,3	-0,9
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-1,4	-1,1	-2,6	-4,5	-5,7	-4,8	-3,4	-4,2	-1,1	-4,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	0,4	-0,1	-1,4	-2,7	-3,5	-2,6	-1,9	-2,3	-0,1	-2,6
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-2,4	-2,1	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-2,1	-1,4
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	71,5	71,9	69,5	68,3	66,3	66,3	66,3	66,3	71,9	66,3
Sektor publiczny (% PKB)	30,6	31,3	29,4	29,0	28,3	28,3	28,3	28,3	31,3	28,3
Sektor prywatny (% PKB)	41,0	41,1	40,1	39,5	38,3	38,1	38,1	38,1	41,1	38,1

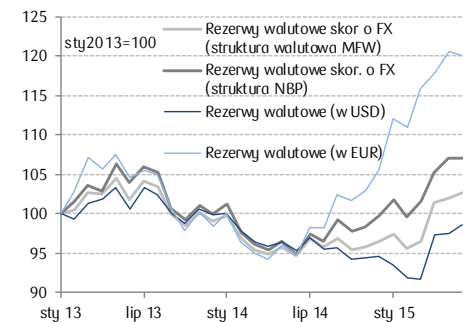
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; \*prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

### Wpływ efektu zmian kursu EURUSD na saldo handlowe (z wył. ropy)



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

### Poprawa CAB głównym driverem wzrostu rezerw NBP



Źródło: NBP, MFW, PKO Bank Polski.

## (5). Polityka pieniężna

### • Trendy bieżące

Po obniżce stóp procentowych w marcu 2015 r. (o 50pb) Rada Polityki Pieniężnej zakomunikowała zakończenie cyklu luzowania polityki pieniężnej, potwierdzając ten komunikat na kolejnych posiedzeniach. Jakiegokolwiek zmiany stóp procentowych przed końcem kadencji obecnej Rady wydają się obecnie mało prawdopodobne – perspektywa pozostania Grecji w strefie euro przez najbliższe miesiące, silny wzrost gospodarczy, odbijająca inflacja oraz brak umocnienia PLN obniżają szanse na dalsze obniżki nawet przy realizacji dość pesymistycznych scenariuszy.

### • Prognoza średnioterminowa

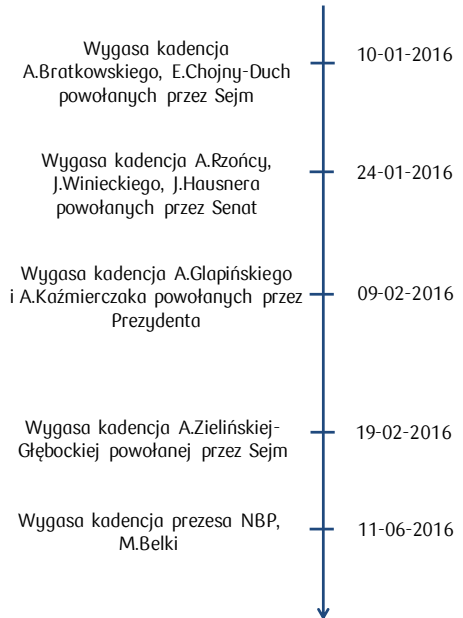
W ciągu najbliższych kilkunastu miesięcy oczekujemy utrzymania stóp na dotychczasowym poziomie (1,50%). Reguła Taylora wskazuje, że jest on obecnie optymalny, a lipcowa projekcja NBP zakłada silny wzrost inflacji w 2016 r. (1,6% średniorocznie).

Proces zmiany składu Rady (mający miejsce pomiędzy styczniem a czerwcem 2016 r.) w połączeniu z chęcią utrzymywania ograniczonego dysparytetu stóp pomiędzy Polską a strefą euro zadecyduje naszym zdaniem o **rozpoczęciu podwyżek stóp dopiero na początku 2017 r., mimo wyraźnego wzrostu inflacji CPI (która jednak przekroczy naszym zdaniem dolne ograniczenie celu NBP dopiero w drugiej połowie 2016 r.)**. RPP będzie mogła pozostawić stopy na niezmiennym poziomie z uwagi na ujemny impuls inflacyjny o wartości 0,3-0,5pp będący skutkiem obniżki stawki VAT styczniu 2017 r., kiedy obecna, obniżona, stawka wygasa. Mimo to **polityka monetarna w najbliższych latach będzie prawdopodobnie najłagodniejsza w historii** – nie wykluczamy chwilowego spadku realnej stopy procentowej poniżej zera w 2016 r.

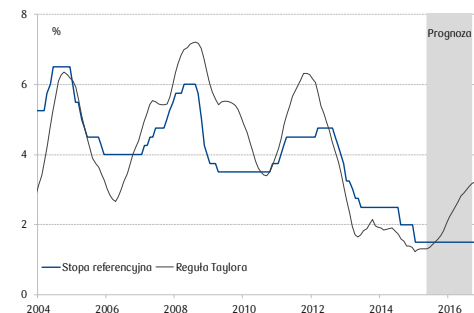
### • Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych to: (1) zachowanie cen surowców; (2) kurs złotego lub jego podwyższona zmienność, (3) skala ożywienia w strefie euro (zakładamy umiarkowane ożywienie), (4) konflikt na Wschodzie, (5) ewentualna obniżka stawki VAT, (6) wyjście Grecji ze strefy euro w horyzoncie 12 miesięcy.

### Harmonogram zmian w RPP



**Reguła Taylora wskazuje, że polityka monetarna w 2016 r. będzie prawdopodobnie najłagodniejsza w historii**



\*  $i_t = r^* + \text{CORE}_t + \alpha_1(\text{CORE}_t - \text{TGT}_t) + \alpha_2(\text{PKB}_t - \text{PKB\_TREND}_t)$   
 $\wedge$  time-varying NRIR.  
 Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Polityka pieniężna

	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	2014	2015
Stopa referencyjna (%)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	2,83	3,03	3,02	2,32	2,22	1,38	0,62	0,52	3,03	1,38
Realna st. proc. defl. infl. baz(%)	1,85	1,52	1,28	1,29	1,25	1,18	0,83	0,52	1,52	1,18
Stopa lombardowa (%)	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	3,00	2,50
Stopa depozytowa (%)	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	0,50
Stopa redysk. weksli(%)	2,75	2,25	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,25	1,75
Stopa rezerwy obowiązkowej (%)	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)	-0,3	-0,3	-5,3	-4,4	-1,2	-1,2	1,4	-0,4	0,7	-3,1
Nominalny PKB (% r/r)	3,4	3,1	3,5	2,8	3,7	4,5	5,4	5,3	4,0	3,7

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.



## (6). Polityka fiskalna

### • Trendy bieżące

Deficyt sektora publicznego w 1q2015 (ESA2010) wyniósł -3,0% PKB (vs. -3,2% PKB w 4q2014). Deficyt pierwotny ukształtował się w 1q2015 na poziomie -1,0% PKB (vs. -1,2% PKB w 4q2014), a deficyt pierwotny strukturalny -0,7 PKB (vs. -1,0% PKB w 4q2014). Po dostosowaniu o zmiany w systemie emerytalnym skorygowany deficyt pierwotny wyniósł -2,5%PKB w 1q, wzrost o 0,4pp r/r, co oznacza kontynuację poluzowania fiskalnego (patrz tabela obok).

Dług publiczny wzrósł do 50,8% PKB (vs. 50,1% PKB w 4q2014). Z przestrzeni fiskalnej uzyskanej w 1q2014 w wyniku umorzenia części zadłużenia publicznego w wysokości 150 mld zł zostało po 4 kwartałach tylko ok. 69 mld zł.

### • Prognoza średnioterminowa

Zmiany w systemie emerytalnym znacząco obniżyły relację dług/PKB i – obok spadających stop procentowych – przyczyniają się do obniżenia kosztów obsługi zadłużenia, tworząc przestrzeń do stymulacji fiskalnej. Biorąc pod uwagę uwarunkowania polityczne oraz zniesienie procedury nadmiernego deficytu (EDP) w 2q podtrzymujemy nasze prognozy, że polityka fiskalna będzie dalej luzowana w tym roku (oczekujemy, że skala stymulacji wyniesie 0,5% PKB).

Biorąc pod uwagę trwające poluzowanie fiskalne oraz jego przełożenie na cykliczny wzrost dochodów przy deflacji obniżającej wzrost baz podatkowych oczekujemy, że deficyt w 2015 r. będzie zbliżony do ubiegłorocznego, ale nie obniży się jak oczekuje konsensus (PKO: -3,3% vs. konsensus: -2,9% PKB).

Szacowany przez nas wynik sektora publicznego (ESA2010) w 2015 r. (-3,3% PKB) implikuje, że relacja dług/PKB (ESA2010) nadal pozostanie na trajektorii wzrostowej (52,4%PKB w 2015 r. vs. 50,1%PKB w 2014 r.).

Zmieniające się uwarunkowania polityczne sugerują, że polityka fiskalna w 2016 r. nadal pozostanie łagodna.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki ryzyka to: (1) uwarunkowania polityczne, (2) skala i tempo absorpcji środków z UE, (3) deflacja vs. tempo wzrostu baz podatkowych.

### Polityka fiskalna†

	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	2014	2015
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,4	-3,2	-3,0	-3,2	-3,2	-3,3	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3
Dochody (% PKB, ESA2010)	38,2	38,6	38,7	38,8	39,1	39,2	39,3	39,5	38,6	39,2
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,6	41,8	41,7	42,0	42,2	42,5	42,5	42,6	41,8	42,5
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	2,0	1,9
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,4	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2	-1,4	-1,4	-1,3	-1,2	-1,4
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB, ESA2010)	-1,1	-1,0	-0,7	-1,0	-1,1	-1,5	-1,5	-1,4	-1,0	-1,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,0	50,1	50,8	51,6	52,4	52,4	52,6	52,7	50,1	52,4
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	-1,7	x	x	x	-2,6	x	x	-1,7	-2,6
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	x	-2,0	x	x	x	-2,9	x	x	-2,0	-2,9
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	47,8	x	x	x	48,7	x	x	47,8	48,7

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

### Impuls fiskalny – szacunek (%PKB)

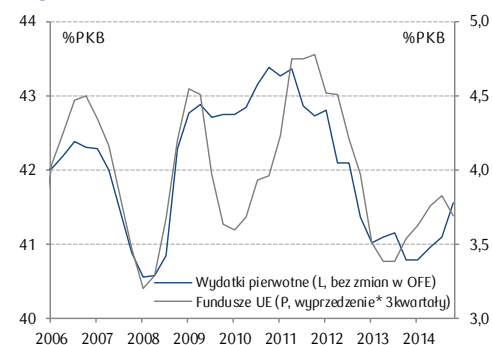
	2012	2013	2014	1q2015
Saldo sektora publicznego	-3,7	-4,0	-3,2	-3,0
Saldo strukturalne pierwotne	-1,1	-1,1	-1,0	-0,7
Efekt zmian w syst. emerytalnym	-1,1	-1,1	-1,7	-1,8
Saldo strukturalne pierwotne*	-2,2	-2,2	-2,7	-2,5
Impuls fiskalny**	2,0	0,1	-0,5	-0,4

Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

\*skorygowane o zmiany w systemie emerytalnym

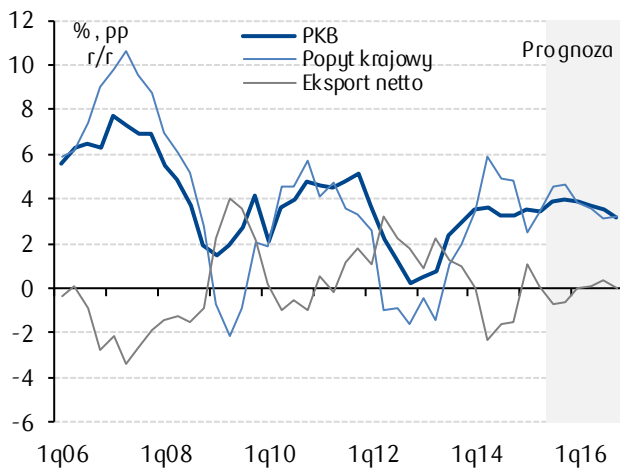
\*\*zmiana skorygowanego salda strukturalnego; dodatni/ujemny znak oznacza zacieśnienie/poluzowanie fiskalne.

### Wydatki pierwotne vs. napływ funduszy z UE

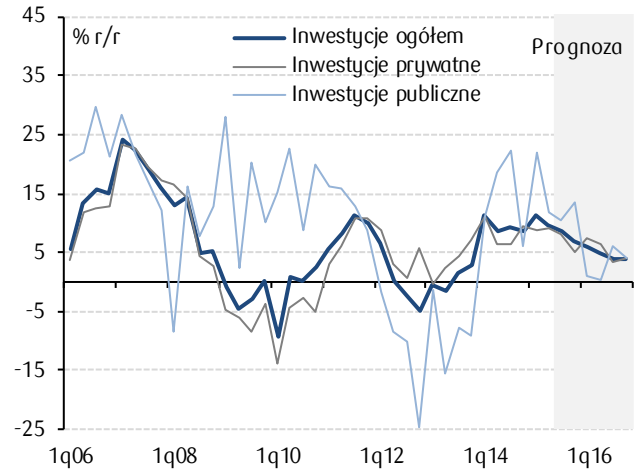


Źródło: GUS, MF, MIR, PKO Bank Polski. \*dane o wypłacanych beneficjentom środkach z UE odzwierciedlają przepływy faktyczne a nie „memoriałowe”, tzn. fakt, że najpierw trzeba samemu sfinansować wydatki by następnie otrzymać ich refundację.

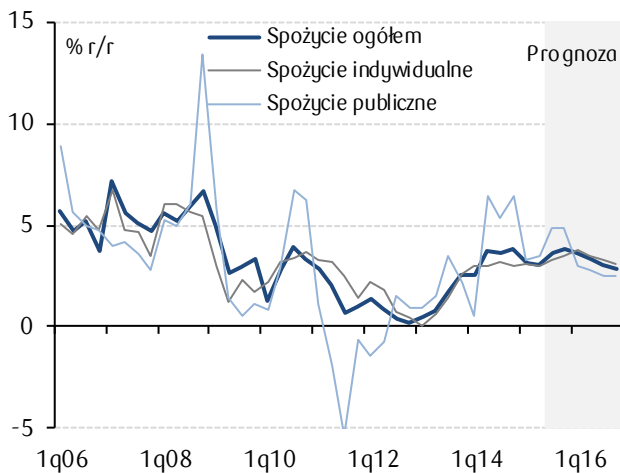
**Realny PKB**



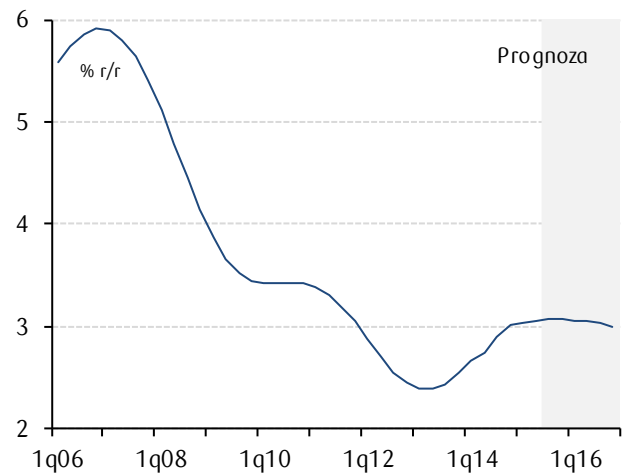
**Popyt inwestycyjny**



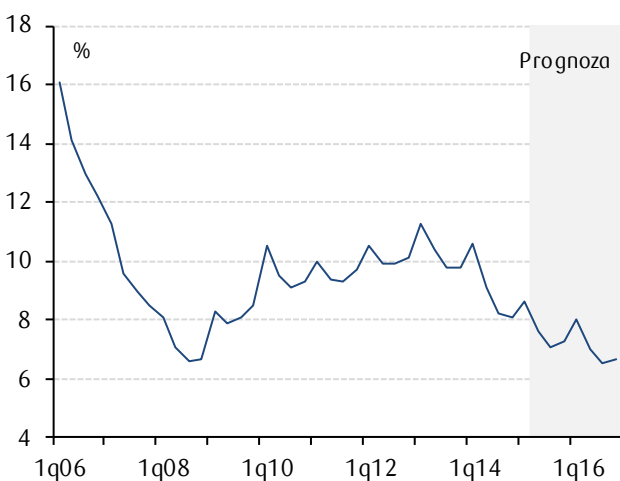
**Popyt konsumpcyjny**



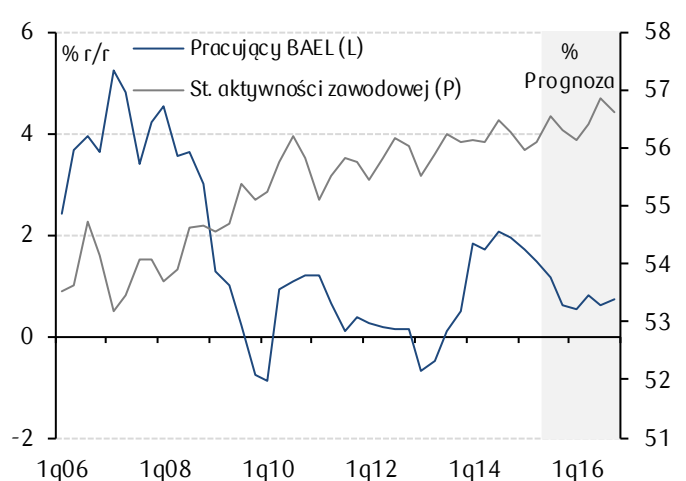
**Produkt potencjalny\***



**Stopa bezrobocia BAEL\*\***



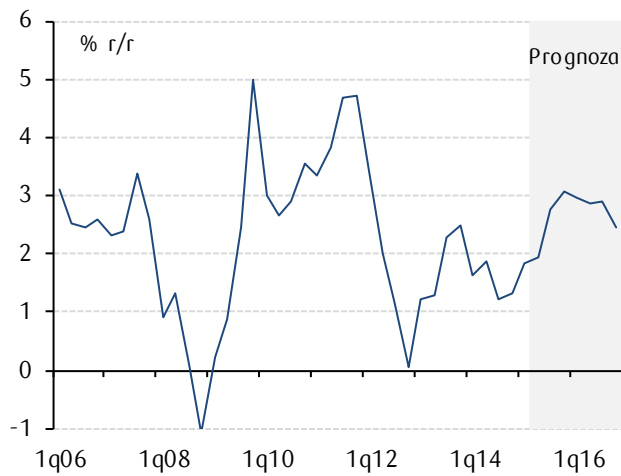
**Pracujący BAEL i aktywność zawodowa\*\***



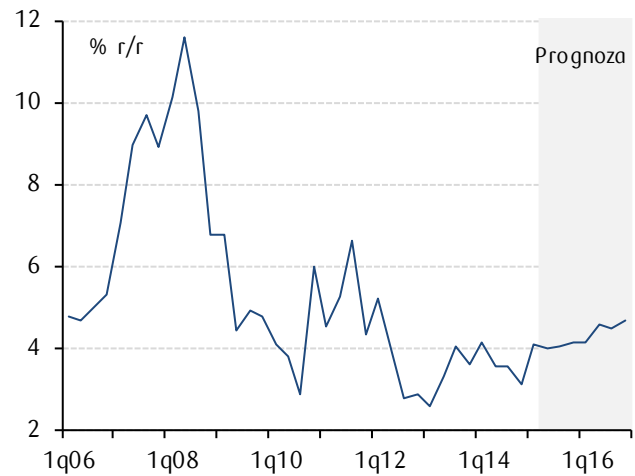
Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych, \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.



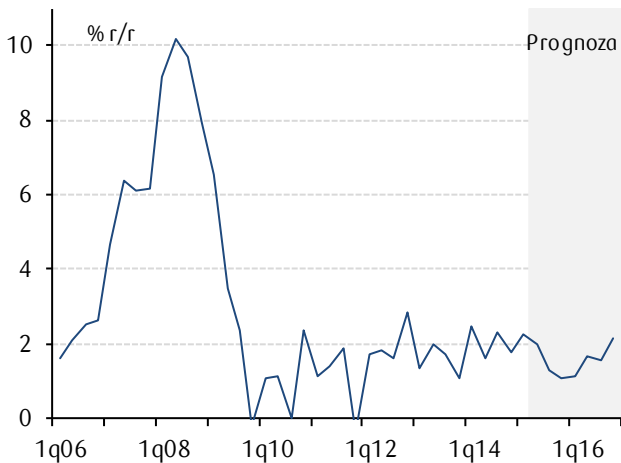
### Wydajność pracy



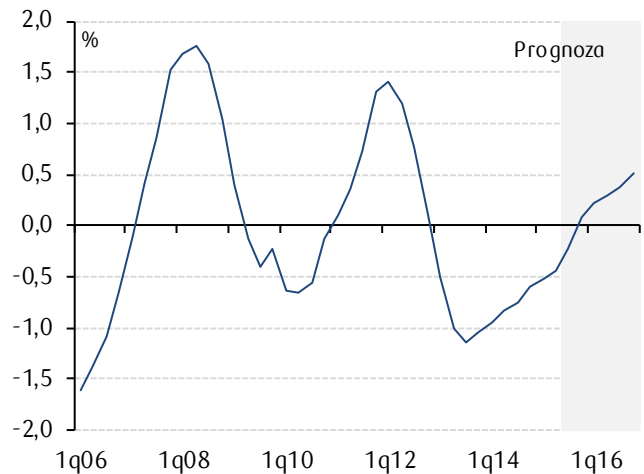
### Płace w gospodarce narodowej



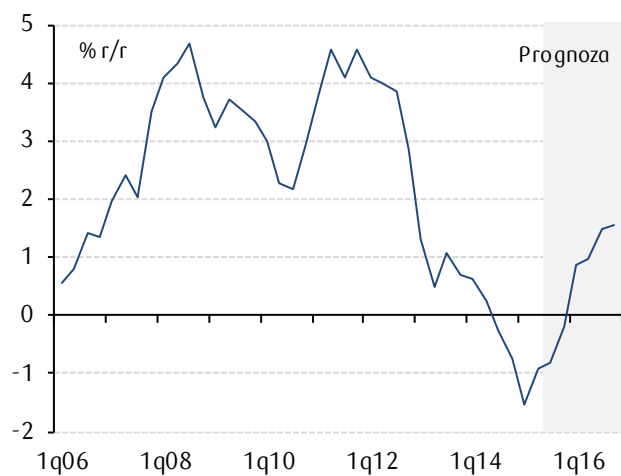
### Jednostkowe koszty pracy



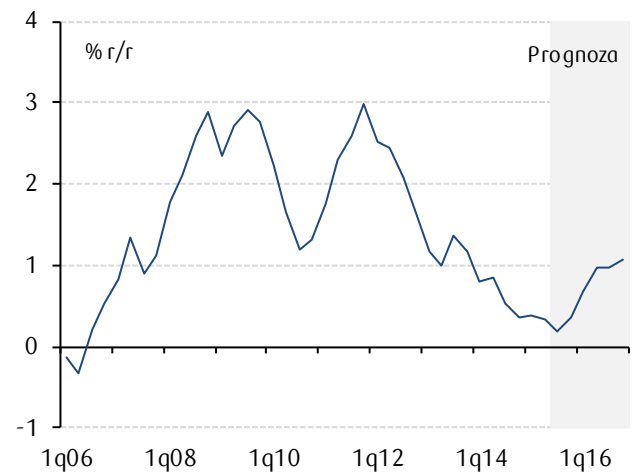
### Luka popytowa



### Inflacja CPI

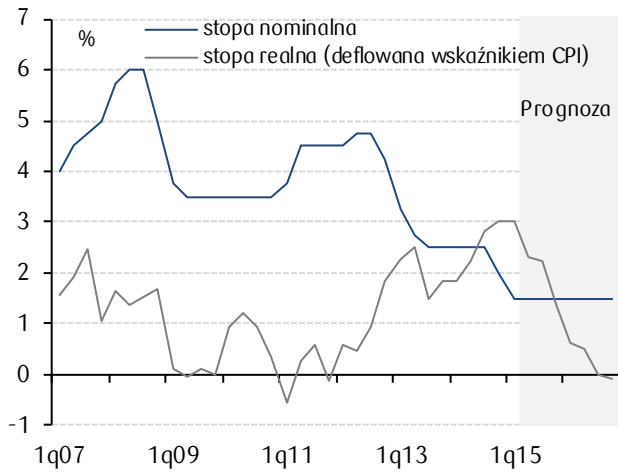


### Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

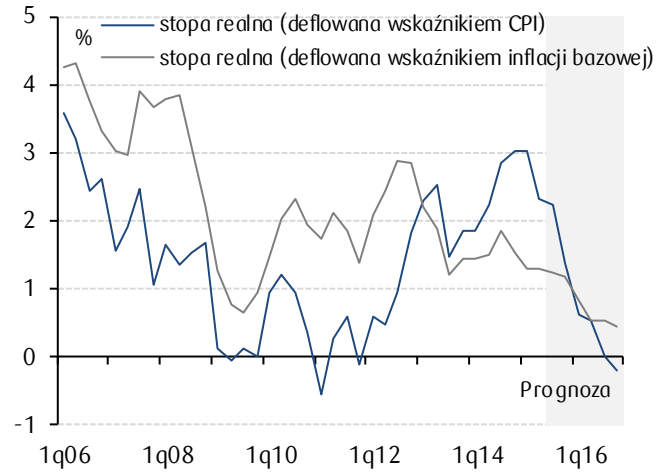


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

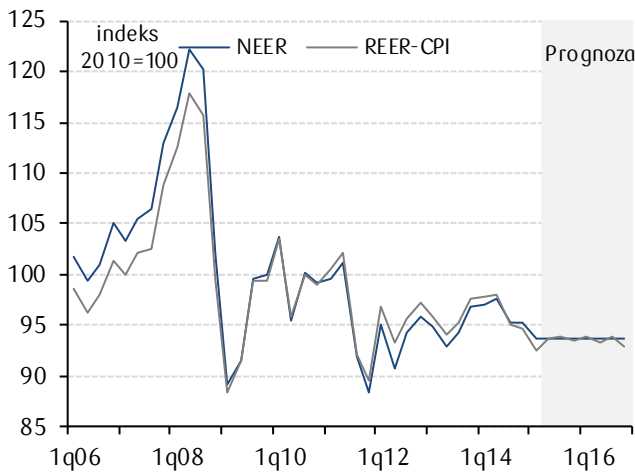
Stopy nominalne vs. realne



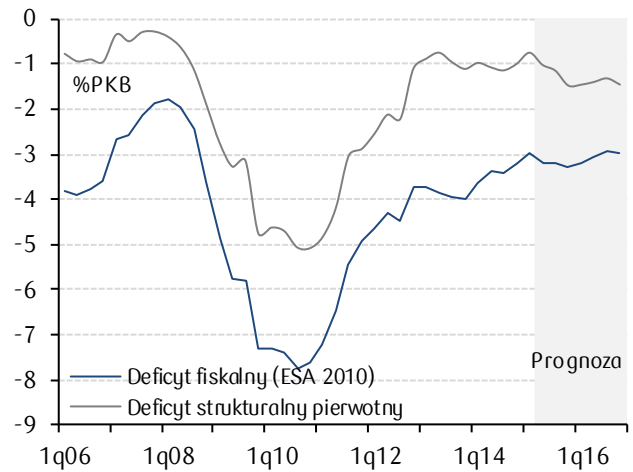
Stopy realne



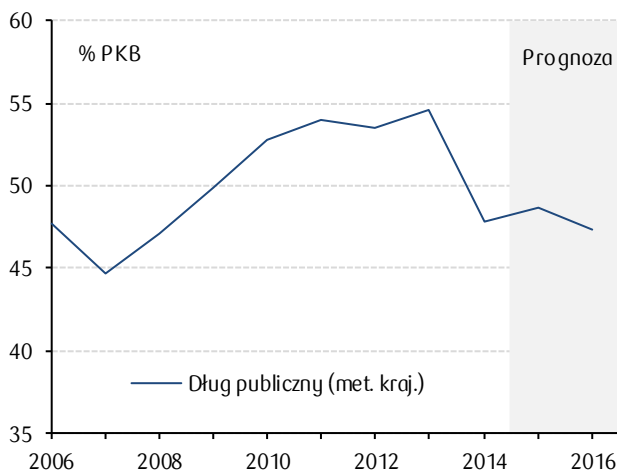
Założenia dotyczące NEER i REER\*



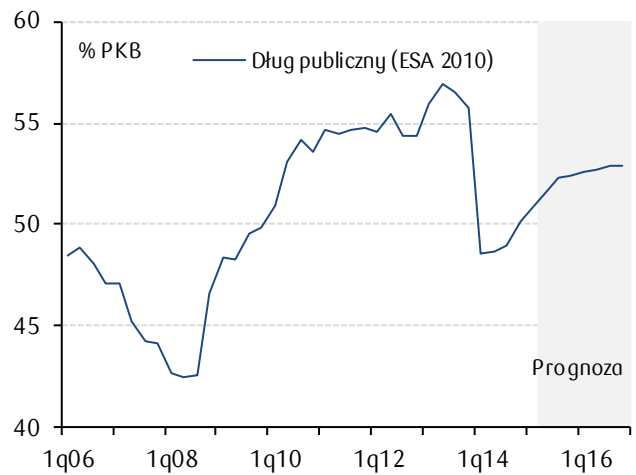
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)



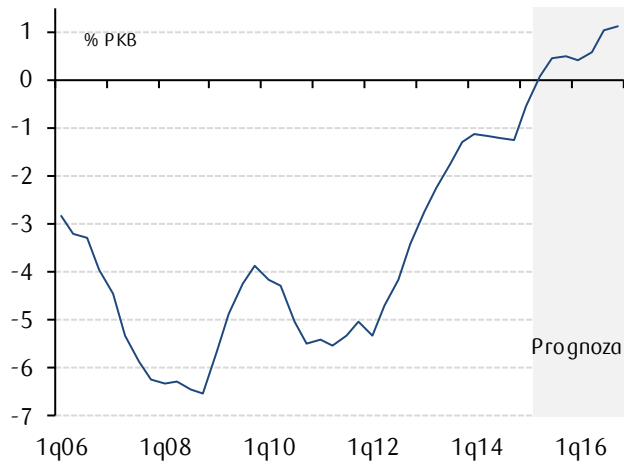
Dług publiczny (ESA 2010)



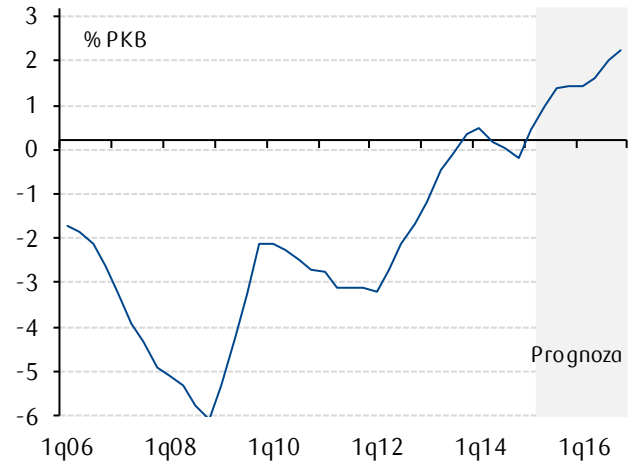
Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.\*wzrost oznacza aprecjację.



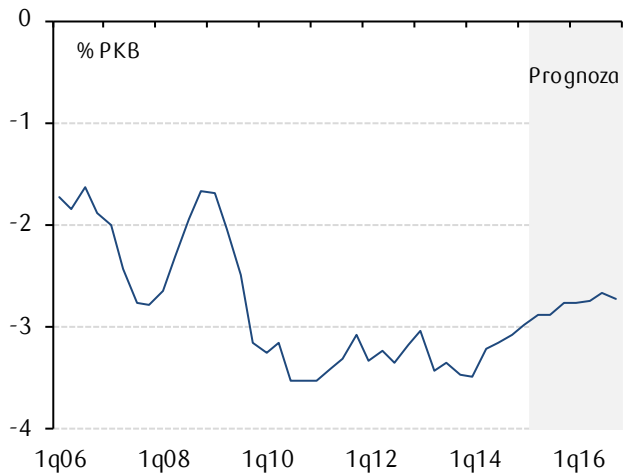
**Saldo rachunku obrotów bieżących**



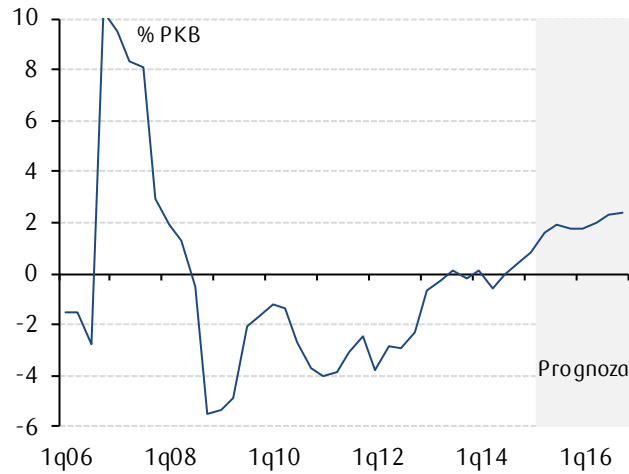
**Saldo handlu zagranicznego**



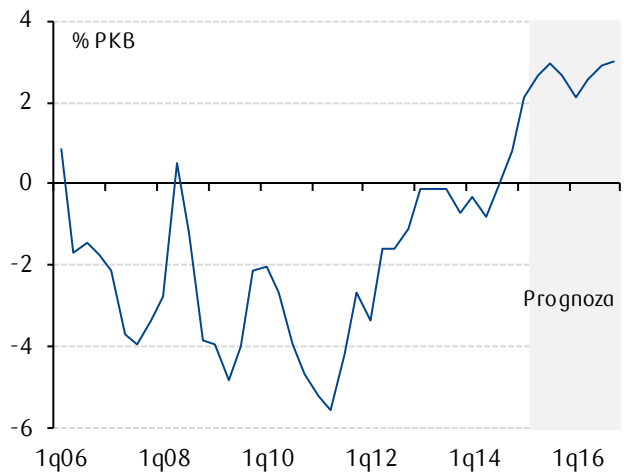
**Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych**



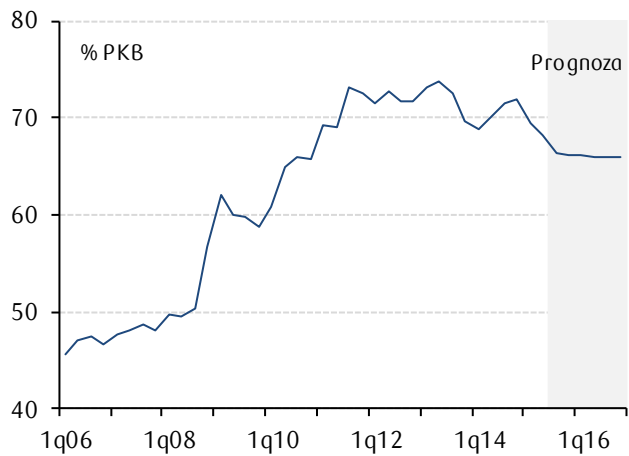
**Saldo CAB i FDI<sup>^</sup>**



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



**Zadłużenie zagraniczne**



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

## Prognozy długoterminowe:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Sfera realna</b>									
Realny PKB (% r/r)	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,4	3,8	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	5,0	-0,3	4,2	3,8	-0,4	0,4	4,9	3,9	3,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	3,3	2,5	3,0	1,0	1,2	3,1	3,2	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,4	-1,9	-0,4	9,3	-1,5	1,1	9,2	8,6	4,5
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	9,6	2,9	2,5	4,9	1,3	1,3	4,4	4,4	3,5
Zapasy (pkt. proc.)	-1,1	-2,6	2,1	0,8	-0,6	-0,9	0,4	-0,6	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,1	2,9	-0,5	1,0	2,2	1,3	-1,4	-0,1	0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	4,6	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,1	3,0
Nominalny PKB (mld PLN)	1277	1362	1437	1554	1616	1663	1729	1792	1886
<b>Rynek Pracy</b>									
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	7,3	6,7
Pracujący BAEL (% r/r)	3,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	0,5	1,9	0,6	0,7
Płace nominalne (% r/r)	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,6	4,1	4,5
St. akt. zawodowej (%)	54,7	55,1	55,8	55,7	56,0	56,1	56,3	56,3	56,6
ULC (% r/r)	9,2	3,0	1,1	1,0	2,0	1,5	2,0	1,6	1,6
Wydajność pracy (% r/r)	0,3	2,1	3,0	4,1	1,7	1,8	1,5	2,4	2,8
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	-0,1	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1
<b>Procesy inflacyjne</b>									
Inflacja CPI (% r/r)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	1,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,5	0,3
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,3	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,6	0,4
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,4	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	0,5
Inflacja bazowa (% r/r)	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	0,8
Deflator PKB (% r/r)	2,4	4,9	1,6	3,4	2,0	1,2	0,6	-0,4	1,6
<b>Agregaty monetarne</b>									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	666,2	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,2	1146,5	1254,2
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	8,2	8,6
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	15,3	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	8,1	7,0
Kredyty ogółem (mld PLN)	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1009,6	1090,3	1167,0
Kredyty ogółem (% r/r)	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	7,1	8,0	7,0
Depozyty ogółem (mld PLN)	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1021,6	1092,5
Depozyty ogółem (% r/r)	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	5,1	6,9
<b>Bilans płatniczy</b>									
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-6,5	-3,9	-5,5	-5,0	-3,4	-1,3	-1,3	0,5	1,1
Bilans handlowy (%PKB)	-6,3	-2,3	-2,9	-3,3	-1,9	0,2	-0,4	1,2	2,0
Bepośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	0,4	2,4	1,8	2,6	1,2	1,1	1,7	1,6	2,3
<b>Polityka fiskalna</b>									
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,6	-7,3	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-3,3	-3,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-4,8	-5,1	-2,4	-1,1	-1,5	-1,2	-1,4	-1,2
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB)	-1,9	-4,8	-5,1	-2,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,5	-1,5
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	46,6	49,8	53,6	54,8	54,4	55,7	50,1	52,4	52,8
<b>Polityka pieniężna</b>									
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,67	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	1,38	-0,07
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,18	0,84
Stopa lombardowa (%)	6,50	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50
REER defl. CPI (% r/r)	7,8	-15,0	5,2	-3,5	-0,4	0,0	0,7	-3,1	0,1

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

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny, jest przeznaczony wyłącznie dla klientów Grupy PKO Banku Polskiego i nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługi doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Grupa PKO BP SA dołożyła wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Klienci Grupy PKO BP SA ponoszą odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych, podjętych z uwzględnieniem informacji zamieszczonych w niniejszym materiale. Niniejszy materiał został przygotowany i/lub przekazany przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, 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.