

„Boom-deflacja”

Prognozy średnioterminowe:

- Perspektywy dla wzrostu gospodarczego poprawiają się. Szacujemy, że dynamika PKB w 1q2015 wyniosła 3,5% r/r (vs. 3,3% r/r w 4q2014). 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.
- Prognozujemy, że w całym 2015 r. wzrost PKB wyniesie 3,8% (rewizja w górę z 3,6%), przy słabszej pierwszej i mocniejszej drugiej połowie roku.
- „Czynniki specjalne” wspierające wzrost PKB w 2015 r. to niskie ceny ropy, inwestycje publiczne oraz niższe stopy procentowe, które łącznie mogą dodać +1,5pp do dynamiki PKB. W przeciwnym kierunku będzie działać recesja w Rosji, która może odjąć -0,6pp od dynamiki PKB. Mniej groźna niż przed kwartałem wydaje się aprecjacja CHF. Jej skala została skorygowana, a negatywny wpływ został złagodzony pozytywnym skutkiem spadku stóp SNB.
- Deflacja osiągnęła „dno” w 1q2015, a spadek cen stopniowo będzie wytracał tempo. Efekt niskiej bazy przy umiarkowanym odbiciu cen surowców oraz mocny wzrost popytu krajowego przełożą się na powrót inflacji CPI powyżej zera w 4q2015, a na koniec roku inflacja CPI wyniesie 0,5% r/r.
- RPP mocnym akcentem (obniżka stóp o 50pb w marcu) zakończyła cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Jego wznowienie jest mało prawdopodobne. Musiałby nastąpić spadek dynamiki PKB do ~2,5% i/lub wydłużenie deflacji do pierwszej połowy 2016 r.
- Niższy od planu deficyt fiskalny za 2014 r. – co może umożliwić zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu – stwarza przestrzeń do złagodzenia polityki fiskalnej (np. „odmrożenie” płac w sferze budżetowej). Wartość podpisanych/realizowanych projektów drogowych wspiera scenariusz mocnego impulsu fiskalnego ze strony inwestycji infrastrukturalnych, którego skalę w 2015 r. szacujemy na +0,5-1,0% PKB.
- Spadek wartości importu paliw (efekt spadku cen ropy) przeważą nad efektem ożywienia popytu krajowego i przełożą się na wyraźną poprawę salda obrotów bieżących w 2015 r. (do -0,5% PKB vs. -1,4% PKB w 2014 r.).
- Przewidujemy, że ożywienie gospodarcze i ultraniskie stopy procentowe zaowocują wyraźnym przyspieszeniem rocznego wzrostu kredytów (do 8,3% w 4q2015 z 5,6% w 1q). Jednocześnie niskie stopy procentowe obniżą dynamikę depozytów (do 6,4% r/r w 4q2015 vs. 7,9% w 1q).

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych analizy.makro@pkobp.pl

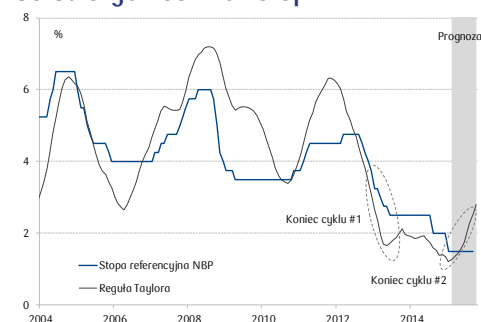
Piotr Bujak
Starszy Ekonomista,
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 81 34

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

Reguła Taylora sugeruje brak przestrzeni do dalszych obniżek stóp



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

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2014	2015
Realny PKB (% r/r)	3,6	3,3	3,3	3,5	3,6	4,2	4,0	3,9	3,4	3,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	9,1	8,2	8,1	8,9	7,8	7,3	7,5	8,2	8,1	7,5
Inflacja CPI† (% r/r)	0,3	-0,3	-1,0	-1,5	-0,6	-0,2	0,5	1,5	-1,0	0,5
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	1,0	0,7	0,5	0,2	0,8	1,2	1,4	1,9	0,5	1,4
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-1,3	-1,4	-1,0	-0,6	-0,5	-0,5	-0,8	-1,4	-0,5
Deficyt fiskalny (% PKB)††	-3,4	-3,4	-3,2	-3,1	-3,3	-3,3	-3,4	-3,3	-3,2	-3,4
Dług publiczny (% PKB)††	48,7	49,0	50,1	50,5	51,0	51,4	51,4	51,6	50,1	51,4
Stopa referencyjna NBP (%)	2,50	2,50	2,00	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 wskazują, że dynamika PKB w 1q2015 wyniosła 3,5% r/r (vs. 3,3% r/r w 4q2014). Silne spadki cen ropy łagodzą osłabienie popytu zewnętrznego ze Wschodu (spadek eksportu - w USD - do Rosji w okresie styczeń-luty o 39,7% r/r vs. spadek importu z Rosji o 51,3% r/r). **Wysoka dynamika eksportu ogółem w okresie styczeń-luty pokazuje, że popyt na polskie towary rośnie zarówno w strefie euro, jak i poza nią, m.in. dzięki rosnącej konkurencyjności cenowej polskich produktów (w krajach, z którymi umowy eksportowe są zawierane w USD - 23% kontraktów ogółem). Jest to efekt silnego osłabienia PLN względem USD, które powoduje, że mimo spadku EURPLN, efektywny kurs walutowy osłabił się w 1q 2015 w ujęciu nominalnym o 3,7% r/r, a w ujęciu realnym o 5,3% r/r.** Obniżka stóp procentowych NBP w marcu spowodowała obniżenie prognozy maksymalnego oprocentowania kredytów (powiązanego ze stopą lombardową) o kolejne 2pp i uwolnienie dodatkowych środków w bilansach gospodarstw domowych (łącznie od października 0,3% PKB). To, wraz z poprawą na rynku pracy (wzrost realnego funduszu płac w marcu o 7,6% r/r, najsilniej od 2008 r.) oraz deflacją, wynikającą ze spadku cen surowców, znajduje odzwierciedlenie w ożywieniu popytu konsumpcyjnego. W 1q utrzymał się znaczny wzrost popytu inwestycyjnego, na co wskazuje znaczny przyrost zatrudnienia i silny wzrost importu z wyłączeniem ropy.

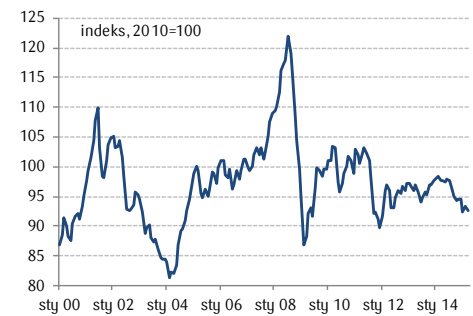
• Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że w 2015 r. wzrost PKB osiągnie 3,8% przy słabszej pierwszej i mocniejszej drugiej połowie roku. **Pozytywne czynniki (które łącznie mogą dodać +1,5pp do dynamiki PKB w tym roku) to niskie ceny ropy (uwalniając 20-25 mld PLN w bilansach sektora prywatnego dodają +0,7pp do dynamiki PKB), inwestycje publiczne (+0,5pp; NB wartość podpisanych umów na projekty drogowe przekroczyła 16 mld zł) oraz niższe stopy procentowe (+0,3pp). W przeciwnym kierunku będą działać recesja w Rosji (-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%) oraz aprecjacja CHF (której wpływ ze względu na spadkową korektę CHFPLN oraz pozytywny efekt spadek stóp procentowych w Szwajcarii jest coraz słabszy). Te negatywne czynniki łącznie mogą odjąć -0,8pp od dynamiki PKB w tym roku. Łączny efekt netto „specjalnych” czynników to +0,7pp.**

• Czynniki ryzyka dla prognozy

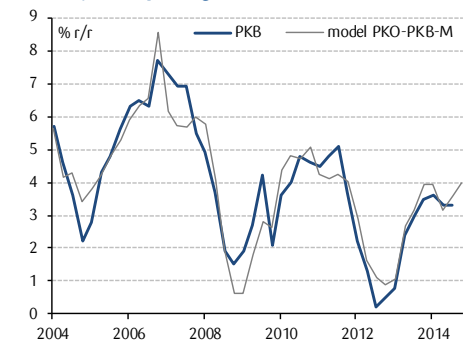
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) eskalacja konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, (2) kombinacja efektów mnożnikowych poluzowania fiskalnego i zachowania zapasów (zakładamy ich neutralny wkład do wzrostu, ale historycznie w okresach ekspansji wynosił on +1pp), (3) tempo absorpcji środków z UE.

Realny efektywny kurs walutowy*



Źródło: BIS, PKO Bank Polski. *wzrost oznacza aprecjację, ostatnia obserwacja: marzec 2015.

Miesięczne proxy PKB [PKO-PKB-M]



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

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

Czynnik	Wpływ na tempo wzrostu PKB w 2015 r. (pp)		
	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.

Sfera realna

	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2014	2015
Realny PKB (% r/r)	3,6	3,3	3,3	3,5	3,6	4,2	4,0	3,9	3,4	3,8
Popyt krajowy (pkt. proc.)	5,9	4,9	4,8	4,2	4,2	4,9	4,6	4,0	4,8	4,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,0	3,2	3,0	3,4	3,5	3,6	3,5	3,8	3,1	3,5
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,6	4,7	5,0	4,2	4,2	4,8	4,7	4,0	4,7	4,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,7	9,2	8,6	9,5	7,6	8,6	7,0	6,8	9,2	7,9
Publiczne [‡] (% r/r)	18,6	22,1	6,2	8,3	8,0	10,4	13,6	8,1	13,1	10,9
Prywatne [‡] (% r/r)	6,3	6,4	9,4	9,9	7,5	8,0	4,9	6,6	8,3	7,0
Zapasy (pkt. proc.)	1,4	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,4	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-2,3	-1,6	-1,5	-0,8	-0,6	-0,7	-0,6	-0,1	-1,4	-0,7
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4,0	1,6	3,2	5,1	6,1	7,3	6,5	3,2	3,4	6,3
Stopa bezrobocia BAEL (%)	9,1	8,2	8,1	8,9	7,8	7,3	7,5	8,2	8,1	7,5
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	2,8	3,1

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

(2). Procesy inflacyjne

Trendy bieżące

Inflacja CPI spadła na koniec 1q2015 do -1,5% r/r (vs. -1,0% r/r w grudniu) przy lekkim obniżeniu inflacji bazowej (0,2% r/r vs. 0,5% r/r). Ceny paliw odjęły 0,3pp od inflacji CPI w ciągu ostatniego kwartału, a ich dynamika obniżyła się do -14,8% r/r (z -10,2% r/r w grudniu), co oznacza, że był to główny czynnik de(zin)flacyjny. W marcu dynamika cen paliw odbiła jednak od „dna” w lutym (-17,6% r/r, najniżej stycznia 2009 r.) za sprawą wzrostu cen ropy na światowych rynkach przy nadal wysokim USDPLN. Spadek inflacji bazowej w marcu (w lutym była bez zmian względem grudnia) wynikał głównie z czynnika jednorazowego – obniżenia oprocentowania kredytów konsumpcyjnych (efekt obniżenia pułapu maksymalnego oprocentowania kredytów zależnego od wysokości stopy lombardowej NBP), które sprawiło, że ceny usług finansowych spadły o -7,3% m/m (-0,16pp do inflacji bazowej, -0,09pp do CPI).

Prognoza średnioterminowa

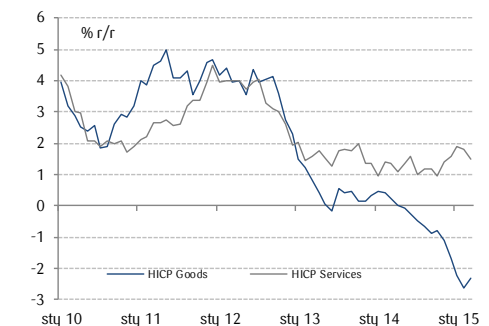
Oczekujemy, że w lutym inflacja CPI osiągnęła „dno”, a marcowy wzrost jest pierwszym z serii, która doprowadzi ją do -0,6% r/r w czerwcu i +0,5% r/r w grudniu. Skala wzrostu inflacji w nadchodzących miesiącach będzie w dużej mierze uzależniona od trendów na rynkach surowców – w szczególności ropy, ale także surowców rolnych. W scenariuszu bazowym zakładamy, że cena ropy pozostanie na poziomie 60-65 USD/b, a ceny żywności będą się powoli normalizować i ich dynamika zbliży się pod koniec roku do zera.

Przewidujemy stopniowy wzrost inflacji bazowej – w efekcie wzrostu konsumpcji utrzymującego się powyżej 3% r/r przez cały rok. Dynamika cen usług zaczęła wyraźnie przyspieszać (+1,7% r/r średnio w 1q2015 vs. +1,1% r/r średnio w drugiej połowie 2014 r.), a obecna skala wzrostu konsumpcji jest spójna z dalszym wzrostem dynamiki cen usług do 2,5-3% r/r w ciągu najbliższych 4 kwartałów.

Czynniki ryzyka dla prognozy

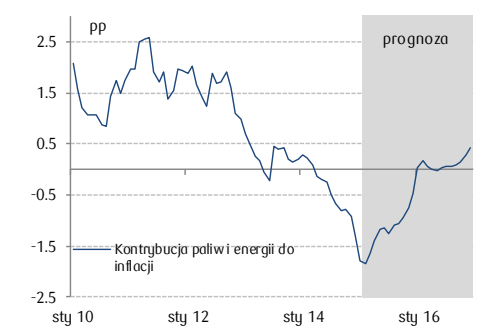
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: (1) ceny ropy, które przy obecnej zmienności mogą wydłużyć lub skrócić okres deflacji o kilka miesięcy, (2) ceny żywności, których normalizacja może nastąpić szybciej/wolniej od oczekiwań w zależności od zbiorów (obecne prognozy są neutralne dla cen, np. zbiory zbóż w regionie mają być ~5% niższe niż w ubiegłym sezonie), (3) kurs złotego będący pod wpływem łagodzenia ilościowego polityki pieniężnej w strefie euro przez EBC. W 2016 r. jednym z najważniejszych czynników ryzyka w dół dla ścieżki inflacji jest ewentualna decyzja o obniżce stawek VAT, która może istotnie obniżyć ścieżkę inflacji (o 0,3-0,5pp).

Ceny dóbr vs. ceny usług (HICP)



Źródło: Reuters, PKO Bank Polski.

Kontrybucja paliw i żywności do inflacji



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

Wpływ cen ropy i kursu na inflację CPI*

		Ropa Brent (\$/bbl)				
		40\$	50\$	60\$	70\$	80\$
NEER	10%	-1.6	-1.4	-1.2	-1.0	-0.8
	5%	-1.0	-0.8	-0.6	-0.4	-0.2
	0%	-0.4	-0.2	0.0	0.2	0.4
	-5%	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0
	-10%	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6

Źródło: PKO Bank Polski.

*NEER – nominalny efektywny kurs walutowy, wzrost oznacza aprecjację PLN.

Procesy inflacyjne

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

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

(3). Depozyty, kredyty

• Trendy bieżące

W 1q2015 nastąpiło wyhamowanie dynamiki depozytów i kredytów (po korekcie o kurs walutowy). Wzrost depozytów osiągnął 7,9% r/r wobec 8,6% r/r w 4q2014, przy: (1) wyhamowaniu dynamiki depozytów osób prywatnych (odpowiednio: do 9,2% r/r vs. 9,6%) następującym przy zwiększonym napływie środków do funduszy inwestycyjnych gospodarstw domowych (5,0 mld zł w 1q wobec 4,1 mld zł w 4q2014), (2) pogłębieniu spadku depozytów samorządów (do -5,6% r/r vs. -1,2% r/r) i (3) zwiększeniu dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 10,0% r/r vs. 8,6% r/r) dzięki prawdopodobnej poprawie sytuacji finansowej firm. Wzrost kredytów spowolnił do 5,6% r/r vs. 6,3% w 4q2014, przy: (1) stabilnym wzroście kredytów dla osób prywatnych (5,4% r/r vs. 5,4% r/r), (2) wolniejszym wzroście kredytów dla firm (5,1% r/r vs. 5,7% r/r), (3) wyhamowaniu dynamiki kredytów dla niemonetarnych instytucji finansowych (do 20,7% r/r vs. 28,7% r/r) i (4) zmniejszeniu dynamiki kredytów dla samorządów (3,8% r/r vs. 4,0% r/r).

• Prognoza średnioterminowa

W 2015 r. przewidujemy przyspieszenie tempa wzrostu kredytów (do 8,3% r/r w 4q 2015; skor. o kurs walutowy) oraz wyhamowanie dynamiki depozytów (do 6,4% r/r w 4q 2015).

Prognozujemy zwiększenie dynamiki kredytów do 8,3% r/r w 4q2015 (z 5,6% w 1q2015), w rezultacie wyższego popytu na kredyt ze strony sektora prywatnego (efekt ożywienia gospodarczego) oraz w następstwie obniżek stóp procentowych NBP. Dynamika depozytów najprawdopodobniej spowolni do 6,4% r/r w 4q2015 (vs. 7,9% w 1q2015), przy: (1) słabszym wzroście dynamiki depozytów niefinansowych podmiotów gospodarczych (wpływ niskich stóp procentowych i wzmoczonej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw) oraz (2) osłabieniu dynamiki depozytów osób prywatnych (zakładamy, że przy rekordowo niskich stopach procentowych nastąpi większe zainteresowanie alternatywnymi wobec depozytów formami oszczędzania, co przeważa nad efektem wzrostu dochodów).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

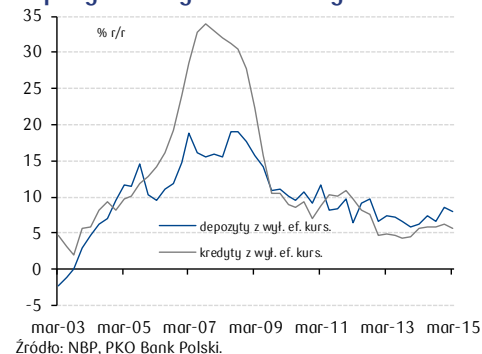
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) silniejszy/słabszy odpływ depozytów do alternatywnych form oszczędzania w warunkach rekordowo niskich stóp procentowych; (2) popyt i podaż kredytów w warunkach zmian regulacyjnych (w tym planowanych wobec kredytów w CHF); (3) kurs walutowy: 10% deprecjacji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

Podaż pieniądza, kredyt

	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2014	2015
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	996,2	1021,8	1059,2	1066,4	1084,6	1106,1	1153,5	1160,2	1059,2	1153,5
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,2	7,9	8,2	8,8	8,9	8,2	8,9	8,8	8,2	8,9
Podaż pieniądza M3 realna (% r/r)	4,9	8,2	9,2	10,2	9,6	8,6	8,4	7,3	9,2	8,4
Kredyty ogółem (mld PLN)	979,2	996,4	1009,6	1032,7	1059,0	1088,6	1102,4	1121,0	1009,6	1102,4
Kredyty ogółem (% r/r)	4,3	5,4	7,1	7,4	8,1	9,3	9,2	8,5	7,1	9,2
Kredyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	5,9	5,8	6,3	5,6	6,5	7,2	8,3	8,2	6,3	8,3
Kredyty ogółem (% PKB)	57,7	58,1	58,4	58,0	60,8	61,9	61,9	62,0	58,4	61,9
Depozyty ogółem (mld PLN)	934,8	953,3	972,3	989,1	996,7	1022,3	1034,5	1042,6	972,3	1034,5
Depozyty ogółem (% r/r)	7,5	6,9	9,3	8,9	6,6	7,2	6,4	5,4	9,3	6,4
Depozyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	7,5	6,7	8,6	7,9	6,6	6,8	6,4	6,5	8,6	6,4
Depozyty ogółem (% PKB)	55,0	55,6	56,2	55,5	57,2	58,1	58,1	57,7	56,2	58,1

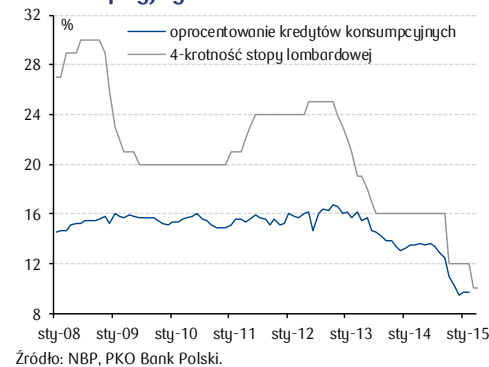
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Lekkie wyhamowanie dynamiki depozytów i dynamiki kredytów



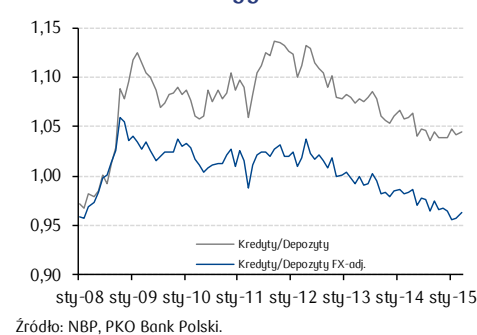
mar-03 mar-05 mar-07 mar-09 mar-11 mar-13 mar-15
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Limit oprocentowania kredytów konsumpcyjnych



sty-08 sty-09 sty-10 sty-11 sty-12 sty-13 sty-14 sty-15
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

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



sty-08 sty-09 sty-10 sty-11 sty-12 sty-13 sty-14 sty-15
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

(4). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Saldo na rachunku obrotów bieżących (CAB, 12 mies.) poprawiło się po lutym do -1,0% PKB (vs. -1,4% PKB w 4q) przy czym poprawa nastąpiła dzięki lepszym wynikom w handlu towarami: nadwyżka w obrotach towarowych wyniosła po lutym 0,2% PKB (vs. -0,2% PKB w 4q). Dobre wyniki handlu zagranicznego odzwierciedlają kombinację (1) mocnych wzrostów eksportu – m.in. efekt poprawy koniunktury w strefie euro oraz (2) spadek cen ropy przekładający się na niższą wartość importu. Silny wzrost importu z wył. ropy w lutym potwierdza siłę popytu krajowego. Saldo pozostałych składników CAB pozostało stabilne (-1,2% PKB vs. -1,3% PKB w 4q 2014) przy utrzymującym się deficycie dochodów (-3,2% PKB) oraz nadwyżce salda usług (+2,0% PKB). Nadwyżka na rachunku finansowym (z wyłączeniem zmian w aktywach rezerwowych) zmniejszyła się po lutym do +0,3% PKB (vs. +0,7% PKB w 4q) przy spadku salda BIZ (do +1,2% PKB z +1,5% PKB w 4q).

Prognoza średnioterminowa

Pomimo oczekiwanego przyspieszenia wzrostu PKB i silnego wzrostu popytu krajowego oczekujemy dalszej poprawy salda CAB w 2015 r. (do -0,5% PKB na koniec roku vs. -1,4% PKB na koniec 2014 r.) Intensywna poprawa salda obrotów handlowych trwająca nieprzerwanie od 2012 r.– mimo trwającego ożywienia popytu krajowego (od 3q2013) oraz wysokich cen ropy (do 2q2014) – sugeruje, że ma ona bardziej strukturalny charakter, a jej źródłami są (por. „Saldo obrotów bieżących poprawi się dzięki ropie”): (1) poprawa *terms-of-trade* (czyli relacji cen eksportu do cen importu) oraz (2) ekspansja eksporterów na „nowe rynki”. Przy relatywnie stabilnej dynamice eksportu do największych partnerów handlowych Polski, eksport na „nowe rynki” rośnie prawie trzykrotnie szybciej (np. łączny eksport do Arabii Saudyjskiej i ZEA rósł w latach 2013-2014 średniorocznie o 48,7%). Saldo CAB powinno dalej się poprawiać w 2015 r. dzięki spadkowi cen ropy – przy założeniu cen ropy i kursu USDPLN na obecnych poziomach (patrz tabela obok) – deficyt Polski w handlu surowcami energetycznymi zmniejszy się o ok. 20 mld zł (1,2% PKB).

Czynniki ryzyka dla prognozy

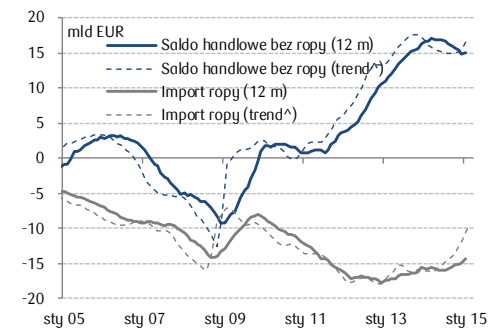
W średnioterminowej perspektywie głównymi ryzykami dla kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących pozostają: (1) konflikt na Wschodzie, (2) zmiany kursu złotego (m.in. pod wpływem działań EBC i Fed) oraz (3) ceny ropy naftowej.

Równowaga zewnętrzna

	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2014	2015
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-1,3	-1,4	-1,0	-0,6	-0,5	-0,5	-0,8	-1,4	-0,5
Bilans handlowy (% PKB)	0,2	0,1	-0,2	0,4	0,7	0,8	1,0	0,7	-0,2	1,0
Eksport (% r/r)	6,6	3,7	5,4	5,9	7,1	8,5	9,7	9,7	5,6	7,8
Import (% r/r)	10,1	5,0	7,9	1,8	3,7	7,4	9,5	9,5	7,2	5,7
Saldo usług (% PKB)	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	1,9
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,2	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2	-3,3
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,1
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,5	2,4	2,4	2,7	2,5	2,7	2,6	2,6	2,4	2,6
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	-0,1	0,8	0,5	0,6	1,4	1,7	1,2	1,2	0,5	1,2
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	0,7	1,1	1,5	1,2	1,5	1,5	1,7	1,7	1,5	1,7
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	0,1	0,5	0,4	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6	0,4	0,6
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	2,3	-0,1	-1,4	-3,1	-5,0	-5,5	-5,2	-4,5	-1,4	-5,2
Zmiana rezerw (% PKB)*	1,6	0,4	0,1	-0,9	-2,0	-2,4	-2,1	-1,7	0,1	-2,1
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-2,7	-2,2	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,6	-1,4
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	70,1	71,6	71,6	70,6	70,5	70,3	70,2	70,2	71,6	70,2
Sektor publiczny (% PKB)	29,9	30,6	30,8	29,8	29,7	29,7	29,8	29,8	30,8	29,8
Sektor prywatny (% PKB)	40,2	41,0	40,8	40,8	40,8	40,6	40,4	40,4	40,8	40,4

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

Saldo handlowe z wył. ropy vs. import ropy



Źródło: NBP, GUS, Eurostat, PKO Bank Polski. *Szacunki PKO za okres 2003-2010 na podstawie danych wg met. BPM5.

^3-miesięczna średnia ruchoma, odsezonowana, annualizowana. Por. także „Saldo obrotów bieżących poprawi się dzięki ropie”.

Wrażliwość „rachunku za ropę”* na USDPLN i ceny ropy (mld PLN)

USDPLN	Ropa (USD/b)				
	30	40	50	60	70
3,25	39,8	33,8	27,7	21,7	15,6
3,50	38,4	31,9	25,4	18,9	12,3
3,75	37,0	30,0	23,1	16,1	9,1
4,00	35,6	28,2	20,7	13,3	5,8
4,25	34,2	26,3	18,4	10,5	2,5

Źródło: PKO Bank Polski. *Wartości w tabeli są zmianami importu ropy w 2015 r. vs. 2014 r. dla różnych założeń o USDPLN i cenie ropy.

(5). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Po obniżce stóp procentowych w marcu 2015 r. (o 50pb) Rada Polityki Pieniężnej ogłosiła zakończenie cyklu luzowania polityki pieniężnej. Pierwszy raz taki komunikat pojawił się w lipcu 2013 r., ale głęboki spadek inflacji CPI i niepewne perspektywy wzrostu PKB skłoniły Radę do dalszego dostosowania stóp. Obecne perspektywy PKB i inflacji są odmienne niż w połowie 2013 r., a sformułowanie wyraźnej deklaracji końca cyklu po raz drugi paradoksalnie zwiększa jej wiarygodność, pokazując determinację Rady, by nie obniżyć stóp głębiej.

• Prognoza średnioterminowa

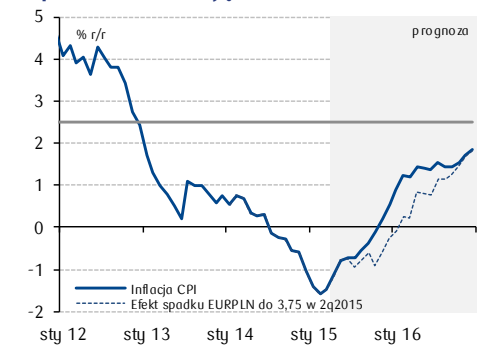
Inflacja CPI osiągnęła w lutym 2015 r. historyczne minimum na poziomie -1,6% r/r, ale dalsze jej spadki wydają się mało prawdopodobne. Sam efekt niskiej bazy może wywołać jej wzrost w 2q2015 o 0,8pp. Dane ze sfery realnej pokazują trwałą i silny wzrost popytu krajowego oraz oznaki wzmocnienia presji płacowej, co powinno stymulować inflację bazową. Z punktu widzenia RPP pewnym czynnikiem ryzyka jest ewentualna nadmierna aprecjacja złotego – notowania krajowej waluty wyraźnie umocniły się od początku roku, a QE w strefie euro może powodować zwiększony napływ kapitału krótkoterminowego. Jest to jednak czynnik, który czyni prawdopodobnymi raczej interwencje walutowe, a nie wznowienie obniżek stóp. Mało prawdopodobny wydaje nam się scenariusz, w którym obecna RPP miałaby dalej zmieniać poziom stóp przed końcem kadencji (początek 2016 r.). W momencie zakończenia cyklu po raz pierwszy istniało pole do dalszych obniżek, ale obecnie reguła Taylora wskazuje, że poziom 1,50% jest optymalny. Rozkład ryzyka dla ścieżek PKB i inflacji – marcowa projekcja NBP jest ultrakonserwatywna – przemawia przeciw dalszemu łagodzeniu polityki pieniężnej.

Proces zmiany składu Rady w połączeniu z chęcią utrzymywania ograniczonego dysparytetu stóp pomiędzy Polską a strefą euro zadecyduje naszym zdaniem o rozpoczęciu podwyżek stóp dopiero w drugiej połowie 2016 r., mimo wyraźnego wzrostu inflacji CPI (choć może on być mniejszy niż w scenariuszu bazowym o 0,3-0,5pp w przypadku ewentualnej obniżki stawki VAT).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

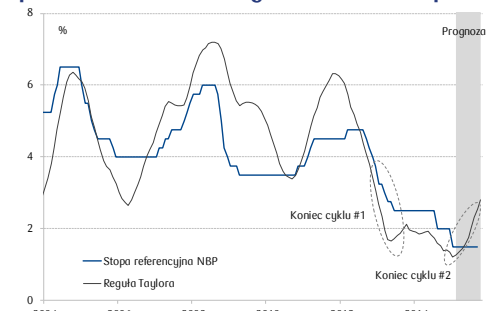
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych to: (1) zachowanie cen surowców; (2) nadmierne umocnienie złotego (argument za obniżką) lub jego podwyższona zmienność (argument za ostrożnością), (3) skala ożywienia w strefie euro (zakładamy umiarkowane ożywienie), (4) konflikt na Wschodzie (niewykluczone zniesienie wzajemnych sankcji pomiędzy Rosją a UE w ciągu najbliższych 12 miesięcy), (5) ewentualna obniżka stawki VAT.

Wpływ ewentualnego spadku EURPLN w 2q2015 na inflację CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Reguła Taylora wskazuje na brak przestrzeni do dalszych obniżek stóp



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

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Polityka pieniężna

	2q14	3q14	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2014	2015
Stopa referencyjna (%)	2,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	2,22	2,83	3,02	2,97	2,12	1,74	0,96	-0,01	3,02	0,96
Realna st. proc. defl. infl. baz(%)	1,50	1,78	1,48	1,27	0,73	0,29	0,06	-0,43	1,48	0,06
Stopa lombardowa (%)	4,00	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	3,00	2,50
Stopa depozytowa (%)	1,00	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	0,50
Stopa redysk. weksli(%)	2,75	2,75	2,25	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)	4,2	-0,3	-0,3	-5,3	-4,4	-1,2	-1,2	1,4	0,7	-3,1
Nominalny PKB (% r/r)	4,6	3,4	3,1	2,3	2,9	4,0	4,5	5,4	4,0	3,5

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(6). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt sektora publicznego w 2014 r. (ESA2010) wyniósł -3,2% PKB (vs. -4,0% PKB w 2013 r.). Gdyby nie wszystkie zmiany w systemie emerytalnym przeprowadzone w latach 2011-2014, wydatki pierwotne (i deficyt publiczny) mogłyby być wyższe nawet o 1,7% PKB (patrz wykres obok). Deficyt pierwotny wyniósł w 2014 r. -1,2% PKB, a deficyt pierwotny strukturalny -1,0% PKB, co implikuje niewielkie zacieśnienie fiskalne w 2014 r. w wysokości -0,1% PKB. Wyniki 4q2014 pokazują, że WzRostonomia nabiera rozpędu. Choć koszty pracy w sektorze publicznym pozostają jeszcze „zamrożone” – ich wzrost w 4q wyniósł „tylko” 8,6% r/r (vs. 0,9% r/r w 1q-3q) z uwagi na efekt niskiej bazy statystycznej (echo cięć z 4q2013), to inwestycje publiczne zwiększyły się w 4q „tylko” o 5,4% r/r (vs. 16,9% r/r w 1q-3q – dynamika podwyższona przez efekt „mini”-stymulusu samorządowego, patrz wykres obok).

Prognoza średnioterminowa

Okoliczności ciągle sprzyjają stymulacji fiskalnej. Przestrzeń do stymulacji jest spora: (1) deficyt fiskalny za 2014 r. był niższy od planu (NB może to umożliwić wyjście z procedury nadmiernego deficytu już w ciągu najbliższych 2 miesięcy, co dałoby rządowi większą swobodę w kształtowaniu budżetu na 2016 r., np. „odmrożenie” płac w sferze budżetowej); (2) spadły koszty obsługi długu oraz jego poziom w efekcie niższych stóp procentowych i zmian w OFE. Wartość podpisanych umów na nowe drogi przekroczyła 16 mld zł (0,9% PKB) i dalej rośnie. Skalę stymulacji związanej z inwestycjami infrastrukturalnymi szacujemy na +0,5/+1,0%PKB w 2015 r. Rozpoczynające się nowe rozdanie środków z UE będzie stymulować wydatki pierwotne. Napływ środków z UE był jednym z głównych driverów zmian relacji wydatki/PKB w ostatnim dziesięcioleciu (patrz ponownie wykres z prawej, u góry).

Realizacji ekspansji fiskalnej w 2015 r. towarzyszyć będą dodatkowo na poziomie budżetu państwa: (1) presja na realizację dochodów podatkowych ze strony deflacji, w szczególności w 1q/2q2015 (niski nominalny wzrost baz podatkowych), (2) dalsze ograniczenie płatności odsetkowych (wynikające ze zmian w systemie emerytalnym oraz niższych stóp procentowych), a także (3) niższe płatności z tytułu dotacji do FUS w porównaniu do lat ubiegłych. NB. Z punktu widzenia ekspansji fiskalnej wynik budżetu państwa jest nieistotny (od 2010 r., czyli od momentu zmian w metodologii krajowej). Szacowany przez nas wynik sektora publicznego (ESA2010) w 2015 r. (-3,4% PKB) implikuje, że relacja dług/PKB (ESA2010) nadal pozostanie na trajektorii wzrostowej (51,4%PKB w 2015 r. vs. 50,1%PKB w 2014 r.).

Czynniki ryzyka dla prognozy

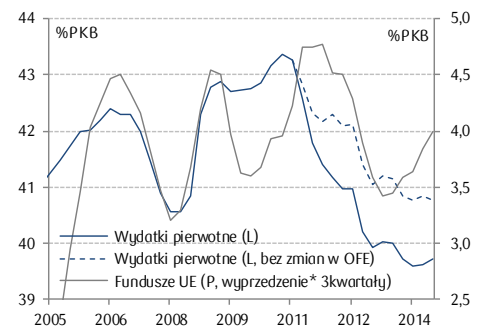
Główne czynniki ryzyka to: (1) skala i tempo absorpcji środków z UE, (2) deflacja vs. tempo wzrostu baz podatkowych oraz (3) uwarunkowania polityczne.

Polityka fiskalna†

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

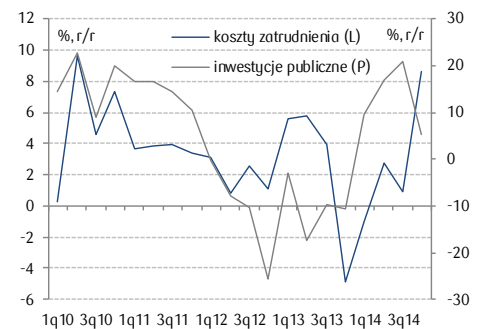
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, † dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

Wydatki pierwotne vs fundusze UE



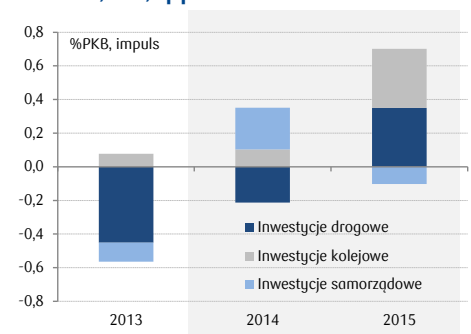
Źródło: GUS, MF, MIR, PKO Bank Polski. *dane o wypłacanych beneficjentom środkach z UE odzwierciedlają przepływy faktyczne a nie „memorialowe”, tzn. fakt, że najpierw trzeba samemu sfinansować wydatki by następnie otrzymać ich refundację.

WzRostonomia nabiera rozpędu



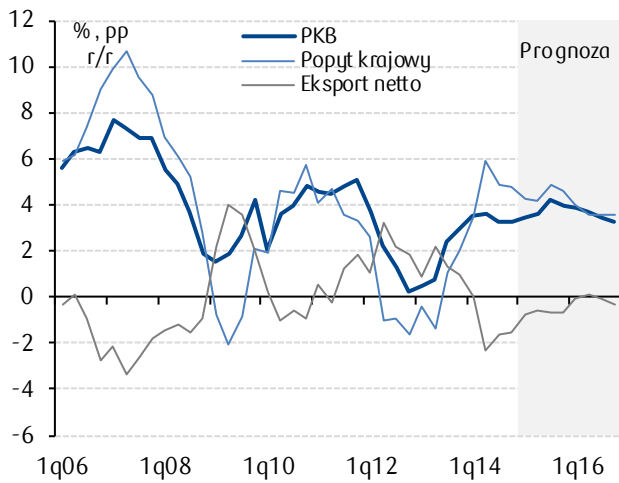
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

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

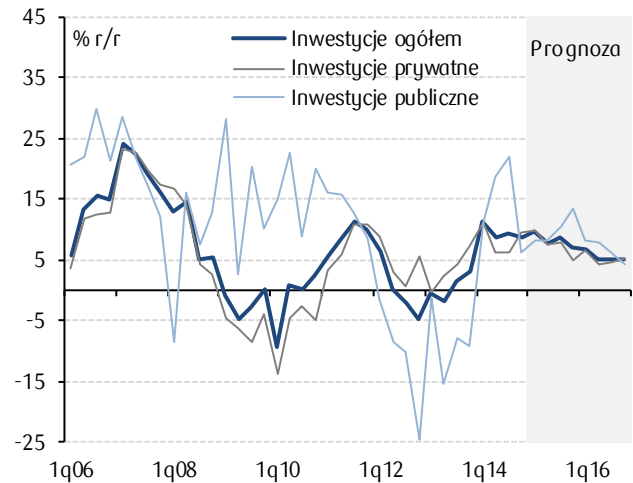


Źródło: GDDKiA, PKP PLK, MF, PKO Bank Polski.

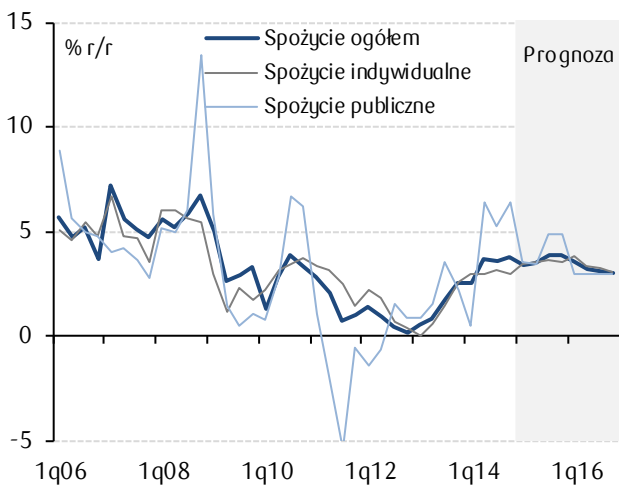
Realny PKB



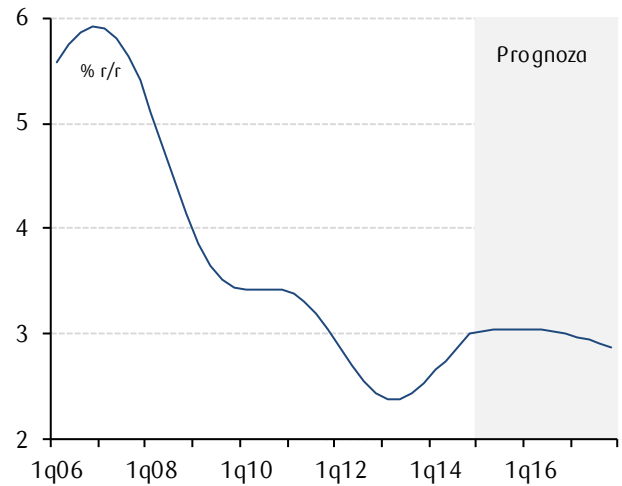
Popyt inwestycyjny



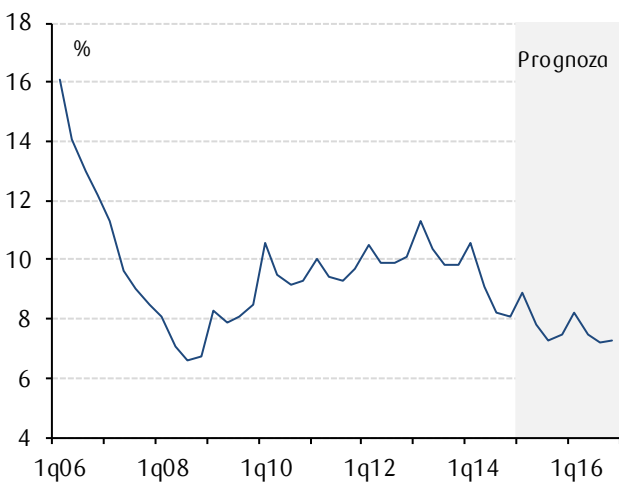
Popyt konsumpcyjny



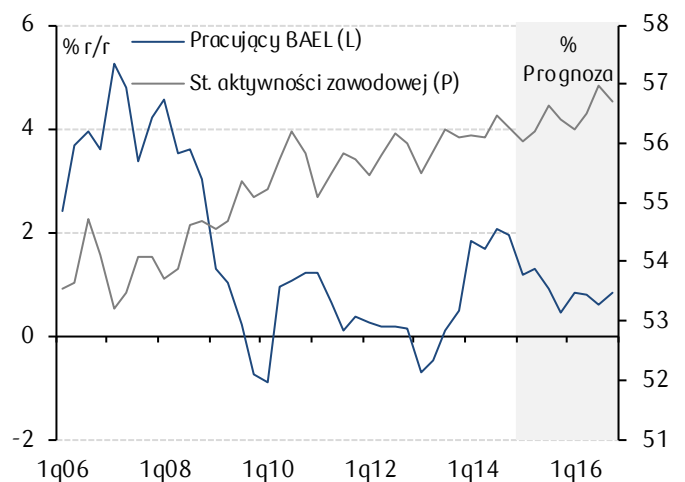
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

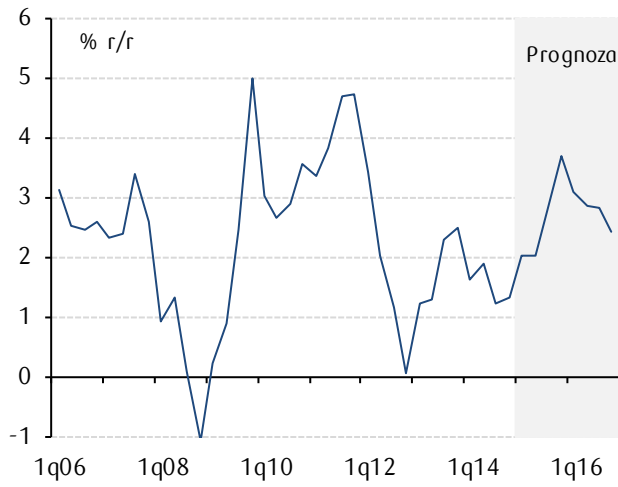


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

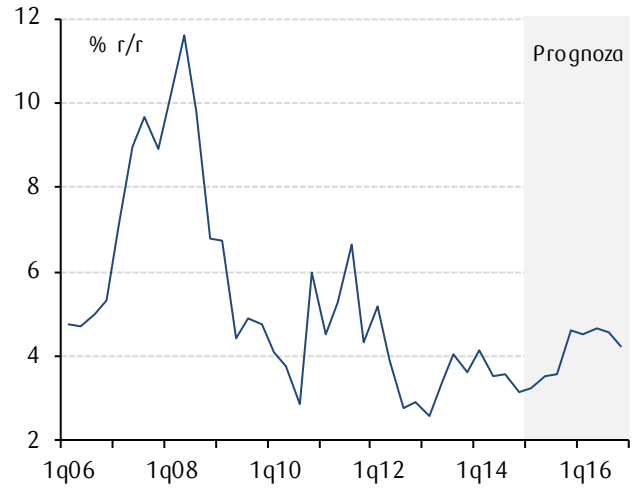


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

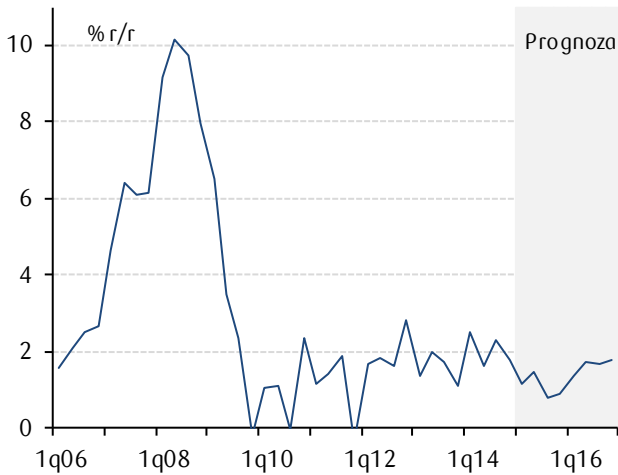
Wydajność pracy*



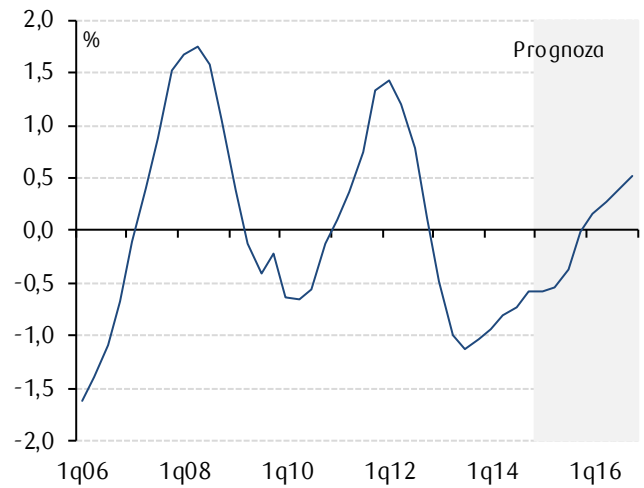
Płace w gospodarce narodowej



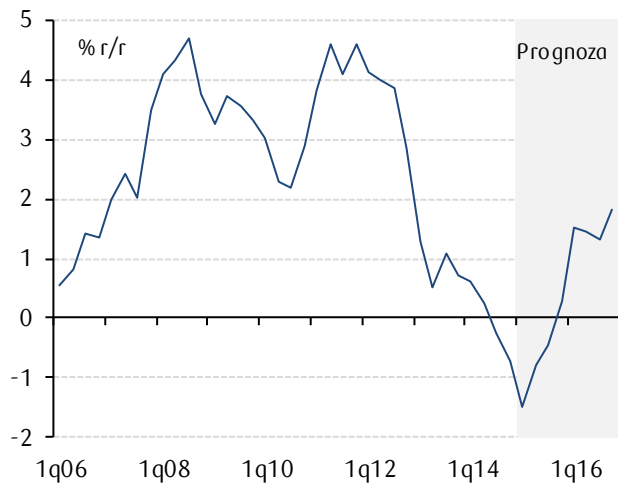
Jednostkowe koszty pracy*



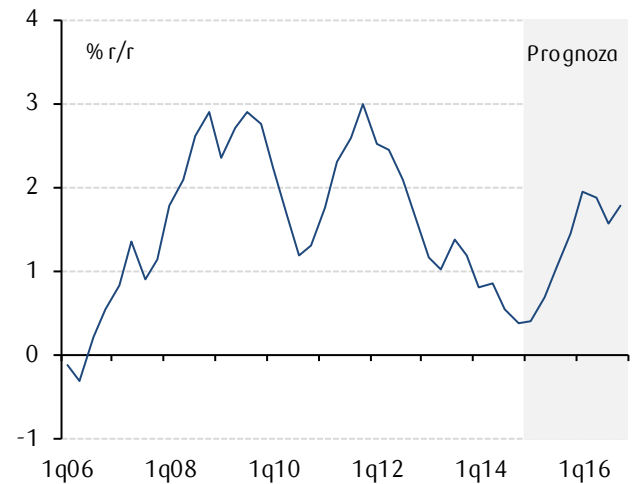
Luka popytowa



Inflacja CPI

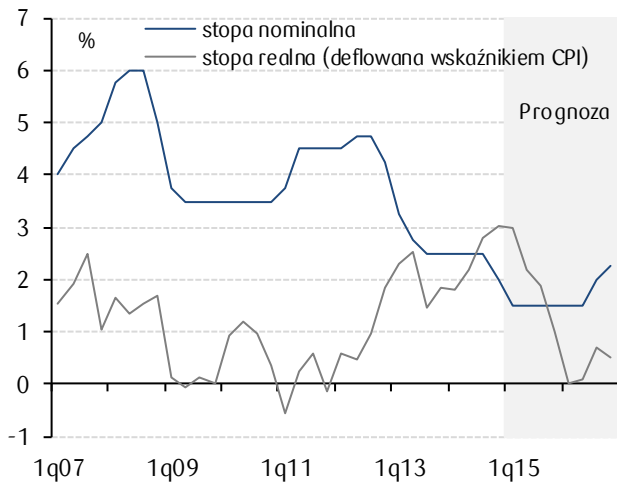


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

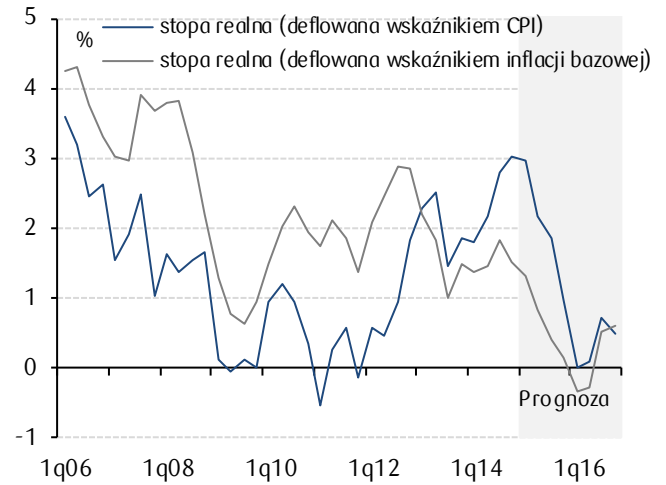


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

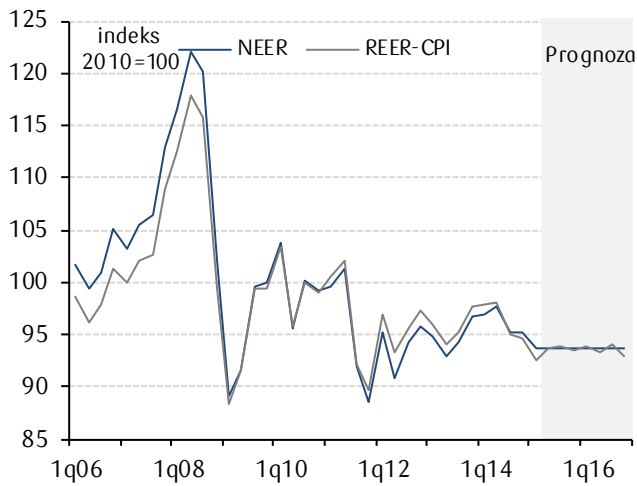
Stopy nominalne vs. realne



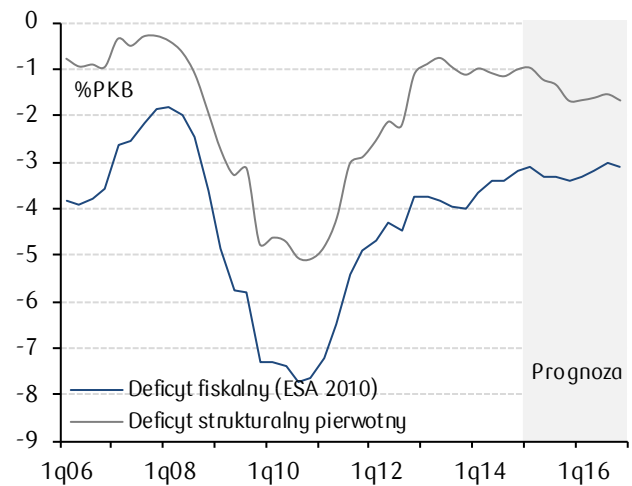
Stopy realne



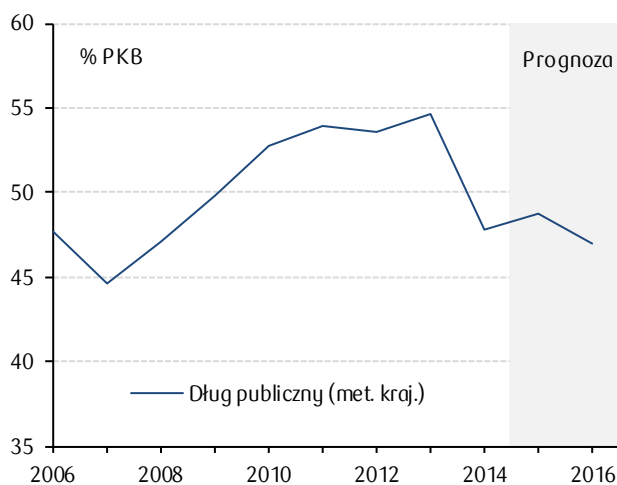
Założenia dotyczące NEER i REER*



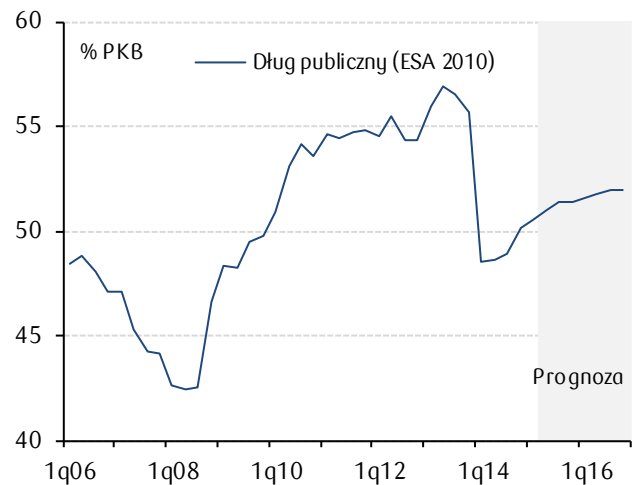
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

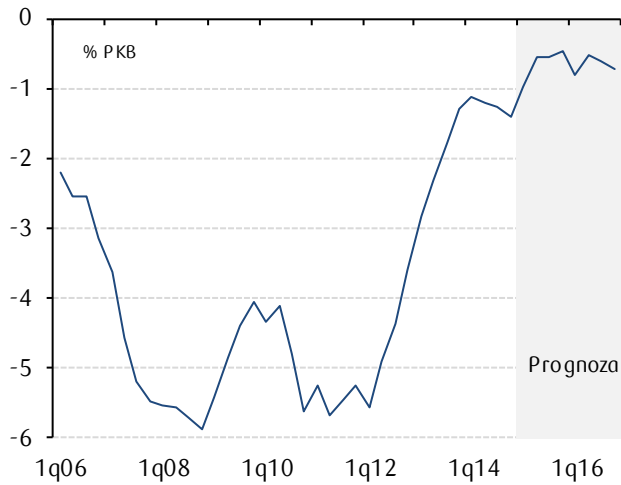


Dług publiczny (ESA 2010)

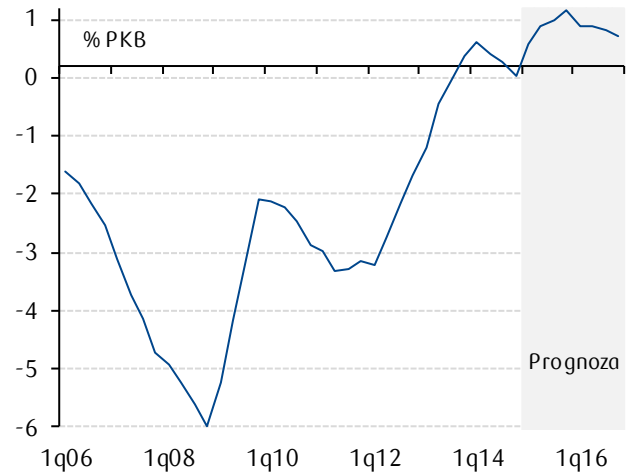


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjacje.

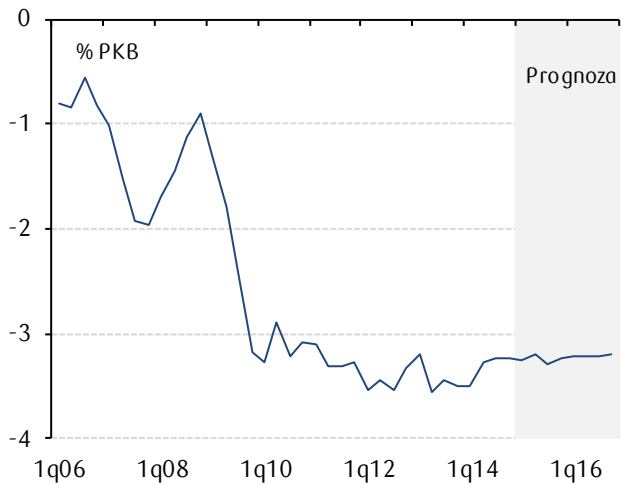
Saldo rachunku obrotów bieżących



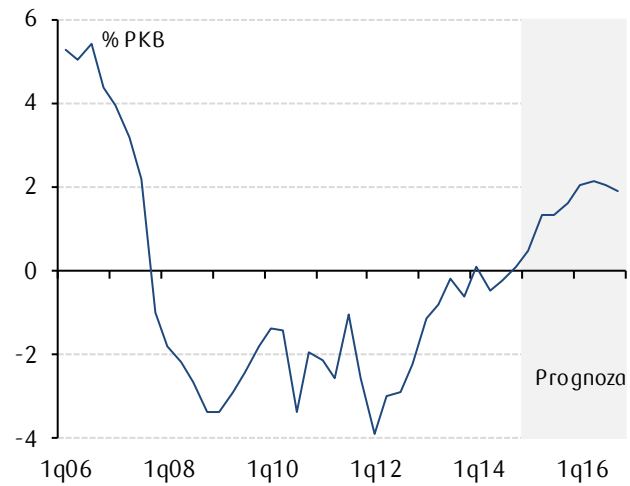
Saldo handlu zagranicznego



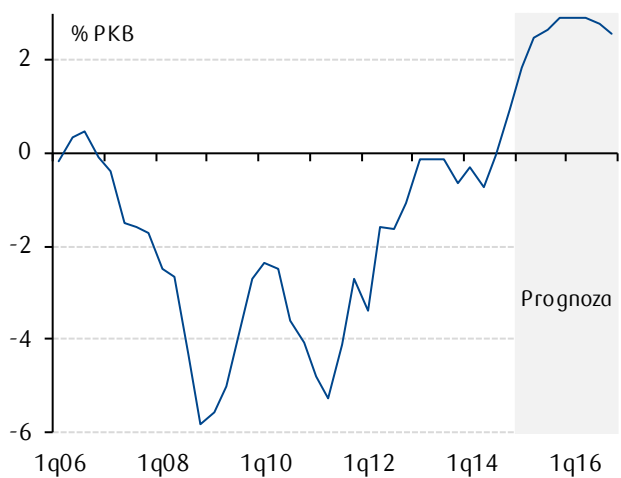
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



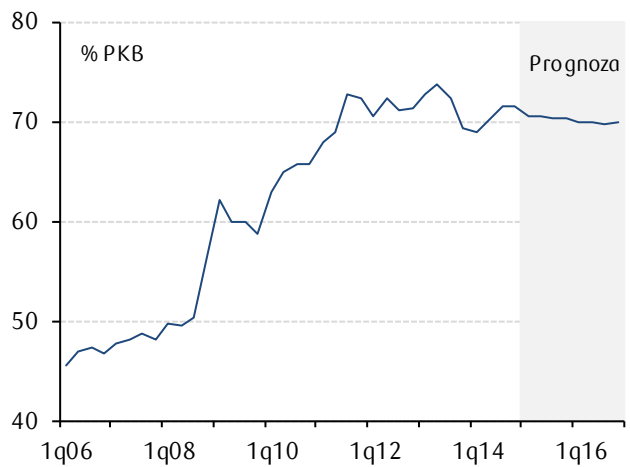
Saldo CAB i FDI*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zadłużenie zagraniczne



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



Prognozy długoterminowe

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	7,2	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,4	3,8	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	9,5	5,0	-0,3	4,2	3,8	-0,4	0,4	4,9	4,5	3,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,4	6,1	3,3	2,5	3,0	1,0	1,2	3,1	3,5	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	19,2	8,4	-1,9	-0,4	9,3	-1,5	1,1	9,2	7,9	5,3
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	10,3	9,6	2,9	2,5	4,9	1,3	1,3	4,4	4,4	3,6
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	1,3	-1,4	-0,7	-0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	5,7	4,6	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,1	3,1
Nominalny PKB (mld PLN)	1187	1277	1362	1437	1554	1616	1663	1729	1789	1882
Rynek Pracy										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	7,5	7,3
Pracujący BAEL (% r/r)	4,2	3,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	0,5	1,9	0,5	0,8
Płace nominalne (% r/r)	7,9	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,6	3,7	4,5
St. akt. zawodowej (%)	54,1	54,7	55,1	55,8	55,7	56,0	56,1	56,3	56,4	56,7
ULC (% r/r)	5,8	9,2	3,0	1,1	1,0	2,0	1,5	2,0	0,9	1,7
Wydajność pracy (% r/r)	2,7	0,3	2,1	3,0	4,1	1,7	1,8	1,5	2,8	2,8
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,1	-0,1	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,6	1,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,3	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,5	0,0
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,6	1,3	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,6	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	1,8
Deflator PKB (% r/r)	4,3	2,4	4,9	1,6	3,4	2,0	1,2	0,6	-0,4	1,6
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	561,6	666,2	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,2	1153,5	1252,3
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	8,4	6,8
Kredyty ogółem (mld PLN)	473,4	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1009,6	1102,4	1174,2
Kredyty ogółem (% r/r)	29,9	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	7,1	9,2	6,5
Depozyty ogółem (mld PLN)	494,2	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1034,5	1101,7
Depozyty ogółem (% r/r)	14,1	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	6,4	6,5
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-5,5	-5,9	-4,1	-5,6	-5,3	-3,6	-1,3	-1,4	-0,5	-0,7
Bilans handlowy (%PKB)	-4,9	-6,2	-2,3	-3,1	-3,4	-1,9	0,2	-0,2	1,0	0,5
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	4,5	2,5	2,3	3,3	2,7	1,4	0,7	1,5	1,7	2,2
Polityka fiskalna										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-1,9	-3,6	-7,3	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-3,4	-3,1
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,3	-1,5	-4,8	-5,1	-2,4	-1,1	-1,5	-1,2	-1,7	-1,5
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB)	-0,3	-1,9	-4,8	-5,1	-2,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,7	-1,7
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	44,2	46,6	49,8	53,6	54,8	54,4	55,7	50,1	51,4	51,9
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	2,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,04	1,67	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,02	0,96	0,17
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	3,68	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,50	1,48	0,06	0,21
Stopa lombardowa (%)	6,50	6,50	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	3,00
REER defl. CPI (% r/r)	5,0	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, 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.