

### Importowana deflacja i importowane spowolnienie

#### Prognozy średnioterminowe:

- Dynamika PKB obniżyła się w 3q do 2,6-2,9% w efekcie eskalacji osłabienia popytu zewnętrznego oraz negatywnych efektów kalendarzowych. Szacujemy, że wzrost PKB w 2014 r. wyniesie 3,2%, a w 2015 r. przyspieszy do 3,6%.
- Pomimo słabszych perspektyw zewnętrznych oczekujemy, że popyt krajowy pozostanie silny za sprawą: (1) wzrostu konsumpcji prywatnej – dzięki zerowej inflacji, poprawie na rynku pracy oraz obniżce stopy lombardowej, (2) nowej fali inwestycji publicznych wraz z napływem środków z UE, (3) cyklicznej poprawy dochodów sektora publicznego, która może wspierać konsumpcję.
- Spadające ceny paliw prawdopodobnie przesądzą o pozostaniu inflacji CPI poniżej zera do końca 2014 r. Od stycznia 2015 r. inflacja powinna zacząć rosnąć, osiągając 1,0% r/r w czerwcu i 1,5-2,0% r/r w drugiej połowie 2015 r.
- Przewidujemy, że RPP zakończy dostosowanie polityki pieniężnej jeszcze jedną obniżką stóp w listopadzie o 25 pb (do 1,75% dla stopy referencyjnej). Niski poziom stóp oraz poprawa danych ze sfery realnej powinien powstrzymać Radę przed dalszymi obniżkami. Głównym ryzykiem dla tego scenariusza jest utrwalenie się/eskalacja silnych spadków cen surowców.
- Po zacieśnieniu polityki fiskalnej w latach 2011-2013, w latach 2014-2015 oczekujemy zwrotu w kierunku stymulacji gospodarki – skalę impulsu fiskalnego (zmiany strukturalnego salda pierwotnego) szacujemy na +0,5-1,0% PKB w horyzoncie 4-6 kwartałów.
- Do końca tego roku widoczne będzie wyhamowanie trendu wzrostowego deficytu obrotów bieżących ze względu na: (1) spadek nominalnego wolumenu importu paliw (wobec spadku cen ropy) oraz (2) niskie stopy procentowe ograniczające deficyt na rachunku dochodów.
- Prognozujemy wzrost dynamiki kredytów (po korekcie o FX) do 7,9% r/r w 4q2014 (vs. 5,8% w 3q2014) oraz zwiększenie dynamiki depozytów do 7,6% r/r (vs. 6,7% w 3q2014).

#### 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

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

	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	2013	2014
Realny PKB <sup>^</sup> (% r/r)	2,0	2,7	3,4	3,3	2,7	3,2	3,0	3,4	3,8	1,7	3,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	9,8	9,8	10,6	9,1	8,5	8,6	9,2	8,2	7,7	9,8	8,6
Inflacja CPI <sup>†</sup> (% r/r)	1,0	0,7	0,7	0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,9	1,2	0,7	-0,1
Inflacja bazowa <sup>†</sup> (% r/r)	1,5	1,0	1,1	1,0	0,7	0,9	0,8	1,2	1,7	1,0	0,9
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-1,8	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,3	-1,3
Deficyt fiskalny (% PKB) <sup>‡*</sup>	-4,5	-4,3	-3,9	-3,8	-3,7	-3,7	-3,5	-3,4	-3,3	-4,0	-3,5
Dług publiczny (% PKB) <sup>‡*</sup>	58,0	57,1	49,5	49,7	49,7	51,0	50,4	50,7	50,4	55,7	49,2
Stopa referencyjna NBP (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	1,75	1,75	1,75	1,75	2,50	1,75

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), † dane na koniec okresu, ‡kwartalne dane w ujęciu ESA95 (bez transferu OFE/ZUS), \*dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących, \*profile kwartalne wg ESA95, dane roczne wg ESA2010.

## (1). Sfera realna

### Trendy bieżące

Dynamika PKB obniżyła się w 3q do 2,6-2,9% w efekcie eskalacji osłabienia popytu zewnętrznego oraz negatywnych efektów kalendarzowych. Do osłabienia wzrostowego trendu w przemyśle przyczyniły się niekorzystne tendencje w otoczeniu zewnętrznym Polski: (1) eskalacji kryzysu rosyjsko-ukraińskiego (która obniża dynamikę PKB w Polsce w 2014 r. o 0,6-0,8 pp) oraz (2) ponownego wyraźnego spowolnienia/recesji w krajach strefy euro (częściowo indukowanego przez kryzys rosyjsko-ukraiński, częściowo przez słabość wewnętrzną krajów strefy euro).

W połączeniu z niekorzystnym układem kalendarza wywarło to negatywny wpływ na dynamikę eksportu i produkcji przemysłowej, co wraz ze wzrostem niepewności może osłabiać popyt inwestycyjny firm. „Techniczna” deflacja, obok utrzymujących się pozytywnych tendencji na rynku pracy, wspiera realne dochody do dyspozycji, stabilizując popyt konsumpcyjny. Skala i profil rewizji rocznych dynamik PKB (wprowadzenie ESA2010) ma ograniczony wpływ na naszą prognozę wzrostu gospodarczego w latach 2014-2015 (+/-0,1pp). Nie wykluczamy jednak przesunięć w prognozie struktury PKB, po publikacji zrewidowanych danych kwartalnych.

### Prognoza średnioterminowa

W średnim okresie wciąż oczekujemy poprawy dynamiki PKB w oparciu o silny popyt krajowy w efekcie: (1) kombinacji ultraniskiej inflacji połączonej z asymetryczną obniżką stóp procentowych, stymulujących konsumpcję (obniżenie stopy lombardowej, ograniczającej maksymalne oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych, może obniżyć przeciętne oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych o ok. 200-250pb, zwiększając dynamikę konsumpcji o 0,3-0,4pp), (2) rozpoczęcia nowej fali inwestycji infrastrukturalnych (wraz z napływem nowych środków z UE będzie mieć miejsce druga fala inwestycji infrastrukturalnych; wartość podpisanych umów na projekty drogowe przekroczyła 8 mld zł; oceniamy, że impuls inwestycji infrastrukturalnych może wynieść w 2015 roku ~0,7% PKB), (3) cyklicznej poprawie dochodów sektora publicznego, mogącej napędzać spożycie publiczne (m.in. ogłoszone już zmiany w schemacie waloryzacji emerytur i rent oraz możliwy wzrost funduszu płac w sektorze publicznym).

### Czynniki ryzyka dla prognozy

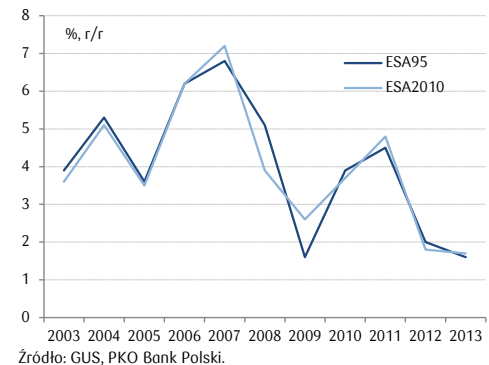
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) eskalacja konfliktu rosyjsko-ukraińskiego i skala spowolnienia w strefie euro, (2) kombinacja efektów mnożnikowych poluzowania fiskalnego oraz zachowanie zapasów (zakładamy neutralny wkład do wzrostu, jednakże historycznie w okresach ekspansji wynosił on 1pp), (3) tempo absorpcji środków z UE w kontekście zmian na scenie politycznej.

### Sfera realna<sup>^</sup>

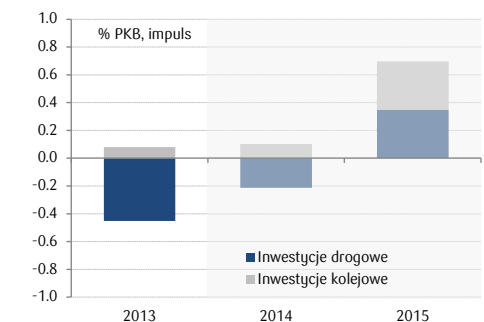
	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	2013	2014
Realny PKB (% r/r)	2,0	2,7	3,4	3,3	2,7	3,2	3,0	3,4	3,8	1,7	3,2
Popyt krajowy (pkt. proc.)	0,6	1,8	3,0	4,9	3,4	3,6	3,4	3,9	4,3	0,2	3,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	1,0	2,1	2,6	2,8	2,9	3,2	3,1	3,2	3,3	1,1	2,9
Sprzedaż krajowa (% r/r)	1,2	2,3	3,3	3,8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

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. †szacunki własne. ^Profile kwartalne wg ESA95, dane roczne wg ESA2010.

### Rewizja danych o PKB: metodologia ESA95 vs. ESA2010



### Inwestycje infrastrukturalne istotnie poprawią wzrost PKB w 2015 r.



## (2). Procesy inflacyjne

### • Trendy bieżące

Inflacja CPI spadła w 3q2014 do -0,3% r/r (vs. 0,3% r/r w czerwcu) przy lekko spadającej inflacji bazowej (0,7% r/r vs. 1,0% r/r). Za kontynuację trendu spadkowego odpowiadają przede wszystkim ceny żywności (odjęty -0,3pp), a w dalszym rzędzie wygaśnięcie efektu ubiegłorocznego wzrostu cen śmieci oraz taniejące paliwa. W 4q2014 ujawni się dodatkowy czynnik dezinflacyjny w postaci **cen paliw** – od czerwcowego maksimum cena baryłki ropy spadła już o niemal 30 USD. Jednocześnie jednak efekty niższej bazy i stabilny wzrost inflacji bazowej będą stopniowo działać w kierunku wzrostu inflacji CPI.

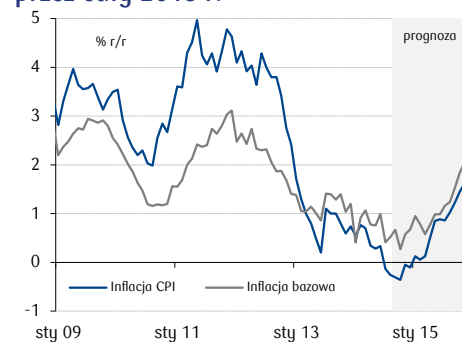
### • Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że po osiągnięciu minimum we wrześniu lub październiku inflacja CPI zacznie stopniowo rosnąć i w grudniu znajdzie się około 0% r/r. **Wzrost inflacji przyspieszy w pierwszej połowie przyszłego roku, gdy przestaną go hamować obniżki cen żywności i paliw i zaczną działać negatywne efekty bazy.** Oczekujemy też, że przyspieszający wzrost PKB – oraz silne spadki cen żywności i paliw – zaczną stopniowo oddziaływać na inflację bazową. Od początku 2q2015 będzie następowała stopniowa normalizacja cen żywności (wygaśnięcie efekt tegorocznych bardzo dobrych plonów). Dodatkowo na inflację powinny oddziaływać od stycznia również ceny energii – na rynku hurtowym ceny kontraktów na 2015 r. były we wrześniu średnio o 9,6% wyższe niż w styczniu, co wskazuje na ryzyko podwyżek cen energii.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

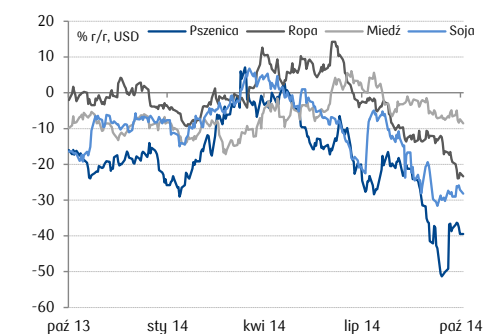
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: (1) **ceny ropy**, których zmienność silnie wzrosła w przeciwieństwie ostatniego kwartału, (2) **ceny żywności**, które wciąż pozostają pod wpływem rosyjskiego embarga, (3) **ceny energii** (wzrost cen energii na rynku hurtowym; ryzyko zakłóceń na rynku gazu z uwagi na napięte relacje z Rosją), (4) **kurs złotego** (aprecjacja/deprecjacja w zależności od napływu/odpływu kapitału zagranicznego), (5) **zmiany kursu EUR/USD**, wpływające na siłę presji dezinflacyjnej w strefie euro, importowanej do Polski.

Pod wpływem postępującego wzrostu inflacji bazowej inflacja CPI będzie rosła przez cały 2015 r.



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Spadek cen surowców w ostatnich miesiącach



Źródło: Reuters, PKO Bank Polski.

## Procesy inflacyjne

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

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu, \*profile kwartalne wg ESA95, dane roczne wg ESA2010, \*dane roczne na bazie kwartalnych ESA95.



### (3). Depozyty, kredyty

#### • Trendy bieżące

W 3q2014 nastąpiło wyhamowanie dynamiki depozytów i stabilizacja dynamiki kredytów (po korekcie o kurs walutowy). Wzrost depozytów osiągnął 6,7% r/r wobec 7,5% r/r w 2q2014, przy: (1) dalszym zmniejszeniu dynamiki depozytów samorządów (do 1,3% r/r z 2,9%), (2) przyspieszeniu dynamiki depozytów osób prywatnych (odpowiednio: do 7,7% r/r vs. 6,7%) następującym przy stabilnym napływie środków do funduszy inwestycyjnych gospodarstw domowych (po ok. 2,3 mld zł w ostatnich trzech kwartałach) i (3) zwiększeniu dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 9,0% r/r vs. 5,2%). Wzrost kredytów pozostał stabilny na poziomie 5,8% r/r vs. 5,9% w 2q2014, przy: (1) lekkim osłabieniu tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych (do 6,7% r/r vs. 7,0%), (2) wyhamowaniu dynamiki kredytów konsumpcyjnych (do 4,7% r/r vs. 5,7%), (3) stabilizacji dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw (do 5,6% r/r vs. 5,5%), oraz (4) osłabieniu tempa spadku kredytów dla samorządów (do -3,1% r/r vs. -5,9%).

#### • Prognoza średnioterminowa

Do końca 2014 r. przewidujemy przyspieszenie tempa wzrostu kredytów oraz depozytów (skorygowanych o kurs walutowy). Prognozujemy zwiększenie dynamiki kredytów do 7,9% r/r w 4q2014 (z 5,8% w 3q2014), w rezultacie wyższego popytu na kredyt ze strony sektora prywatnego oraz zwiększenia podaży (przy zapowiadanej kontynuacji łagodzenia kryteriów polityki kredytowej banków wobec kredytów konsumpcyjnych i dla przedsiębiorstw, oraz stymulującym wpływie obniżki stopy lombardowej – niższe oprocentowanie kredytów wskutek wymogów ustawowych). Dynamika depozytów najprawdopodobniej lekko przyspieszy do 7,6% r/r w 4q2014 (vs. 6,7% w 3q2014), przy: (1) umiarkowanym wzroście dynamiki depozytów niefinansowych podmiotów gospodarczych, (2) stopniowym zwiększaniu depozytów osób prywatnych (dzięki poprawie sytuacji na rynku pracy i wzrostowi realnych dochodów ludności), oraz (3) wzmocnieniu wzrostu depozytów instytucji rządowych i samorządowych.

#### • Czynniki ryzyka dla prognozy

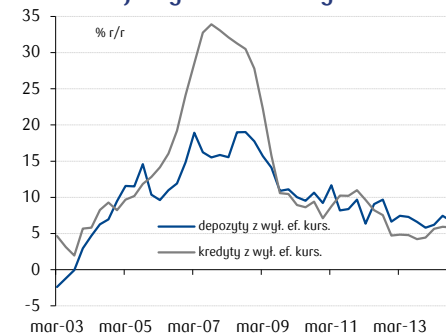
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) możliwy ewentualny odpływ depozytów osób prywatnych do alternatywnych form oszczędzania (w warunkach bardzo niskich stóp procentowych); (2) wpływ zmian regulacyjnych na: (a) kredyty mieszkaniowe (spadek LTV do 95% w 2014 r. i 90% w 2015 r., oczekiwane ożywienie 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%.

#### Podaż pieniądza, kredyty

	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	2013	2014
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	947,2	978,9	980,4	996,2	1021,8	1052,1	1054,9	1074,5	1098,8	978,9	1052,1
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,1	6,2	5,2	5,2	7,9	7,5	7,6	7,9	7,5	6,2	7,5
Podaż pieniądza M3 realna (% r/r)	5,0	5,3	4,5	4,9	8,2	7,3	7,3	6,8	6,0	5,3	7,3
Kredyty ogółem (mld PLN)	945,7	942,9	961,7	979,2	996,4	1022,1	1027,1	1051,9	1073,9	942,9	1022,1
Kredyty ogółem (% r/r)	4,0	3,8	4,7	4,3	5,4	8,4	6,8	7,4	7,2	3,8	8,4
Kredyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	4,2	4,2	5,4	5,9	5,8	7,9	7,4	7,9	8,4	4,2	7,9
Kredyty ogółem (% PKB)	58,3	57,6	58,1	58,6	59,0	59,7	59,3	59,9	60,3	57,6	59,7
Depozyty ogółem (mld PLN)	892,0	889,5	908,1	934,8	953,3	966,1	970,8	996,0	1018,6	889,5	966,1
Depozyty ogółem (% r/r)	6,9	5,7	6,2	7,5	6,9	8,6	6,9	6,5	6,6	5,7	8,6
Depozyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	6,6	5,9	6,3	7,5	6,7	7,6	6,7	6,3	6,8	5,9	7,6
Depozyty ogółem (% PKB)	55,0	54,4	54,9	55,9	56,4	56,4	56,0	56,7	57,2	54,4	56,4

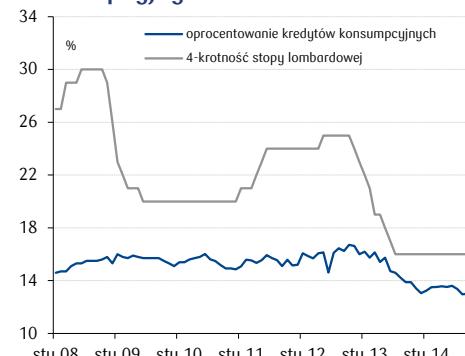
Źródła: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

#### Lekkie osłabienie dynamik depozytów i stabilizacja dynamiki kredytów



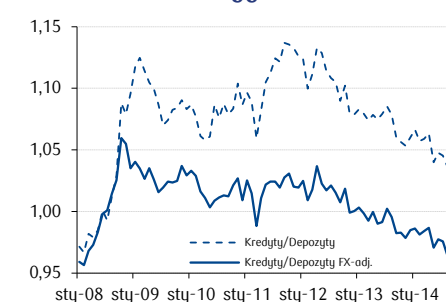
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

#### Limit oprocentowania kredytów konsumpcyjnych



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

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



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

## (4). Równowaga zewnętrzna

### • Trendy bieżące

Wzrost deficytu na rachunku dochodów pierwotnych (z -3,2% PKB do -3,4% PKB) przy stabilnych saldach wymiany towarowej i usług doprowadził do pogorszenia się salda na rachunku obrotów bieżących do -1,4% PKB po sierpniu wobec -1,2% PKB na koniec 2q. Deficyt na rachunku finansowym (z wyłączeniem zmian w aktywach rezerwowych) wzrósł do -0,6% PKB, głównie za sprawą spadku salda pozostałych inwestycji do -2,5% PKB w sierpniu, co wynikało ze wzrostu zagranicznych aktywów instytucji monetarnych (do 1,5% PKB). Saldo BIZ wzrosło w tym czasie do 1,2% PKB, a inwestycji portfelowych do 0,4% PKB. Zmiana metodyki przygotowywania danych odnośnie bilansu płatniczego z BPM 5 na BPM 6 doprowadziła do pogorszenia salda na rachunku obrotów bieżących o około 0,3% PKB. Nasze szacunki wskazują, że na koniec sierpnia zadłużenie zagraniczne spadło do 70,3% PKB z 71,0% na koniec 2q.

### • Prognoza średnioterminowa

Oczekujemy, iż obserwowana od czerwca tendencja wzrostowa deficytu na rachunku obrotów bieżących zostanie odwrócona, w wyniku czego na koniec roku saldo wyniesie -1,3% PKB. Analiza napływających danych wskazuje, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w Unii Europejskiej przyczyniło się do spowolnienia dynamiki polskiego eksportu. Jednakże gwałtowny spadek cen ropy na światowych rynkach (o około \$25 wobec stanu z końca 2q) przełoży się na zmniejszenie nominalnego wolumenu importu paliw, redukując wpływ niższej dynamiki eksportu na saldo handlowe. W połączeniu ze zmianami metodycznymi, wynikającymi z implementacji BPM 6, prowadzi to do wniosku, że **nadwyżka obrotów towarowych osiągnie 0,2% PKB na koniec 2014 r.** Niskie stopy procentowe, w tym rentowności polskich papierów skarbowych, będą skutkowały ograniczeniem płatności odsetkowych, przyczyniając się do spadku deficytu na rachunku dochodów pierwotnych. Poprawa salda na rachunku finansowym przyczyni się do spadku zadłużenia zagranicznego do 68,7% PKB na koniec roku.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

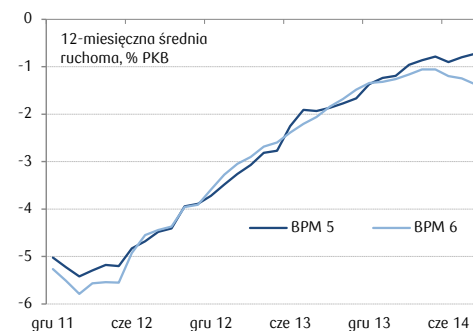
W średnioterminowej perspektywie głównymi ryzykami dla kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących pozostają: (1) kontynuacja kryzysu na Ukrainie (która może doprowadzić do wstrzymania dostaw gazu ziemnego), (2) zmiany kursu złotego (m.in. pod wpływem działań EBC i Fedu) oraz (3) ceny ropy naftowej (zależne w znacznej mierze od dalszych relacji na linii Rosja – USA).

## Równowaga zewnętrzna

	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	2013	2014
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,8	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,3	-1,3
Bilans handlowy (% PKB)	-0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,2
Eksport (% r/r)	7,6	5,8	8,4	6,1	1,2	1,9	4,8	5,4	5,9	5,7	4,5
Import (% r/r)	3,3	0,9	5,6	8,2	2,6	1,4	5,6	7,0	7,3	0,2	4,5
Saldo usług (% PKB)	1,9	2,1	2,0	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	2,1	1,7
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,4	-3,5	-3,5	-3,2	-3,3	-3,2	-3,0	-3,1	-3,0	-3,5	-3,2
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,3	2,3	2,5	2,5	2,5	2,7	2,8	2,5	2,6	2,3	2,7
%PKB)	2,8	1,6	0,4	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,7	0,6	1,6	0,2
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto (% PKB)	1,6	0,7	1,2	0,7	1,3	1,7	1,6	2,0	1,6	0,7	1,7
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	0,0	0,3	0,1	0,1	0,5	0,5	0,7	0,9	0,7	0,3	0,5
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-0,9	0,2	1,3	2,3	-0,1	-1,5	-3,0	-3,8	-2,9	0,2	-1,5
Zmiana rezerw (% PKB)*	-1,0	-0,2	1,1	1,7	0,9	0,3	-0,5	-0,8	-0,6	-0,2	0,3
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-2,2	-2,4	-2,8	-2,8	-1,9	-1,9	-1,3	-1,0	-1,1	-2,4	-1,9
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	73,1	70,4	70,0	71,0	70,1	68,7	68,3	67,8	67,3	70,4	68,7
Sektor publiczny (% PKB)	30,1	29,7	29,5	29,7	29,4	28,8	28,6	28,4	28,1	29,7	28,8
Sektor prywatny (% PKB)	43,1	40,7	40,5	41,3	40,7	39,9	39,7	39,5	39,1	40,7	39,9

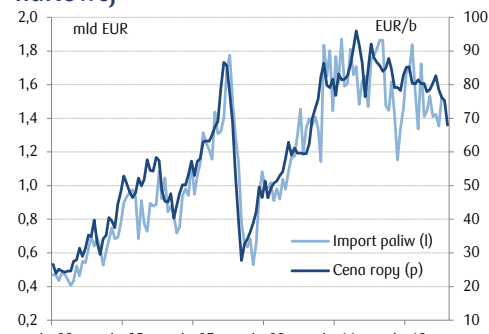
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; \*prezentacja jak w Bilansie Płatniczym - znak '+' oznacza wzrost wartości rezerw

### Rewizja salda na rachunku obrotów bieżących: BPM 5 (stare) vs BPM 6 (nowe)



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

### Miesięczny import paliw i cena ropy naftowej



Źródło: Eurostat, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

## (5). Polityka pieniężna

### • Trendy bieżące

Na październikowym posiedzeniu RPP obniżyła stopę referencyjną o 50pb, a stopę lombardową o 100pb (zmniejszając tym samym maksymalne oprocentowanie kredytów o 400pb). Szacujemy, że dokonana asymetryczna obniżka stóp jest ekwiwalentem symetrycznej obniżki o 75pb. Prezes NBP, M.Belka, stwierdził, że Rada będzie chciała zakończyć dostosowanie stóp procentowych w jak najkrótszym czasie. Spodziewamy się, że RPP dokona w listopadzie jeszcze jednej obniżki o 25pb pod wpływem wskazań nowej projekcji NBP dla PKB i inflacji (w obu przypadkach niższa ścieżka niż w lipcowej edycji).

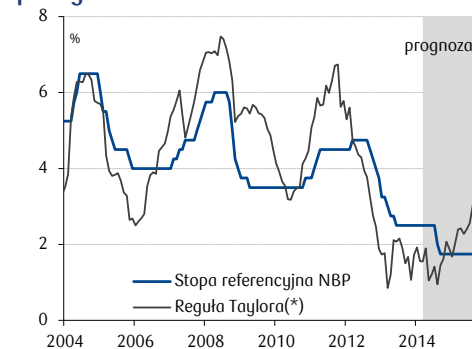
### • Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że stopa referencyjna na koniec tego roku znajdzie się na poziomie 1,75%, a najpóźniej na początku przyszłego roku RPP zakomunikuje przejście z trybu *wait-and-see* do nastawienia neutralnego. Jako że obserwowana obecnie deflacja ma charakter niemonetarny (wynika ze spadków cen żywności i paliw), za główną przyczynę dostosowania uznajemy obawę Rady, że wzrost gospodarczy w Polsce w najbliższych kwartałach będzie utrzymywał się poniżej poziomu 3% r/r (niższa ścieżka inflacji zapewne nie spowodowałaby samodzielnie redukcji stóp). Rada będzie obserwować napływające dane o aktywności gospodarczej, które w kolejnych miesiącach 4q będą równie zmienne, co w 3q (w szczególności w listopadzie i grudniu). Przewidujemy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przez cały 2015 r. z uwagi na utrzymywanie się inflacji poniżej celu NBP. Początku podwyżek stóp spodziewamy się w 1q2016.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych to: (1) zachowanie cen surowców w ciągu najbliższych dwóch miesięcy – mimo ich niemonetarnego charakteru w przypadku dalszych silnych spadków RPP może się zdecydować na zwiększenie skali dostosowania; (2) możliwe zwiększenie wahań kursu złotego (aprecjacja/deprecjacja w zależności od napływu/odpływu kapitału zagranicznego) w kontekście ostatniego wzrostu zmienności na rynkach finansowych, (3) brak ożywienia w strefie euro lub istotne zmiany w polityce EBC, (4) ryzyka geopolityczne w regionie (eskalacja/de-eskalacja konfliktu na Ukrainie).

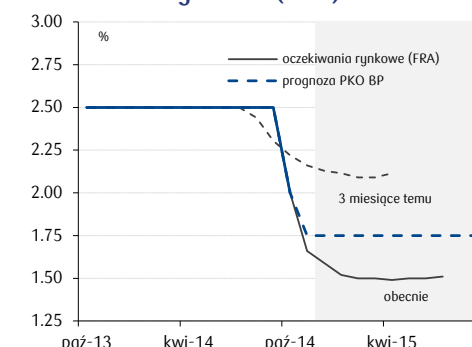
**Reguła Taylora\* sugeruje, że obecne obniżki stóp mogą się okazać procykliczne**



\*  $i_t = r^* + \text{CORE}_t + \alpha_1(\text{CORE}_t - \text{TGT}_t) + \alpha_2(\text{PKB}_t - \text{PKB\_TREND}_t)$   
 $r^*$  – time-varying NRIR.

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

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



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Polityka pieniężna

	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	2013	2014
Stopa referencyjna (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	1,75	1,75	1,75	1,75	2,50	1,75
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,47	1,84	1,80	2,17	2,81	1,85	1,62	0,87	0,53	1,84	1,85
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	0,99	1,50	1,37	1,45	1,83	0,87	0,97	0,55	0,02	1,50	0,87
Stopa lombardowa (%)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	2,75	2,75	2,75	2,75	4,00	2,75
Stopa depozytowa (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	0,75
Stopa redysk. weksli(%)	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,00	2,00	2,00	2,00	2,75	2,00
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)	3,2	3,6	2,4	1,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	1,3	0,8
Nominalny PKB^ (% r/r)	2,8	3,1	5,0	4,3	4,4	5,0	5,0	5,6	6,2	2,9	4,7

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, ^profil kwartalny wg ESA95, dane roczne wg ESA2010.

## (6). Polityka fiskalna

### • Trendy bieżące

Czynniki ekonomiczne i polityczne wywierają pozytywny wpływ na bieżącą sytuację sektora finansów publicznych. Ożywienie gospodarcze w oparciu o silny popyt krajowy (mimo wytracenia momentum w 3q) znajduje odzwierciedlenie w wysokiej realizacji dochodów podatkowych (w szczególności w pierwszej połowie roku). Dodatkowo zmiany w systemie emerytalnym oraz obniżki stóp procentowych NBP wpływają na istotne ograniczenie kosztów obsługi zadłużenia w drugiej połowie roku. **Deficyt budżetu państwa może być niższy od planowanego nawet o 1,0% PKB. Wprowadzenie ESA2010 obniża relacje deficytu i długu publicznego do PKB (z tytułu (1) zmian w metodyce liczenia wyniku sektora publicznego oraz (2) wzrostu nominalnego poziomu PKB) o odpowiednio ~0,2% PKB oraz ~1,3% PKB, tworząc dodatkową przestrzeń fiskalną do stymulacji gospodarki.**

### • Prognoza średnioterminowa

Zapoczątkowane w 2014 r. poluzowanie fiskalne będzie kontynuowane przez całą 2015 r. Impuls fiskalny\* (\*zmiana pierwotnego deficytu strukturalnego) szacujemy na 0,5-1,0% PKB w latach 2014 -2015. W większości będzie on związany z inwestycjami infrastrukturalnymi w drogi i koleje (wydatki publiczne i quasi-publiczne; NB. obecna wartość otwartych przetargów drogowych wynosi ok. 58 mld zł = 3,2% PKB, a wartość podpisanych umów przekroczyła 8 mld zł) i będzie wspierany przez **napływ środków z UE** z perspektywy finansowej 2014-2020. Dodatkowa stymulacja fiskalna w 2015 r. może odbywać się poprzez **zwiększenie wydatków bieżących** (m.in. ogłoszona już zmiana zasad waloryzacji emerytur i rent oraz potencjalne odmrożenie funduszu płac w przynajmniej części sfery budżetowej).

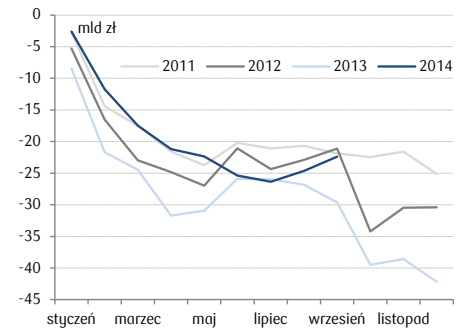
Prognozowany wynik sektora wg ESA2010 w 2014 r. powinien ukształtować się w okolicach -3,5% PKB (vs -4,0% PKB w 2013 r.) i będzie wypadkową cyklicznej poprawy dochodów wspieranej przez wzrost efektywnej stopy opodatkowania (efekt działań zmierzających do poprawy ściągalności podatków), kompensującej poluzowanie fiskalne.

W 2015 r. – pomimo poluzowania fiskalnego – deficyt fiskalny powinien ukształtować się w okolicach 3% PKB, dzięki cyklicznej poprawie po stronie dochodowej.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

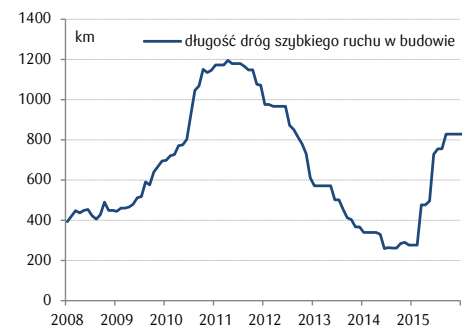
Główne czynniki ryzyka to: (1) skala i tempo stymulacji fiskalnej, (2) tempo wzrostu popytu krajowego (i baz podatkowych), (3) uwarunkowania polityczne.

### Realizacja deficytu budżetu państwa



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

### Drogi szybkiego ruchu w budowie



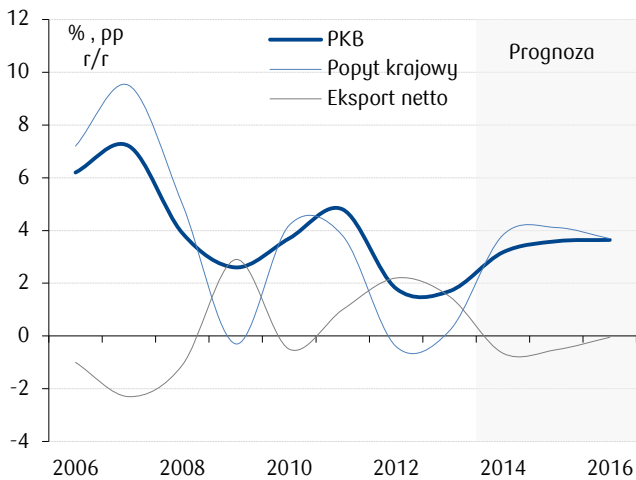
Źródło: GDDKiA, PKO Bank Polski.

## Polityka fiskalna†

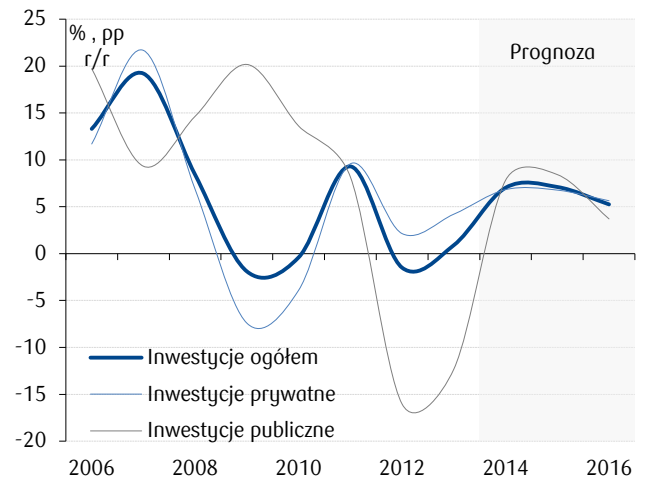
	3q13	4q13	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	2013^	2014^
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA 95)	-4,5	-4,3	-3,9	-3,8	-3,7	-3,7	-3,5	-3,4	-3,3	-4,0	-3,5
Dochoady* (% PKB, ESA 95)	37,7	37,5	37,6	37,6	37,8	38,1	38,4	38,6	38,7	38,2	39,0
Wydatki (% PKB, ESA 95)	42,2	41,9	41,5	41,4	41,5	41,8	42,0	42,0	42,0	42,2	42,5
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA 95)	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,5	2,2
Saldo pierwotne (% PKB, ESA 95)	-1,8	-1,7	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,5	-1,3
Deficyt strukturalny (% PKB, ESA 95)	-3,0	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,4	-3,6	-3,8	-3,5	-3,0
Dług publiczny (% PKB, ESA 95)	58,0	57,1	49,5	49,7	49,7	51,0	50,4	50,7	50,4	55,7	49,2
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	-2,5	x	x	x	-1,7	x	x	x	-2,5	-1,7
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	x	-2,6	x	x	x	-2,5	x	x	x	-2,6	-2,5
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	53,1	x	x	x	47,0	x	x	x	53,1	47,0

Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, † dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących, ^profile kwartalne wg ESA95, dane roczne wg ESA2010, \*dochoady bez jednorazowego transferu aktywów z OFE do ZUS.

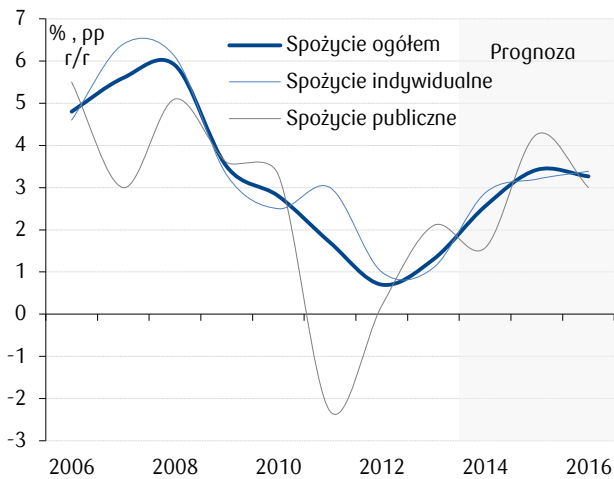
**Realny PKB<sup>^</sup>**



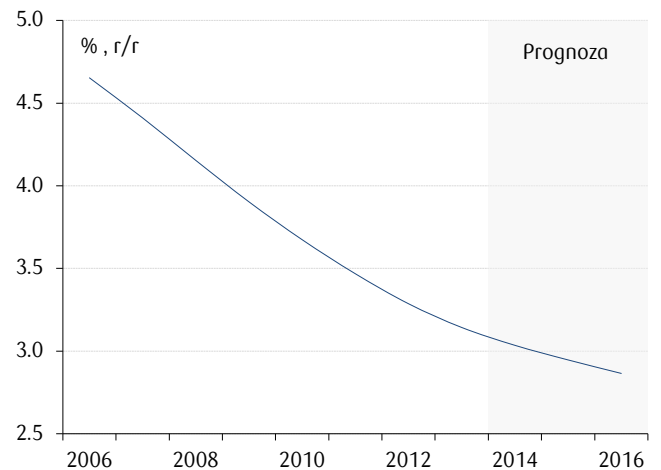
**Popyt inwestycyjny**



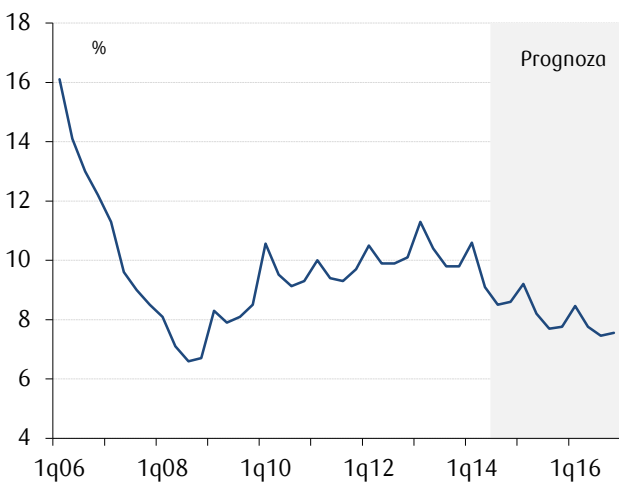
**Popyt konsumpcyjny**



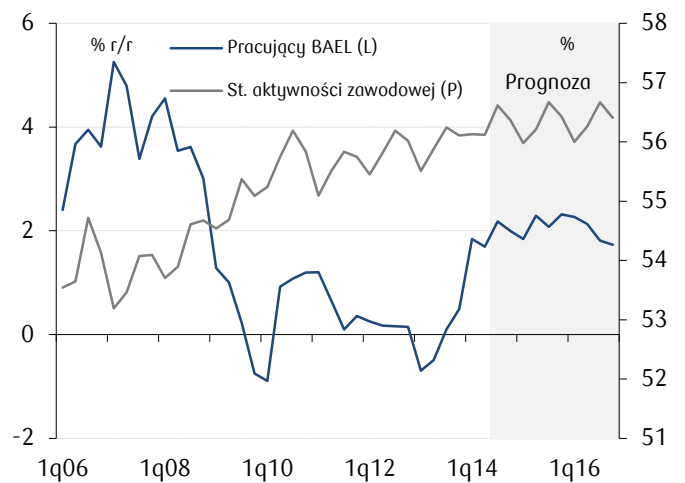
**Produkt potencjalny\***



**Stopa bezrobocia BAEL\*\***



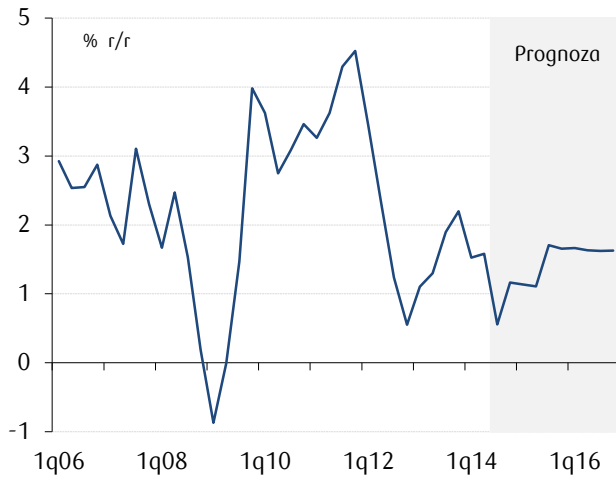
**Pracujący BAEL i aktywność zawodowa\*\***



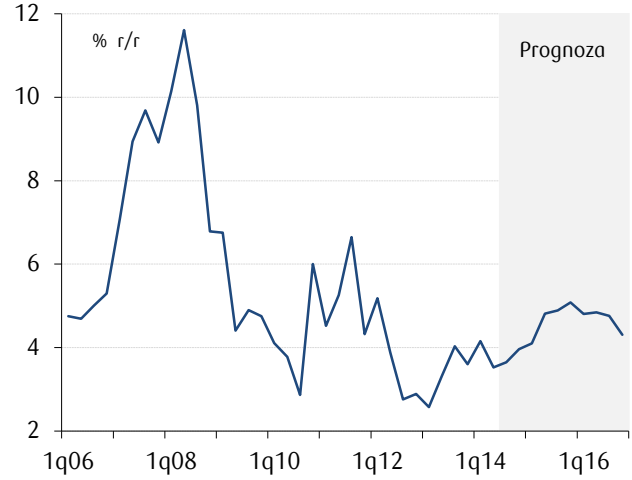
Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. <sup>^</sup>ESA2010, dane roczne; \* w oparciu o filtr HP dla danych rocznych ESA2010, \*\* dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.



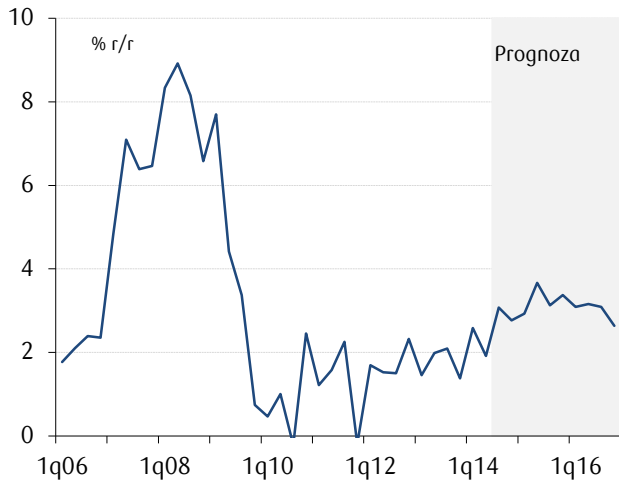
**Wydajność pracy\*\***



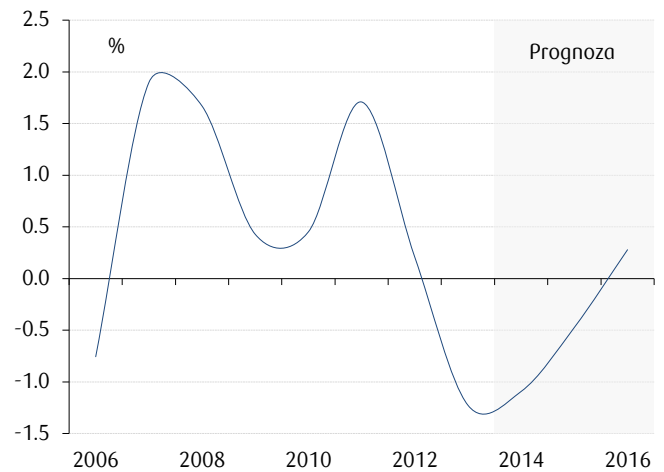
**Płace w gospodarce narodowej\*\***



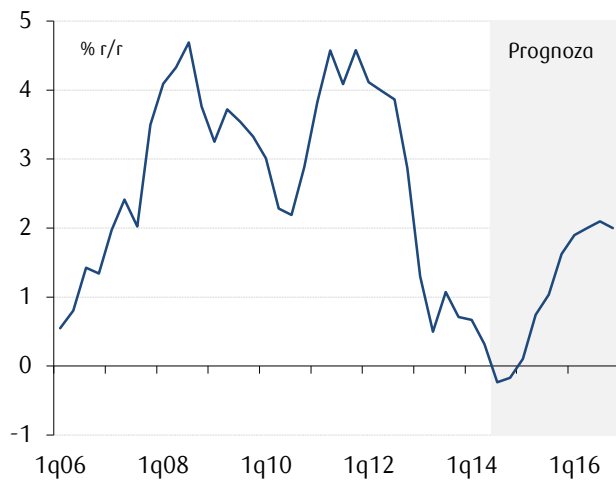
**Jednostkowe koszty pracy\*\***



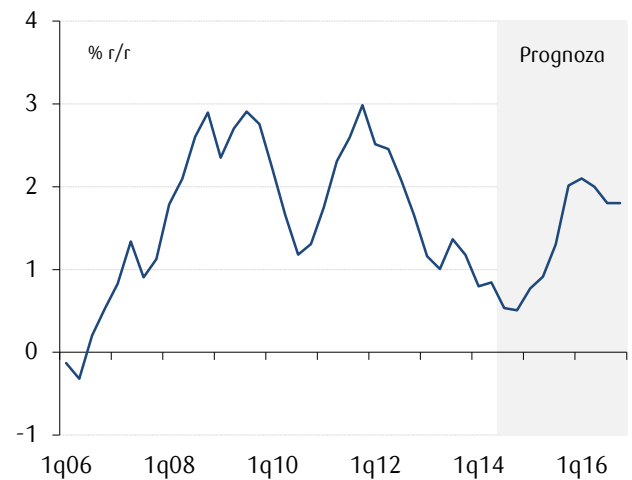
**Luka popytowa\***



**Prognozowana ścieżka inflacji CPI**

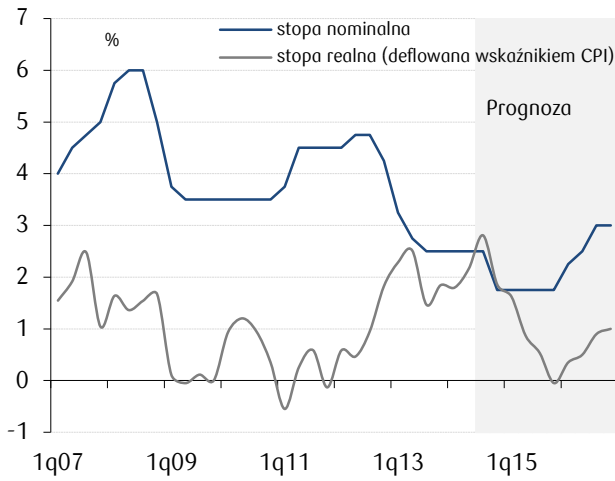


**Prognozowana ścieżka inflacji bazowej**

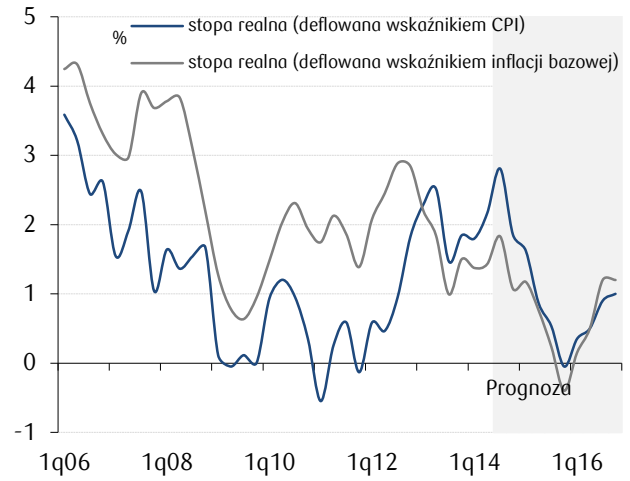


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*w oparciu o roczne dane o PKB i potencjalnym PKB wg ESA2010. \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

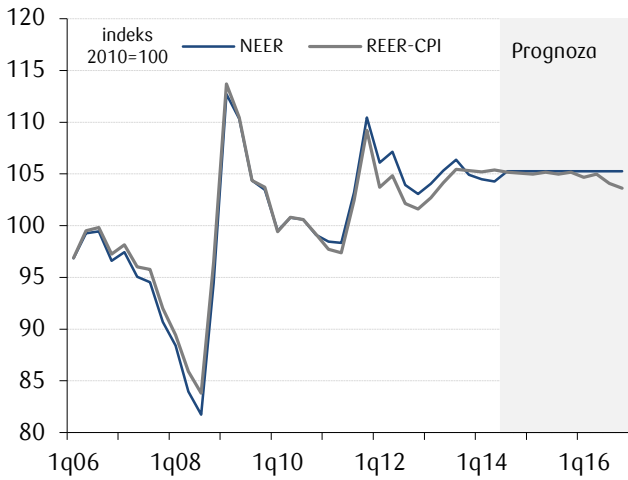
**Stopy nominalne vs. realne**



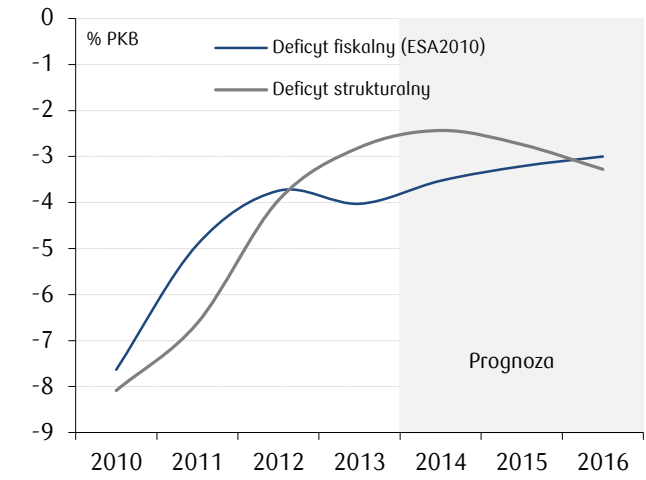
**Stopy realne**



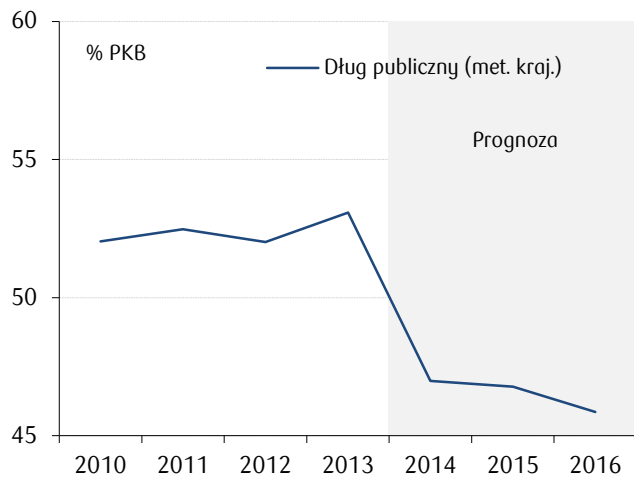
**Założenia dotyczące NEER i REER**



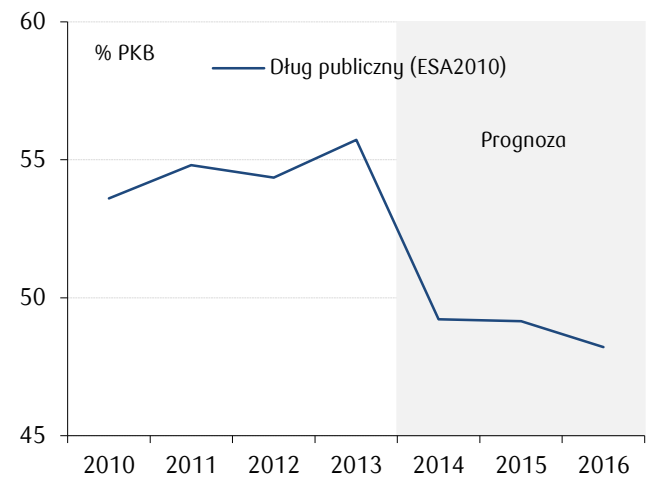
**Deficyt fiskalny (ESA 95) i deficyt strukturalny**



**Dług publiczny (met. kraj.)**

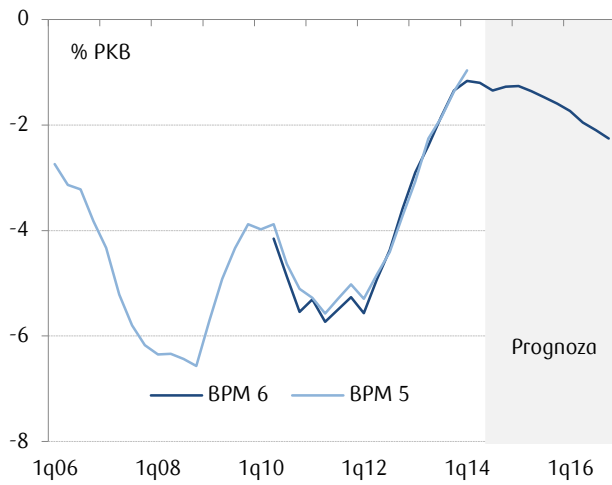


**Dług publiczny (ESA 95)**

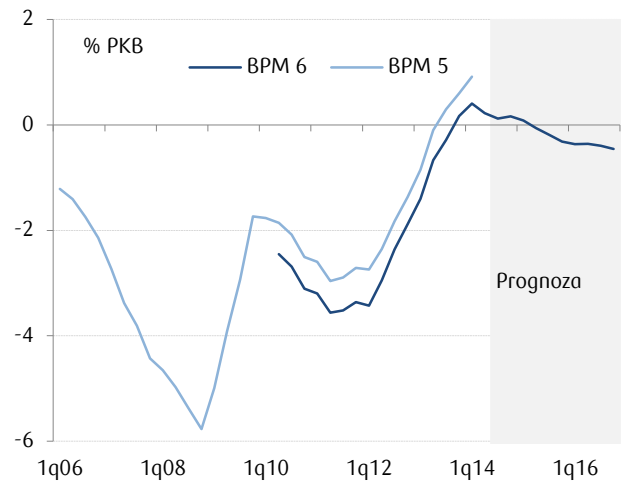


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, PKO Bank Polski.

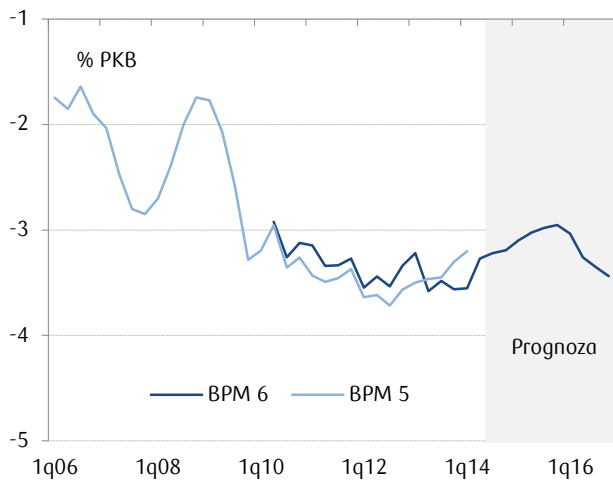
**Saldo rachunku obrotów bieżących**



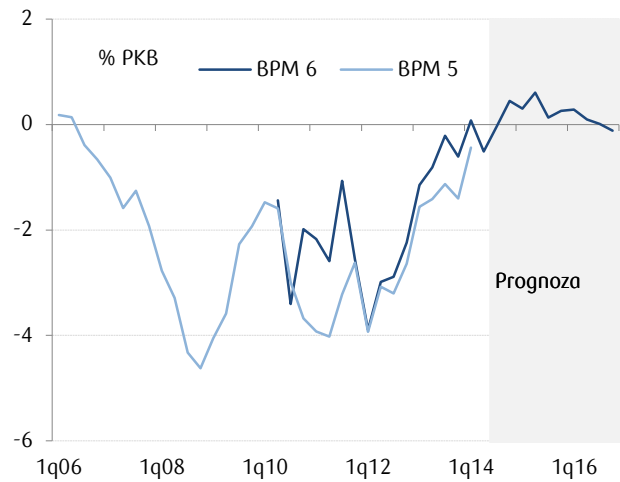
**Saldo handlu zagranicznego**



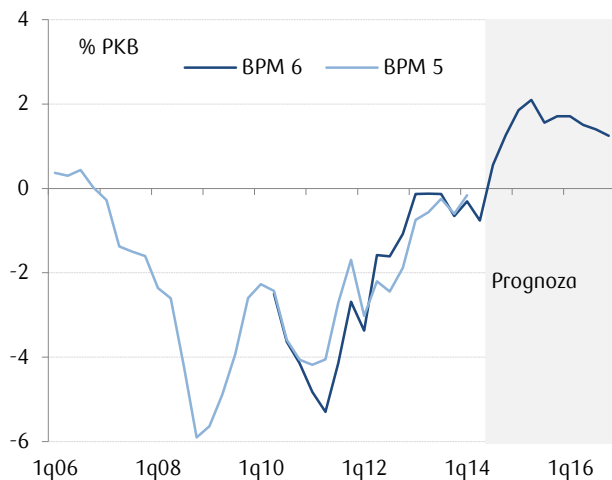
**Saldo dochodów i transferów bieżących**



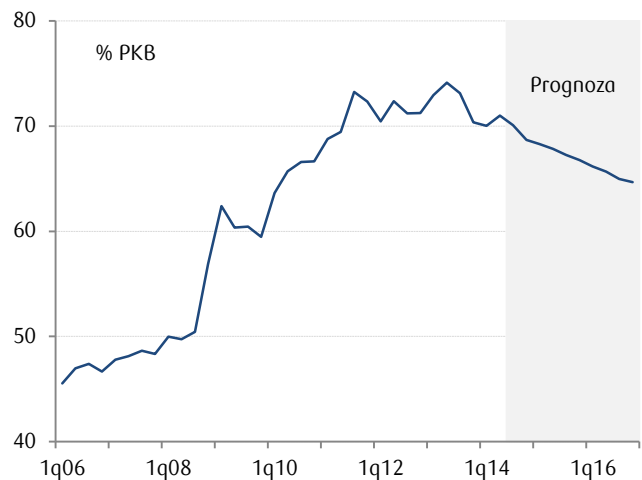
**Saldo CAB i FDI<sup>\*</sup>**



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



**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
<b>Sfera realna</b>										
Realny PKB (% r/r)	7,2	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,2	3,6	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	9,5	5,0	-0,3	4,2	3,8	-0,4	0,2	3,8	4,1	3,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,4	6,1	3,3	2,5	3,0	1,0	1,1	2,9	3,2	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	19,2	8,4	-1,9	-0,4	9,3	-1,5	0,9	7,0	7,1	5,3
Sprzedaż krajowa (impl., pkt. proc.)*	7,7	6,1	2,2	2,8	3,3	0,1	0,9	3,4	4,1	3,6
Zapasy (impl. pkt. proc.)	1,8	-1,1	-2,5	1,4	0,5	-0,5	-0,7	0,4	0,0	0,0
Eksport netto (impl., pkt. proc.)	-2,3	-1,1	2,9	-0,5	1,0	2,2	1,5	-0,7	-0,5	0,0
Produkt potencjalny (% r/r)	4,8	5,9	5,5	3,3	3,1	2,5	2,9	2,5	2,8	2,9
Nominalny PKB (mld PLN)	1187	1277	1362	1437	1554	1616	1662	1740	1843	1929
<b>Rynek Pracy</b>										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,6	7,8	7,6
Pracujący BAEL (% r/r)	4,2	3,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	0,5	2,0	2,3	1,7
Płace nominalne (% r/r)	7,9	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,6	3,8	4,7	4,7
St. akt. zawodowej (%)	54,1	54,7	55,1	55,8	55,7	56,0	56,1	56,4	56,4	56,4
ULC (% r/r)	6,2	8,0	4,1	0,9	1,2	1,8	1,7	2,6	3,3	3,0
Wydajność pracy (% r/r)	2,3	1,5	1,1	3,2	3,9	1,9	1,6	1,2	1,4	1,6
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,1	-0,1	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
<b>Procesy inflacyjne</b>										
Inflacja CPI (% r/r)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,1	0,8	2,0
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,3	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,1	0,0	0,6
Wkład cen energii (pkt. proc.)	0,6	1,3	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,1	0,1	0,6
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,6	1,4	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,8	0,8
Inflacja bazowa (% r/r)	1,0	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,7	1,3	2,0
Deflator PKB (% r/r)	4,3	2,4	4,9	1,6	3,4	2,0	1,2	1,5	2,2	2,7
<b>Agregaty monetarne</b>										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	561,6	666,2	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1052,1	1134,7	1224,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	13,4	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	7,5	7,9	7,9
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	10,6	13,8	4,4	6,1	7,8	0,8	5,3	7,3	6,9	5,0
Kredyty ogółem (mld PLN)	473,4	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1022,1	1092,3	1160,0
Kredyty ogółem (% r/r)	29,9	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	8,4	6,9	6,2
Depozyty ogółem (mld PLN)	494,2	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	966,1	1031,5	1112,9
Depozyty ogółem (% r/r)	14,1	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	8,6	6,8	7,9
<b>Bilans płatniczy</b>										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-	-	-	-5,5	-5,3	-3,6	-1,3	-1,3	-1,6	-2,3
Bilans handlowy (%PKB)	-	-	-	-3,1	-3,4	-1,9	0,2	0,2	-0,3	-0,5
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	-	-	-	3,3	2,7	1,4	0,7	1,7	1,9	2,1
<b>Polityka fiskalna</b>										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-	-	-	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,5	-2,9	-2,8
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-	-	-	-5,1	-2,4	-1,1	-1,5	-1,3	-0,9	-1,0
Deficyt strukturalny (% PKB)	-	-	-	-7,8	-5,6	-3,8	-3,5	-3,0	-2,8	-3,0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	-	-	-	53,6	54,8	54,4	55,7	49,2	48,8	47,7
<b>Polityka pieniężna</b>										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	1,75	1,75	3,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	2,52	0,78	0,04	0,91	0,23	0,54	1,60	1,62	0,91	1,00
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	3,95	2,65	0,82	1,91	2,09	2,07	1,35	1,01	0,40	1,00
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, \*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, 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.