

Deflacyjna ekspansja – czyli odwrotność „stagflacji”

Prognozy średnioterminowe:

- Realny PKB wzrósł w 2014 r. o 3,3% (vs. 1,7% w 2013 r.), przy dynamice PKB utrzymującej się powyżej 3% we wszystkich kwartałach, mimo pogorszenia sytuacji w otoczeniu zewnętrznym. Prognozujemy, że w 2015 r. wzrost gospodarczy powinien osiągnąć 3,6%, przy słabszej pierwszej i mocniejszej drugiej połowie roku (wzrost, odpowiednio, 3,0-3,5% i 4,0-4,5% r/r).
- Wzrost gospodarczy w 2015 r. będą wspierać niskie ceny ropy, inwestycje publiczne oraz niższe stopy procentowe, które łącznie mogą dodać +1,5pp do dynamiki PKB. W przeciwnym kierunku będą działać recesja w Rosji oraz aprecjacja CHF, które łącznie mogą odjąć -0,8pp od dynamiki PKB w tym roku (wykres). Efekt netto: +0,7pp.
- Inflacja prawdopodobnie obniży się jeszcze w 1q 2015 (wskaźnik CPI może spaść w okolice -1,5% r/r w efekcie spadku cen paliw) i zacznie stopniowo rosnąć od 2q 2015, wracając w okolice 0% r/r w 3q 2015 by osiągnąć 1% r/r na koniec roku.
- Przedłużający się okres „deflacji” może skłonić RPP do dalszego poluzowania polityki pieniężnej, którego skalę powinno ograniczać silne tempo wzrostu PKB. Wydaje się, że w warunkach „deflacyjnej ekspansji” podzielona RPP nie powinna obniżyć stóp procentowych o więcej niż 25-50pb (stopa referencyjna do poziomu 1,50-1,75%).
- Do głębszych obniżek stóp mogłoby jednak dojść w sytuacji silnej aprecjacji PLN lub pogorszenia danych ze sfery realnej.
- Niższy od planu deficyt fiskalny za 2014 r., spadek kosztów obsługi długu (efekt niższych stóp) oraz wartość podpisanych/realizowanych inwestycji publicznych wspiera scenariusz istotnego impulsu fiskalnego ze strony inwestycji infrastrukturalnych, którego skalę w 2015 r. szacujemy na +0,5-1,0% PKB.
- Pomimo oczekiwanego przyspieszenia wzrostu PKB i silnego wzrostu popytu krajowego oczekujemy dalszej poprawy salda obrotów bieżących w 2015 r. (do -0,7% PKB vs. -1,4% PKB w 2014 r.) w głównej mierze dzięki spadkowi wartości importu paliw (efekt spadku cen ropy).
- W sektorze bankowym przewidujemy przyspieszenie tempa wzrostu kredytów (do ok. 9% r/r w 4q 2015; skor. o kurs walutowy) oraz nieznaczne wyhamowanie dynamiki depozytów (do ok. 6% r/r w 4q 2015). Silny wzrost kursu CHF/PLN „sztucznie” podwyższy dynamikę kredytów o ok. 3,0pp, tj. do ok. 12% r/r.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych analizy.makro@pkobp.pl

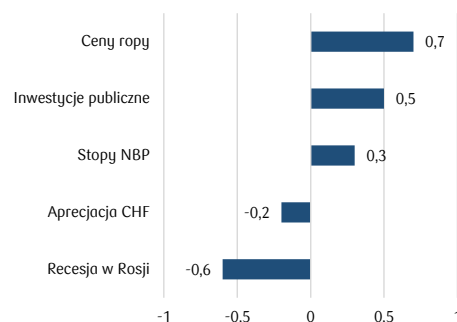
Piotr Bujak
Starszy Ekonomista,
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 81 34

Kamil Cisowski
Ekonomista (ceny, zagranica)
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

Czynniki „specjalne” wpływające na wzrost PKB w 2015 r. (% PKB)



Źródło: PKO Bank Polski.

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	2014	2015
Realny PKB (% r/r)	3,4	3,5	3,3	3,1	3,0	3,3	3,9	4,3	3,3	3,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	10,6	9,1	8,2	8,3	8,7	7,7	7,2	7,3	8,3	7,3
Inflacja CPI† (% r/r)	0,7	0,3	-0,3	-1,0	-1,4	-0,4	-0,1	0,9	-1,0	0,9
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	1,1	1,0	0,7	0,5	0,3	0,8	1,2	1,5	0,5	1,5
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-0,9	-0,6	-0,5	-0,7	-1,4	-0,7
Deficyt fiskalny (% PKB)††	-3,8	-3,5	-3,7	-3,1	-3,1	-3,3	-3,5	-3,4	-3,1	-3,4
Dług publiczny (% PKB)††	48,2	48,4	48,6	49,5	49,5	49,9	50,4	51,0	49,5	51,0
Stopa referencyjna NBP (%)	2,50	2,50	2,50	2,00	1,50-1,75	1,50-1,75	1,50-1,75	1,50-1,75	2,00	1,50-1,75

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



(1). Sfera realna

• Trendy bieżące

Realny PKB wzrósł w 2014 r. o 3,3% (vs. 1,7% w 2013 r.), przy dynamice PKB utrzymującej się powyżej 3% we wszystkich kwartałach, mimo pogorszenia sytuacji w otoczeniu zewnętrznym. Dane całoroczne implikują dynamikę PKB w 4q na poziomie ok. 3,1% r/r. Silne spadki cen ropy pozwoliły złagodzić osłabienie popytu zewnętrznego i – w szczególności widoczne w handlu z Rosją i Ukrainą – w drugiej połowie roku. Oszczędności konsumentów z tytułu niższych cen paliw wyniosły w 2014 r. ok. 5 mld zł (0,3% PKB). Znajduje to odzwierciedlenie w ożywieniu popytu krajowego, w szczególności konsumpcyjnego, który – obok poprawy na rynku pracy – jest stymulowany przez pogłębiającą się „deflację”, wynikającą ze spadków cen surowców. Wzrost inwestycji utrzymywał się przez cały rok w okolicach 9-10%, dzięki zarówno inwestycjom publicznym jak i prywatnym.

• Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że w 2015 r. wzrost gospodarczy powinien osiągnąć 3,6%, przy słabszej pierwszej i mocniejszej drugiej połowie roku (wzrost, odpowiednio, 3,0-3,5% i 4,0-4,5% r/r). Wzrost PKB w 2015 r. będą wspierać niskie ceny ropy, inwestycje publiczne oraz niższe stopy procentowe, które łącznie mogą dodać +1,5pp do wzrostu PKB. W przeciwnym kierunku będą działać recesja w Rosji oraz aprecjacja CHF, które łącznie mogą odjąć -0,8pp od dynamiki PKB w tym roku (por. tabela). Najsilniejszy pozytywny wpływ na wzrost PKB w 2015 r. będzie miał spadek cen ropy, który – uwalniając ok. 20mld PLN w bilansach sektora prywatnego – może dodać 0,7-1,1pp do dynamiki PKB, a także publiczne inwestycje infrastrukturalne, które mogą dodać kolejne 0,5-1,0pp do PKB (NB. wartość podpisanych umów na projekty drogowe przekroczyła 12 mld zł). Najsilniejszy negatywny wpływ na wzrost może mieć recesja w Rosji, która może odjąć od PKB ok. 0,6pp (przy założeniu skumulowanego spadku eksportu do Rosji w latach 2014-2015 w skali zbliżonej do spadku z lat 2008-2009, czyli o ok. 40-50%).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

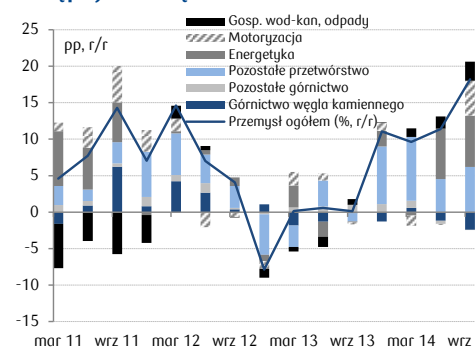
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) eskalacja konfliktu rosyjsko-ukraińskiego i skala spowolnienia w strefie euro, (2) kombinacja efektów mnożnikowych poluzowania fiskalnego oraz zachowanie zapasów (zakładamy neutralny wkład do wzrostu, jednakże historycznie w okresach ekspansji wynosił on +1pp), (3)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

Czynniki „specjalne” wpływające na wzrost PKB w 2015 r. (% PKB)

Czynnik	Wpływ na tempo wzrostu PKB w 2015 r. (pp)		
	Scenariusze:		
	pesymistyczny	bazowy	optymistyczny
Recesja w Rosji	-1,0	-0,6	-0,2
Infrastruktura	0,2	0,5	0,7
Ceny ropy	0,2	0,7	1,1
Stopy NBP	0,2	0,3	0,5
Aprecjacja CHF	-0,4	-0,2	-0,1
Łącznie	-0,8	0,7	2,0

Źródło: PKO Bank Polski.

Wzrost popytu inwestycyjnego następuje w większości branż*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

* Dane dla firm zatr. powyżej 49 osób.

Sfera realna

	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	2014	2015
Realny PKB (% r/r)	3,4	3,5	3,3	3,1	3,0	3,3	3,9	4,3	3,3	3,6
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,4	5,4	4,9	4,6	3,4	3,9	4,5	4,9	4,6	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,9	3,0	3,2	2,9	3,1	3,2	3,3	3,5	3,0	3,3
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,0	1,8	2,9	4,7	3,5	3,9	4,3	4,9	4,2	4,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	11,2	8,7	9,9	8,8	6,3	6,6	7,1	7,9	9,4	7,2
Publiczne [‡] (% r/r)	4,4	8,4	11,1	7,5	8,7	8,6	9,4	10,6	8,2	9,6
Prywatne [‡] (% r/r)	12,8	8,8	9,5	9,1	5,8	6,1	6,4	7,1	9,7	6,5
Zapasy (pkt. proc.)	0,0	1,4	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,1	-0,1	0,4	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	0,0	-1,9	-1,6	-1,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-1,3	-0,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,1	4,0	1,6	3,3	3,5	5,6	6,7	5,7	3,3	5,4
Stopa bezrobocia BAEL (%)	10,6	9,1	8,2	8,3	8,7	7,7	7,2	7,3	8,3	7,3
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	2,7	2,7	2,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,8	3,0

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

(2). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Inflacja CPI spadła na koniec 4q 2014 do $-1,0\%$ r/r (vs. $-0,3\%$ r/r we wrześniu) przy lekkim osłabieniu inflacji bazowej ($0,5\%$ r/r vs. $0,7\%$ r/r). Po $-0,3$ pp od inflacji CPI odjęły ceny żywności i napojów bezalkoholowych – których dynamika obniżyła się do $-3,2\%$ r/r (z $-1,9\%$ r/r we wrześniu) – oraz ceny paliw (spadek o $10,2\%$ r/r), które stały się głównym czynnikiem dezinflacyjnym i które prawdopodobnie spowodują dalsze pogłębienie się „deflacji” w 1q 2015. **Warto odnotować, że w ciągu ostatnich 2 lat spadek inflacji CPI w 88% wynikał ze spadku cen żywności, paliw i energii, a jedynie w 12% ze spadku inflacji bazowej (wykres).**

• Prognoza średnioterminowa

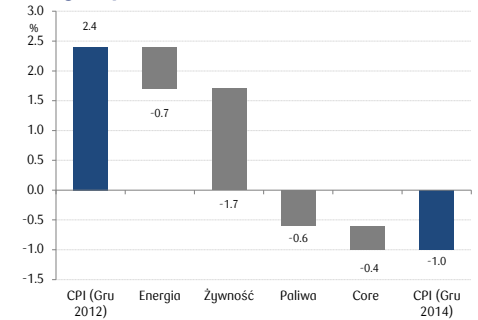
Inflacja prawdopodobnie obniży się jeszcze w 1q 2015, po czym zacznie stopniowo rosnąć od 2q 2015. Skala pogłębienia „deflacji” w najbliższych miesiącach, jak i tempo jej odbicia w kolejnych kwartałach będzie w głównej mierze uzależniona od trendów na rynkach surowców – w szczególności ropy, ale także surowców rolnych. W scenariuszu bazowym zakładamy, że wskaźnik CPI może spaść w okolice $-1,5\%$ r/r (niemal wyłącznie w efekcie spadku cen paliw), po czym zacznie rosnąć, zbliżając się do 0% r/r w 3q 2015 oraz do 1% na koniec roku (wygasanie efektów spadających cen ropy i żywności).

Stopniowo powinna zacząć rosnąć inflacja bazowa – efekt silnego rynku pracy, wzrostu konsumpcji (dodatkowo wzmacnianej przez wzrost dochodu rozporządzalnego o ok. 20mld zł ($1,1\%$ PKB) w efekcie spadku cen paliw) oraz proinflacyjnego wpływu efektów kursowych (trend EURUSD).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

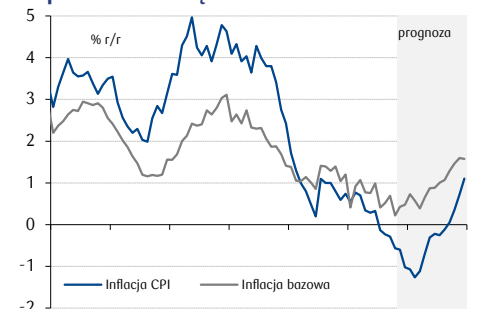
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: **(1) ceny ropy**, które przy obecnej zmienności mogą wydłużyć lub skrócić okres deflacji o kilka miesięcy, **(2) ceny żywności**, których normalizacja może nastąpić szybciej/wolniej od oczekiwań w zależności od zbiorów, **(3) kurs złotego** będący pod wpływem działających w przeciwne strony czynników takich jak: oczekiwane podwyżki stóp w USA, pogorszenie nastawienia do rynków wschodzących ze względu na spowolnienie gospodarki Chin, konflikt na Ukrainie, możliwe obniżki stóp NBP oraz ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro przez EBC.

Spadek inflacji CPI w ostatnich 2 latach to w 88% skutek spadku cen żywności, energii i paliw



Źródło: Reuters, PKO Bank Polski.

Podażowa „deflacja” pogłębi się w 1q 2015; począwszy od 2q 2015 inflacja – CPI i bazowa – powinna zacząć stopniowo rosnąć



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne

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

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

(3). Depozyty, kredyty

• Trendy bieżące

W 4q2014 nastąpiło przyspieszenie dynamiki depozytów i dynamiki kredytów (po korekcie o kurs walutowy). **Wzrost depozytów osiągnął 8,6% r/r** wobec 6,7% r/r w 3q2014, przy: (1) przyspieszeniu dynamiki depozytów osób prywatnych (odpowiednio: do 9,6% r/r vs. 7,7%) następującym pomimo zwiększonego napływu środków do funduszy inwestycyjnych gospodarstw domowych (ok. 4,1 mld zł w 4q wobec 2,3 mld zł w 3q), (2) znacznym wzroście depozytów instytucji rządowych szczebla centralnego (do 13,2% r/r vs. spadek o -6,9% r/r) i (3) lekkim wyhamowaniu dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 8,6% r/r vs. 9,0%). **Wzrost kredytów przyspieszył do 6,3% r/r** vs. 5,8% w 3q2014, przy: (1) znacznym wzroście kredytów dla niemonetarnych instytucji finansowych (do 28,7% r/r vs. 3,1% r/r), (2) wzroście kredytów dla samorządów (do 4,0% r/r vs. spadek o -3,1%), (3) stabilizacji dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw (do 5,7% r/r vs. 5,6%), (4) stabilnym wzroście kredytów konsumpcyjnych (4,6% r/r vs. 4,7% r/r) oraz (5) osłabieniu tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych (do 5,9% r/r vs. 6,7% r/r).

• Prognoza średnioterminowa

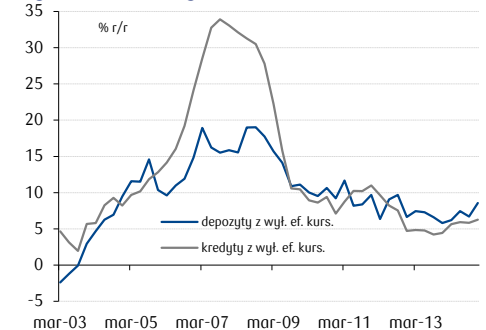
W 2015 r. przewidujemy przyspieszenie tempa wzrostu kredytów (do ok. 9% r/r w 4q 2015; skor. o kurs walutowy) oraz nieznaczne wyhamowanie dynamiki depozytów (do ok. 6% r/r w 4q 2015). Silny wzrost kursu CHF/PLN „sztucznie” podwyższy dynamikę kredytów o ok. 3,0pp, tj. do ok. 12% r/r.

Prognozujemy zwiększenie dynamiki kredytów do 8,6% r/r w 4q2015 (z 6,3% w 4q 2014), w rezultacie wyższego popytu na kredyt ze strony sektora prywatnego oraz obniżki stopy lombardowej. Po silnym wzroście w 2014 r. **dynamika depozytów najprawdopodobniej nieznacznie spowolni do 5,7% r/r w 4q2015** (vs. 8,6% w 4q2014), przy: (1) słabszym wzroście dynamiki depozytów niefinansowych podmiotów gospodarczych oraz (2) niewielkim osłabieniu dynamiki depozytów osób prywatnych (przy silniejszym zainteresowaniu alternatywnymi wobec depozytów formami oszczędzania w warunkach rekordowo niskich stóp procentowych).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

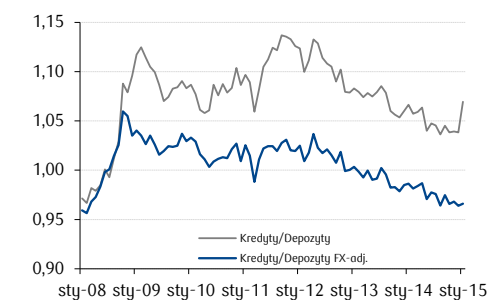
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) silniejszy/słabszy odpływ depozytów do alternatywnych form oszczędzania; (2) podaż kredytów w warunkach aprecjacji CHF i zmian regulacyjnych; (3) kurs walutowy: 10% deprecjacji kursu zwiększa wartość kredytów o ~3% i depozytów o ~1%.

Przyspieszenie dynamiki depozytów i dynamiki kredytów



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

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



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

* Ostatnia obserwacja – szacunek za styczeń 2015 (PKO).

Podaż pieniądza, kredyt

	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	2014	2015
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	980,4	996,2	1021,8	1059,2	1064,0	1077,4	1098,5	1153,7	1059,2	1153,7
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,2	5,2	7,9	8,2	8,5	8,2	7,5	8,9	8,2	8,9
Podaż pieniądza M3 realna (% r/r)	4,5	4,9	8,2	9,2	9,6	8,4	7,5	7,8	9,2	7,8
Kredyty ogółem (mld PLN)	961,7	979,2	996,4	1009,6	1059,8	1105,2	1121,3	1125,2	1009,6	1125,2
Kredyty ogółem (% r/r)	4,7	4,3	5,4	7,1	10,2	12,9	12,5	11,4	7,1	11,4
Kredyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	5,4	5,9	5,8	6,3	7,4	7,9	8,4	8,6	6,3	8,6
Kredyty ogółem (% PKB)	58,1	58,6	58,2	58,5	61,2	62,9	62,9	62,0	58,5	62,0
Depozyty ogółem (mld PLN)	908,1	934,8	953,3	972,3	967,1	1001,4	1021,5	1032,1	972,3	1032,1
Depozyty ogółem (% r/r)	6,2	7,5	6,9	9,3	6,5	7,1	7,2	6,1	9,3	6,1
Depozyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	6,3	7,5	6,7	8,6	6,1	5,6	6,1	5,7	8,6	5,7
Depozyty ogółem (% PKB)	54,9	55,9	55,7	56,3	55,8	57,0	57,3	56,9	56,3	56,9

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.



(4). Równowaga zewnętrzna

• Trendy bieżące

Saldo na rachunku obrotów bieżących pozostało w 4q 2014 relatywnie stabilne (-1,4% PKB vs. -1,3% w 3q 2014) przy utrzymującym się deficycie na rachunku dochodów pierwotnych (-3,3% PKB), nieznacznej nadwyżce wymiany towarowej (+0,2% PKB) oraz nadwyżce salda usług (+1,8% PKB). Nadwyżka na rachunku finansowym (z wyłączeniem zmian w aktywach rezerwowych) zmniejszyła się do +0,5% PKB (vs. +0,8% PKB w 3q) przy wzroście salda BIZ (do +1,5% PKB z +1,1% PKB w 3q).

• Prognoza średnioterminowa

Pomimo oczekiwanego przyspieszenia wzrostu PKB i silnego wzrostu popytu krajowego oczekujemy dalszej poprawy salda obrotów bieżących w 2015 r. (do -0,7% PKB na koniec roku vs. -1,4% PKB na koniec 2014 r.). W głównej mierze będzie to efektem silnego spadku cen ropy naftowej (o ok. 60% od szczytu w połowie 2014 r., z czego większość spadku nastąpiła w ciągu ostatnich 4 miesięcy). Niższe ceny ropy przełożą się na zmniejszenie nominalnej wartości importu paliw, skutkując poprawą bilansu handlowego.

Wpływ spadku cen ropy na wartość importu paliw szacujemy na 20-25 mld PLN (1,1-1,4% PKB; tabela), przy czym wpływ tego czynnika na bilans handlowy może być nieco niższy z uwagi na efekt wtórny w postaci zwiększonego popytu na inne towary (w tym importowane). Biorąc oba te czynniki pod uwagę szacujemy, że nadwyżka obrotów towarowych wzrośnie do +0,9% PKB na koniec 2015 r. (z +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.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

W średnioterminowej perspektywie głównymi ryzykami dla kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących pozostają: (1) sytuacja na Ukrainie, (2) zmiany kursu złotego (m.in. pod wpływem działań EBC i Fed) oraz (3) ceny ropy naftowej.

Wpływ spadku cen ropy na wartość zużycia oraz import paliw

Konsumpcja paliw:	tys. m3	Średnia cena (zł/l)	Łączne wydatki (mld zł)	Zmiana (mld zł)	Zmiana (%PKB)
2013	22561	4,95	112		
2014e	22508	4,74	107	-5	-0,3
2015f	22508	3,85	86,6	-20	-1,1

Źródło: POPIHN*

Zużycie ropy:	baryłki /dzień	Średnia cena (zł/b)	Łączne wydatki (mld zł)	Zmiana (mld zł)	Zmiana (%PKB)
2013	511,04	346,4	64,6		
2014e	511,04	310,8	58,0	-6,6	-0,4
2015f	511,04	173,2	32,3	-25,7	-1,4

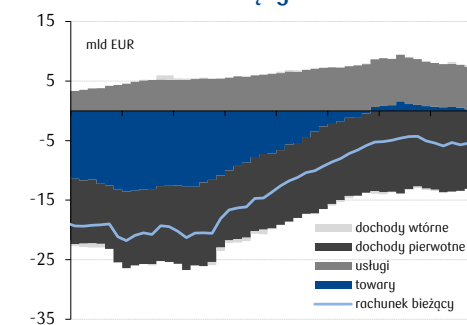
Źródło: EIA.gov[^]

Zużycie ropy:	młn t	Średnia cena (zł/t)	Łączne wydatki (mld zł)	Zmiana (mld zł)	Zmiana (%PKB)
2013	24	2474,3	59,4		
2014e	24	2220,3	53,3	-6,1	-0,4
2015f	24	1237,5	29,7	-23,6	-1,3

Źródło: BP Statistical Review of World Energy June 2014[#]

Źródło: POPIHN, EIA, BP, Datastream, PKO Bank Polski. * dla średniej ważonej cen detal. benzyny, diesla i LPG; [^]w oparciu o dzienne zużycie ropy bieżące notowania Brent oraz kurs USDPLN; [#] w oparciu o szacunki BP rocznego zużycia ropy, bieżącą cenę Brent i kurs USDPLN.

Bilans obrotów bieżących



sty-11 lip-11 sty-12 lip-12 sty-13 lip-13 sty-14 lip-14

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Równowaga zewnętrzna

	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	2014	2015
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-0,9	-0,6	-0,5	-0,7	-1,4	-0,7
Bilans handlowy (% PKB)	0,4	0,2	0,2	0,2	0,6	0,8	0,9	0,9	0,2	0,9
Eksport (% r/r)	8,4	7,0	3,9	5,3	4,9	4,2	5,6	5,8	6,2	5,1
Import (% r/r)	5,6	9,4	3,9	5,9	0,4	2,4	3,8	6,5	6,5	3,3
Saldo usług (% PKB)	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,5	-3,2	-3,3	-3,3	-3,2	-3,3	-3,2	-3,2	-3,3	-3,2
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,4	2,5	2,4	2,2	2,1	1,9	2,0	2,3	2,2	2,3
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	0,4	-0,1	0,8	0,5	1,2	2,1	2,4	2,1	0,5	2,1
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	1,2	0,7	1,1	1,5	1,3	1,6	1,6	1,9	1,5	1,9
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	0,1	0,1	0,5	0,4	0,7	0,9	0,8	0,6	0,4	0,6
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	1,3	2,3	0,1	0,6	-1,2	-2,9	-3,5	-3,6	0,6	-3,6
Zmiana rezerw (% PKB)*	1,1	1,6	0,4	1,0	-0,2	-1,3	-1,8	-1,6	1,0	-1,6
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-2,8	-2,7	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1	-2,2	-2,1
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	69,0	70,1	71,3	71,3	71,3	71,2	71,1	71,0	71,3	71,0
Sektor publiczny (% PKB)	29,1	29,3	29,9	29,9	29,9	29,8	29,7	29,8	29,9	29,8
Sektor prywatny (% PKB)	39,9	40,8	41,4	41,4	41,4	41,5	41,3	41,2	41,4	41,2

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

(5). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Po obniżce stóp procentowych w październiku 2014 r. (stopy referencyjnej o 50pb i lombardowej o 100bp) od 3 miesięcy RPP utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie, mimo spadku inflacji (do -1,0% r/r w grudniu z -0,3% r/r we wrześniu). Głównym argumentem przeciw obniżkom jest relatywnie wysoka dynamika PKB. Argumentem za obniżkami jest niższa od oczekiwań ścieżka inflacji CPI (choć głównie wynika ona z czynników podażowych – w szczególności ze spadku cen ropy naftowej) oraz działania EBC mogące skutkować presją na aprecjację PLN.

• Prognoza średnioterminowa

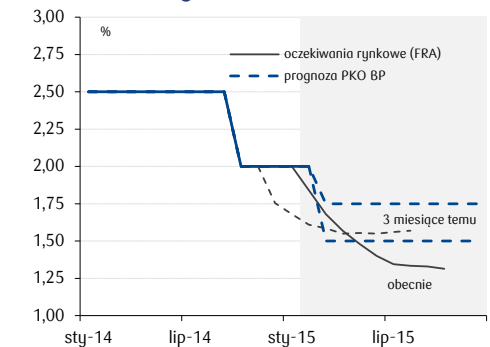
Przedłużający się okres „deflacji” może skłonić RPP do dalszego poluzowania polityki pieniężnej, którego skalę powinno ograniczać silne tempo wzrostu PKB. Wydaje się, że w warunkach „deflacyjnej ekspansji” podzielona RPP nie powinna obniżyć stóp procentowych o więcej niż 25-50pb. Argumenty przeciwko głębszym obniżkom: (1) „deflacja” dość wyraźnie wspiera konsumpcję i wzrost PKB, (2) deflacja jest „importowana” i jest wywołana w głównej mierze przez czynniki poza kontrolą władz monetarnych (NB. 88% spadku inflacji w ciągu ostatnich 2 lat wynika ze spadku cen żywności, energii i paliw), (3) mechanizm transmisji polityki pieniężnej działa teraz szybciej i silniej (po zmniejszeniu różnicy między maksymalnym oprocentowaniem kredytów wynikającym z poziomu stopy lombardowej a średnim poziomem oprocentowania kredytów konsumpcyjnych).

W scenariuszu bazowym zakładamy, że stopa referencyjna NBP spadnie w ciągu najbliższych 3 miesięcy do 1,50-1,75% i pozostanie na tym poziomie do końca roku. W połowie roku „okienko” na obniżki stóp procentowych zacznie się zamykać z uwagi na stopniowe odwrócenie trendu inflacji oraz potwierdzenie silnego trendu dynamiki PKB. Do głębszych obniżek stóp mogłoby jednak dojść w sytuacji silnej aprecjacji PLN lub pogorszenia danych ze sfery realnej.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

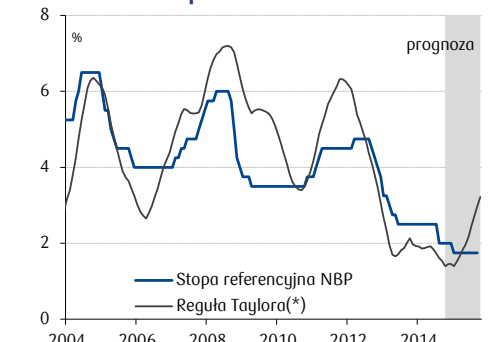
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych to: (1) zachowanie cen surowców w ciągu najbliższych miesięcy – mimo ich niemonetarnej charakteru w przypadku dalszych silnych spadków RPP może się zdecydować na zwiększenie skali dostosowania; (2) utrzymywanie się podwyższonej zmienności złotego (argument za ostrożnością), (3) skala ożywienia w strefie euro, (4) ryzyka w regionie (konflikt na Ukrainie, skala recesji w Rosji).

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



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Reguła Taylora* sugeruje, że w połowie roku powinna zamknąć się przestrzeń do obniżek stóp NBP



* $i_t = r^* + \alpha_1(CORE_t - TGT_t) + \alpha_2(PKB_t - PKB_TREND_t)$
^ time-varying NRIR.

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Polityka pieniężna

	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	2014	2015
Stopa referencyjna (%)	2,50	2,50	2,50	2,00	1,50-1,75	1,50-1,75	1,50-1,75	1,50-1,75	2,00	1,50-1,75
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,80	2,17	2,78	3,02	2,9-3,2	1,9-2,2	1,6-1,9	0,6-0,9	3,02	0,6-0,9
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,37	1,45	1,81	1,52	1,2-1,5	0,7-1,0	0,3-0,6	0,0-0,3	1,52	0,0-0,3
Stopa lombardowa (%)	4,00	4,00	4,00	3,00	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75	3,00	3,50-3,75
Stopa depozytowa (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	2,50-2,75	2,50-2,75	2,50-2,75	2,50-2,75	1,00	2,50-2,75
Stopa redysk. weksli(%)	2,75	2,75	2,75	2,25	1,75-2,00	1,75-2,00	1,75-2,00	1,75-2,00	2,25	1,75-2,00
Stopa rezerwy obowiązkowej (%)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
REER defl. CPI (% r/r)	2,4	1,2	-0,3	0,8	3,8	3,7	3,8	3,0	1,0	3,6
Nominalny PKB (% r/r)	4,8	4,4	3,4	3,1	2,0	3,9	4,6	5,4	3,9	4,0

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(6). Polityka fiskalna

• Trendy bieżące

Sytuacja fiskalna wyraźnie się poprawiła się w 2014 r.; deficyt sektora finansów publicznych (ESA2010) spadł do ok. -3,1% PKB (z -4,0% w 2013 r.), zaś deficyt budżetu państwa prawdopodobnie ukształtował się na poziomie o 1% PKB niższym od planowanego (1,7% PKB w 2014 r. vs. 2,5% PKB w 2013 r.). Na poprawę tę złożyły się: (1) dobra realizacja dochodów podatkowych w efekcie silniejszego od oczekiwań wzrostu popytu krajowego, oraz (2) kontynuacja spadku rentowności obligacji (rentowność obligacji 5-letniej spadła w ciągu ostatnich 12 miesięcy o ponad 200pb, do poziomu 1,70%), wpływająca na istotne ograniczenie kosztów obsługi zadłużenia (płatności odsetkowe spadły w ciągu roku o ok. 0,5% PKB).

• Prognoza średnioterminowa

Niższy od planu deficyt fiskalny za 2014 r., spadek kosztów obsługi długu (efekt niższych stóp) oraz wartość podpisanych/realizowanych inwestycji publicznych wspiera scenariusz istotnego impulsu fiskalnego ze strony inwestycji infrastrukturalnych.

Szacujemy, że inwestycje infrastrukturalne (wydatki publiczne oraz quasi-publiczne na drogi i koleje) przełożą się na impuls fiskalny o wartości 0,5-1,0% PKB w 2015 r. NB. Obecna wartość otwartych przetargów drogowych wynosi ok. 58 mld zł (ok. 3,2% PKB), zaś wartość podpisanych umów przekroczyła 13 mld zł (0,8% PKB).

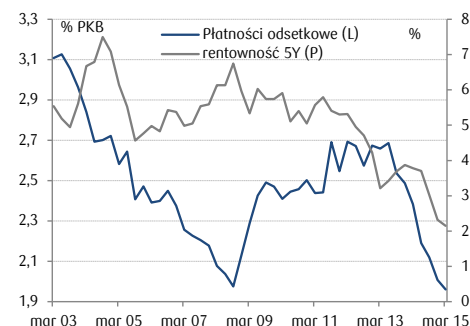
Dodatkowo, skalę stymulacji fiskalnej w 2015 r. prawdopodobnie zwiększy wzrost wydatków bieżących; m.in. ogłoszona już zmiana zasad waloryzacji emerytur i rent oraz potencjalne odmrożenie funduszu płac w części sfery budżetowej, które mogą dodać do PKB kolejne 0,3-0,4pp.

W rezultacie wzrostu wydatków, według naszych prognoz, deficyt sektora publicznego (ESA2010) powinien ulec nieznacznemu pogłębieniu – do -3,4% PKB (z -3,1% PKB oczekiwanego w 2014 r.). Skalę wzrostu deficytu będzie ograniczać cykliczna poprawa dochodów (wynikająca z ożywienia gospodarczego opartego o popyt krajowy) oraz dalszy spadek kosztów obsługi długu publicznego będący rezultatem kontynuacji spadkowego trendu rentowności obligacji.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

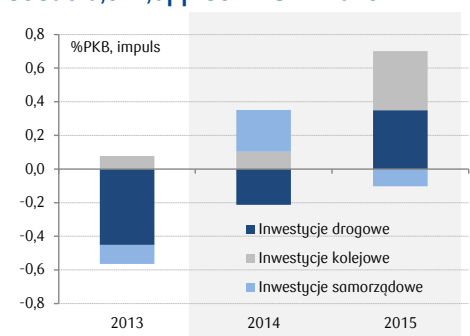
Główne czynniki ryzyka to: (1) skala i tempo stymulacji fiskalnej, (2) tempo wzrostu popytu krajowego i dynamika inflacji, oraz (3) uwarunkowania polityczne.

Płatności odsetkowe vs. rentowność 5-letniej obligacji



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

Inwestycje infrastrukturalne mogą dodać 0,5-1,0pp do PKB w 2015 r.



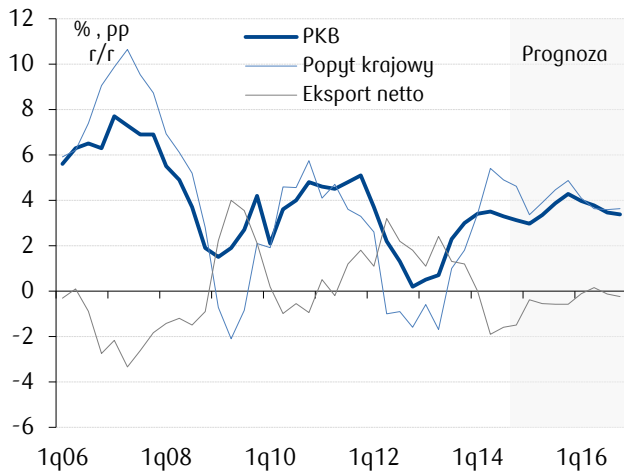
Źródło: GDDKiA, PKP PLK, MF, PKO Bank Polski.

Polityka fiskalna†

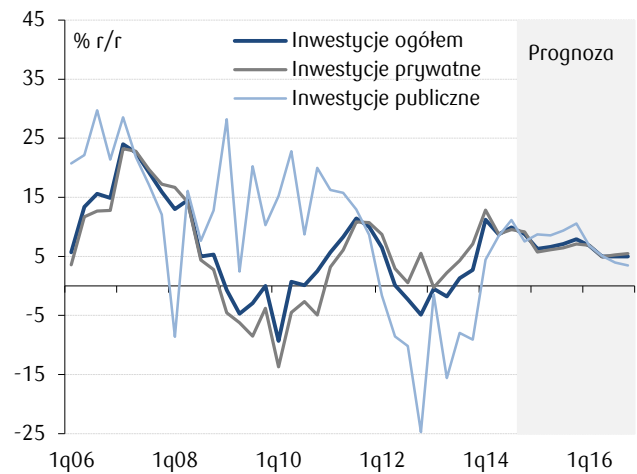
	1q14	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	2014	2015
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,8	-3,5	-3,7	-3,1	-3,1	-3,3	-3,5	-3,4	-3,1	-3,4
Dochody* (% PKB, ESA2010)	38,2	38,4	38,1	38,6	38,6	38,7	38,8	38,8	38,6	38,8
Wydatki (% PKB, ESA2010)	42,0	41,8	41,9	41,7	41,7	42,0	42,3	42,2	41,7	42,2
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,4	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	2,0	1,8
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,4	-1,3	-1,6	-1,1	-1,1	-1,4	-1,6	-1,6	-1,1	-1,6
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB, ESA2010)	-1,1	-1,0	-1,3	-0,9	-0,8	-1,2	-1,5	-1,6	-0,9	-1,6
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	48,2	48,4	48,6	49,5	49,5	49,9	50,4	51,0	49,5	51,0
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-1,7	x	x	x	-2,5	-1,7	-2,5
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,1	x	x	x	-2,5	-2,1	-2,5
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	46,8	x	x	x	46,7	46,8	46,7
Deficyt fiskalny (met.kraj. vs. ESA, % PKB)	x	x	x	1,0	x	x	x	0,9	1,0	0,9

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

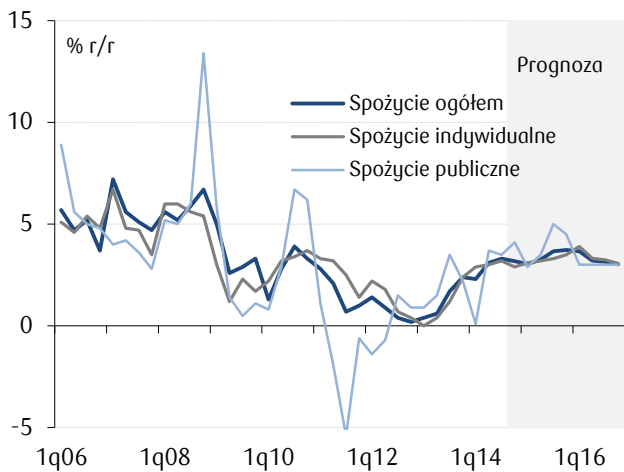
Realny PKB



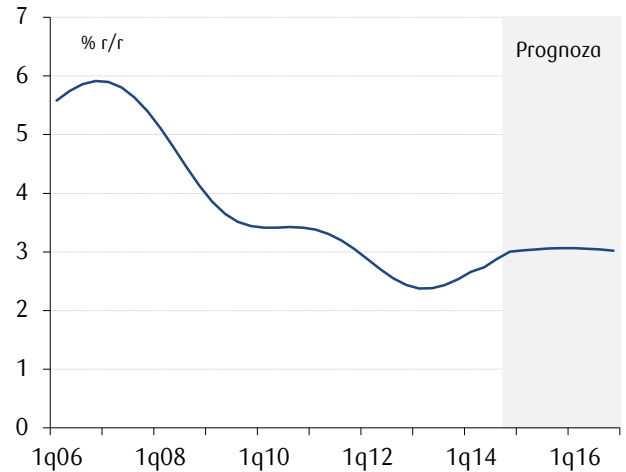
Popyt inwestycyjny



Popyt konsumpcyjny



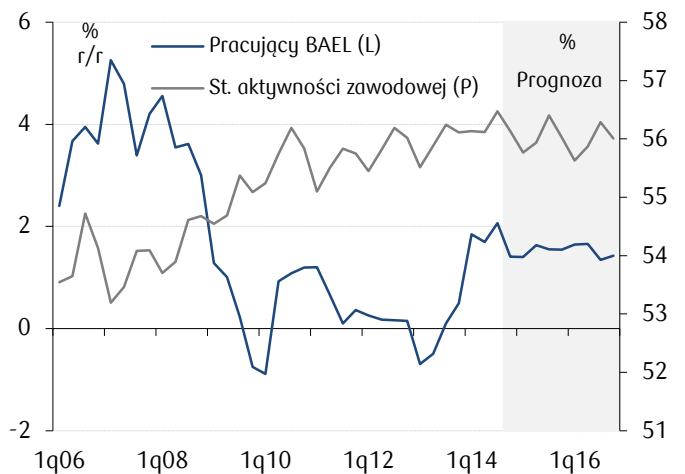
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

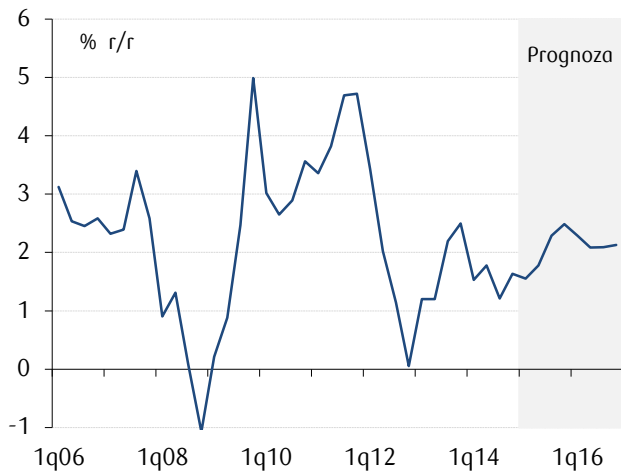


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

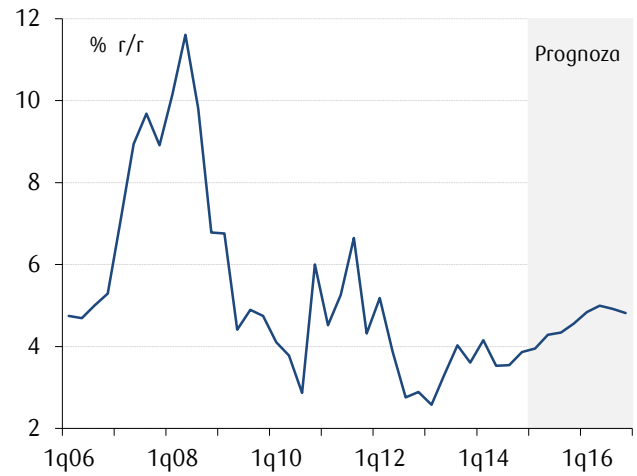


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

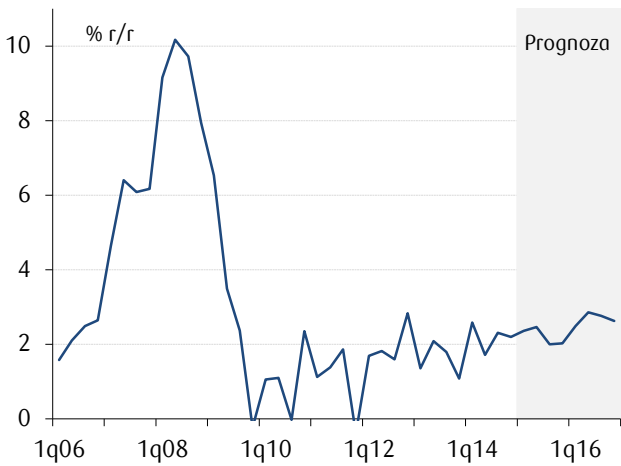
Wydajność pracy*



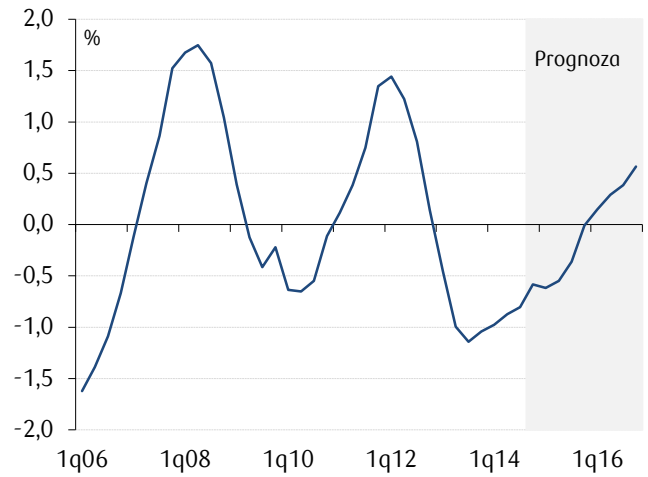
Płace w gospodarce narodowej



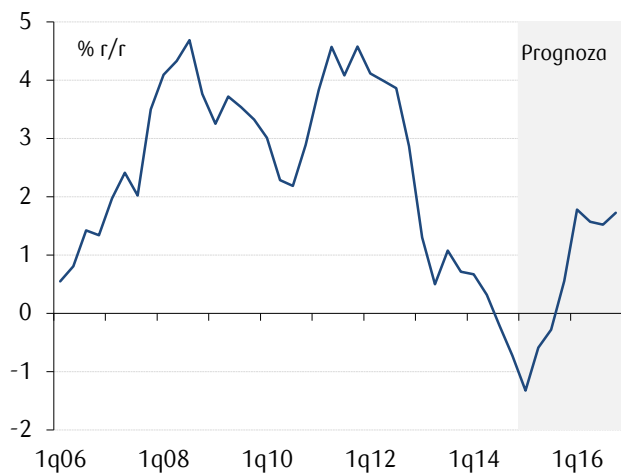
Jednostkowe koszty pracy*



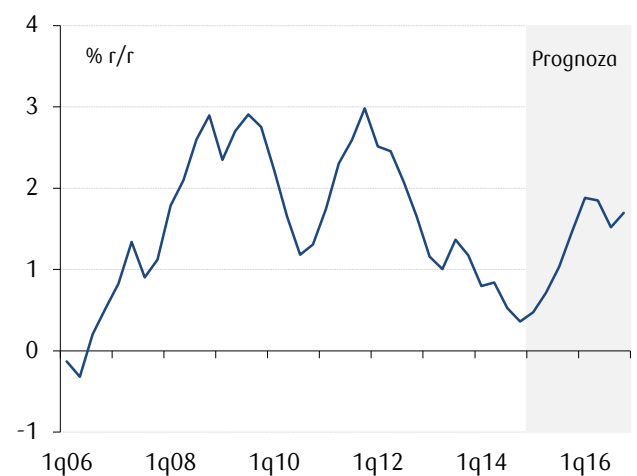
Luka popytowa



Prognozowana ścieżka inflacji CPI

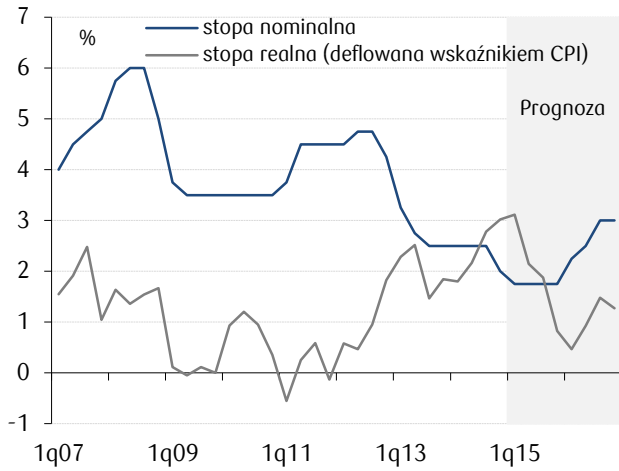


Prognozowana ścieżka inflacji bazowej

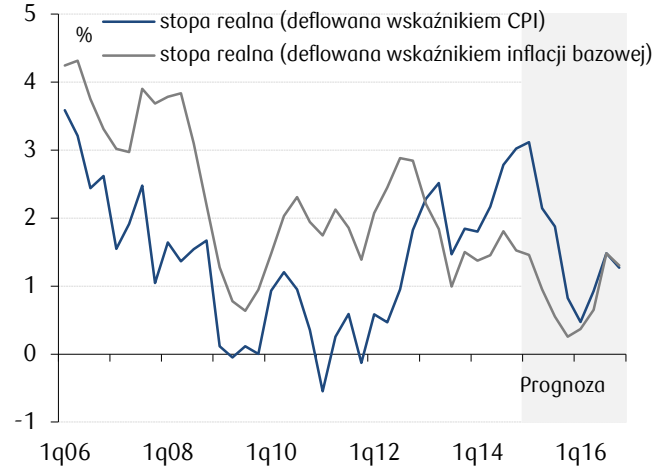


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

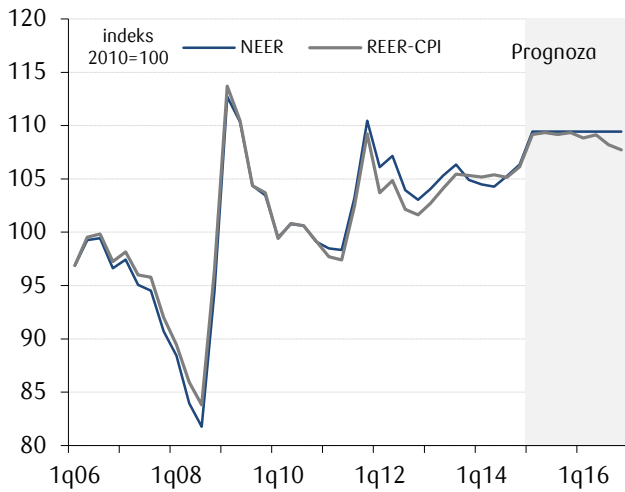
Stopy nominalne vs. realne



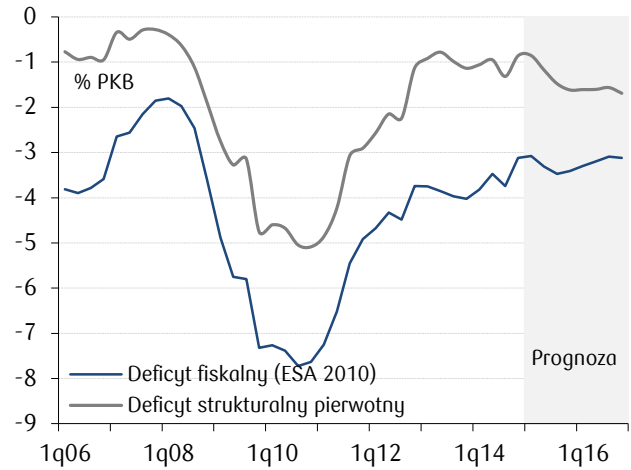
Stopy realne



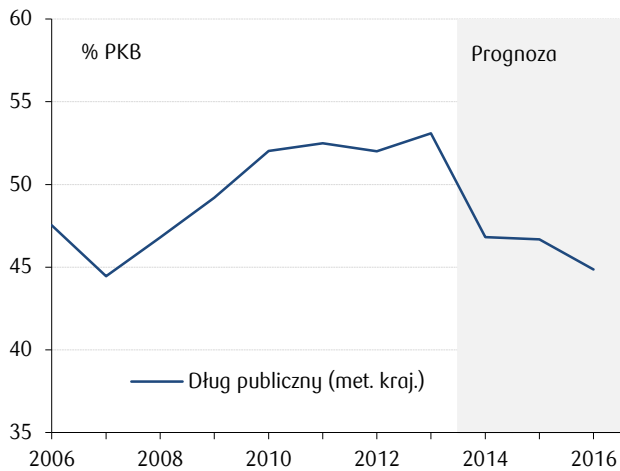
Założenia dotyczące NEER i REER



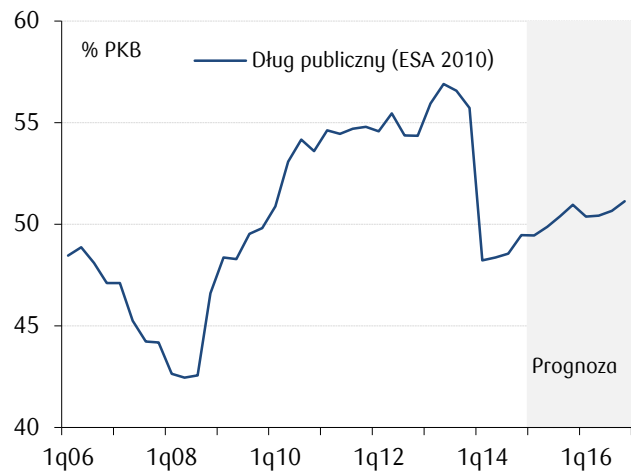
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)



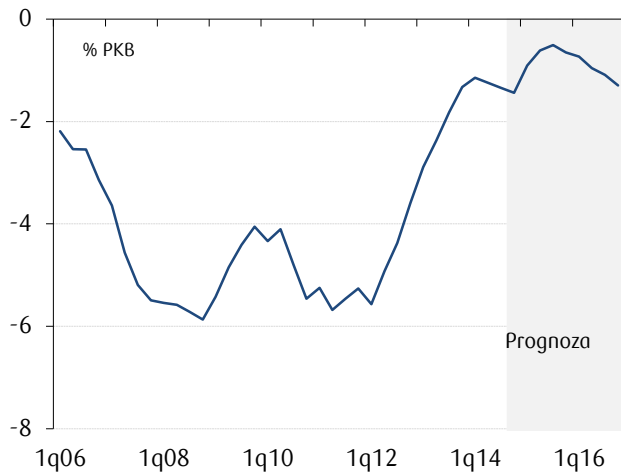
Dług publiczny (ESA 2010)



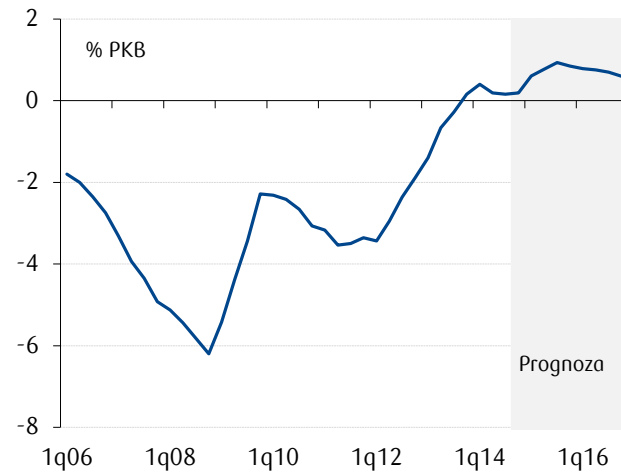
Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, PKO Bank Polski.



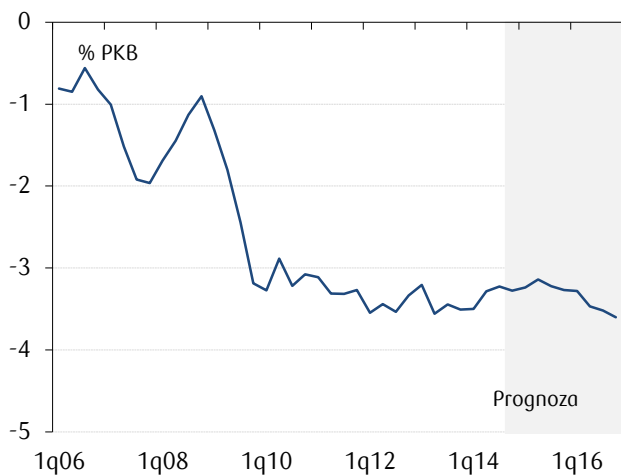
Saldo rachunku obrotów bieżących



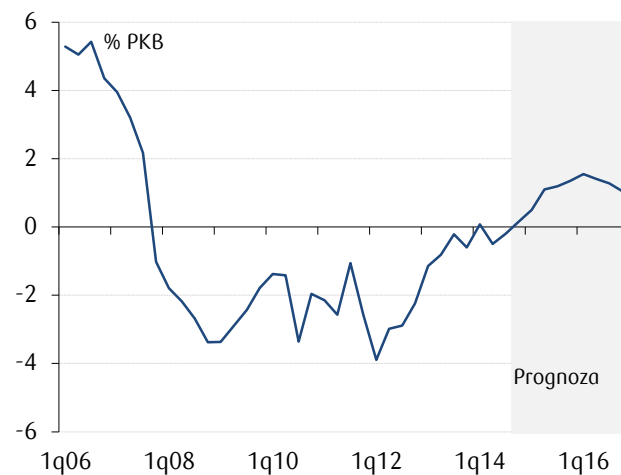
Saldo handlu zagranicznego



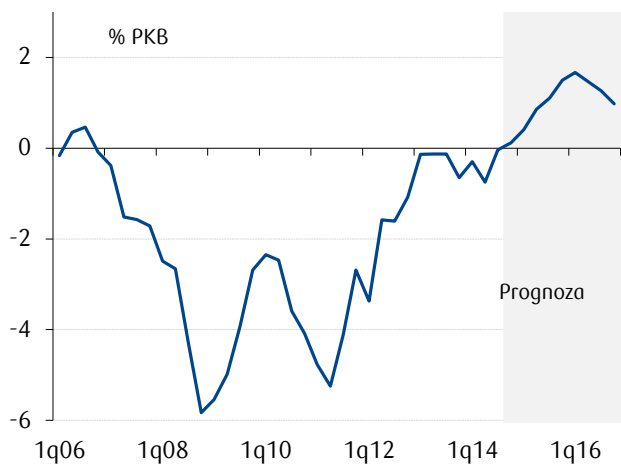
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



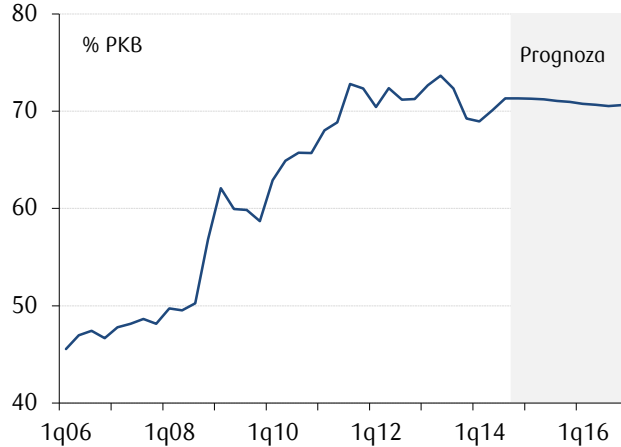
Saldo CAB i FDI[^]



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR^x



Zadłużenie zagraniczne



Źródło: NBP, PKO Bank Polski, ^xCAB - 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)	7,2	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,6	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	9,5	5,0	-0,3	4,2	3,8	-0,4	0,2	4,6	4,2	3,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,4	6,1	3,3	2,5	3,0	1,0	1,1	3,0	3,3	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	19,2	8,4	-1,9	-0,4	9,3	-1,5	0,9	9,4	7,2	5,3
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	10,3	9,6	2,9	2,5	4,9	1,3	1,2	4,2	4,2	3,7
Zapasy (pkt. proc.)	1,4	-1,1	-2,6	2,1	0,8	-0,6	-0,9	0,4	0,0	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-2,3	-1,1	2,9	-0,5	1,0	2,2	1,5	-1,3	-0,5	-0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	5,7	4,6	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,0	3,0
Nominalny PKB (mld PLN)	1187	1277	1362	1437	1554	1616	1662	1727	1796	1907
Rynek Pracy										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,3	7,3	7,1
Pracujący BAEL (% r/r)	4,2	3,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	0,5	1,4	1,5	1,4
Płace nominalne (% r/r)	7,9	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,6	3,8	4,3	4,9
St. akt. zawodowej (%)	54,1	54,7	55,1	55,8	55,7	56,0	56,1	56,1	56,0	56,0
ULC (% r/r)	5,8	9,2	3,0	1,1	1,0	2,0	1,6	2,2	2,2	2,7
Wydajność pracy (% r/r)	2,7	0,3	2,1	3,0	4,1	1,7	1,8	1,6	2,1	2,1
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
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,4	1,6
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,3	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,5	0,1
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,6	1,3	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,1	-0,5	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,6	1,4	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,5	1,0
Inflacja bazowa (% r/r)	1,0	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,7	0,9	1,7
Deflator PKB (% r/r)	4,3	2,4	4,9	1,6	3,4	2,0	1,2	0,7	0,3	2,4
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	561,6	666,2	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,2	1153,7	1252,7
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	13,4	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	8,9	8,6
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	9,4	15,3	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	7,8	6,8
Kredyty ogółem (mld PLN)	473,4	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1009,6	1125,2	1216,8
Kredyty ogółem (% r/r)	29,9	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	7,1	11,4	8,1
Depozyty ogółem (mld PLN)	494,2	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1032,1	1100,3
Depozyty ogółem (% r/r)	14,1	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	6,1	6,6
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-5,5	-5,9	-4,1	-5,5	-5,3	-3,6	-1,3	-1,4	-0,7	-1,3
Bilans handlowy (%PKB)	-4,9	-6,2	-2,3	-3,1	-3,4	-1,9	0,2	0,2	0,9	0,6
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	4,5	2,5	2,3	3,3	2,7	1,4	0,7	1,5	1,9	2,2
Polityka fiskalna										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-1,9	-3,6	-7,3	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,1	-3,4	-3,1
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,3	-1,5	-4,8	-5,1	-2,4	-1,1	-1,5	-1,1	-1,6	-1,5
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB)	-0,3	-1,9	-4,8	-5,1	-2,9	-1,1	-1,1	-0,9	-1,6	-1,7
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	44,2	46,6	49,8	53,6	54,8	54,4	55,7	49,5	51,0	51,1
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50-1,75	3,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	2,52	0,78	0,04	0,91	0,23	0,54	1,60	1,99	1,9-2,2	1,4
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	3,95	2,65	0,82	1,91	2,09	2,07	1,35	1,31	0,6-0,9	1,3
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	1,0	3,6	-0,7

Źródła: 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.