

Spowolnienie przed przyspieszeniem

Prognozy średnioterminowe:

- Oczekujemy stabilizacji wzrostu PKB w 2016 r. na poziomie ok. 3,5%, przy słabszej pierwszej i mocniejszej drugiej połowie roku. Koniec „starej” perspektywy finansowej UE spowoduje spowolnienie wzrostu PKB w okolice 3% w pierwszej połowie roku, zaś poluzowanie fiskalne powinno spowodować ponowne przyspieszenie w okolice 4% w drugiej połowie roku. Rządowy impuls fiskalny o wartości ok. 1,0% PKB (największy od 2009 r.) będzie głównym motorem wzrostu w 2016 r., równoważąc spadek publicznych inwestycji infrastrukturalnych (-0,6% PKB) i negatywny impuls kredytowy (-0,3/-0,5% PKB).
- Stymulus fiskalny w 2016 r. (1% PKB na poziomie rządu centralnego i ok. 0,5% na poziomie całego sektora publicznego) będzie największym zanotowanym od 2009 r. Dzięki temu w tym roku Polska znajdzie się wśród państw o największym impulsie fiskalnym na świecie. Relatywnie duża skala poluzowania fiskalnego wskazuje na ryzyko wzrostu deficytu budżetu państwa w 2017 r. powyżej 4% PKB po wygaśnięciu jednorazowych źródeł dochodów z 2016 r. (wpływy z aukcji LTE i duża wpłata zysku NBP).
- Prognozujemy, że inflacja CPI pozostanie ujemna do 3q2016, po czym wzrośnie do ok. +1% na koniec roku (dzięki wygaśnięciu efektów spadku cen surowców z końca 2015 r.). Istotne znaczenie dla inflacji będzie miała polityka fiskalna (programy 500+ oraz podatek handlowy), a także wzrost wymogów regulacyjnych i nadzorczych (wzrost marż w bankach i kosztów składek ubezpieczeniowych).
- W scenariuszu bazowym zakładamy brak zmian stóp w 2016 r. Do obniżek mogłoby dojść w przypadku: (1) dalszego pogłębienia/wydłużenia deflacji lub (2) wyraźnego obniżenia ścieżki wzrostu PKB (do 2,5-3,0%). Prawdopodobieństwo obniżek oceniamy na ok. 30%.
- Szacujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrośnie w 2016 r. do -1,1% PKB, ponieważ stabilizacji wzrostu eksportu będzie towarzyszyć przyspieszenie importu na skutek wzmocnienia wzrostu popytu krajowego. Jednocześnie, oczekujemy pogorszenia salda rachunku finansowego do -2,1% PKB w efekcie trendów na globalnym rynku finansowym.
- Trendy w otoczeniu banków – wraz z wyższymi wymogami kapitałowymi oraz wprowadzeniem podatku bankowego w Polsce – sugerują negatywny impuls kredytowy, którego wpływ na wzrost PKB w 2016 r. szacujemy na -0,5%PKB.

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

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Karolina Sędzimir
Ekonomista
tel. 22 521 81 28

Zmiana poziomu zobowiązań polskich banków wobec zagranicy



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	2015	2016
Realny PKB (% r/r)	3,3	3,7	3,3	3,5	3,9	3,1	3,3	3,5	3,8	3,6	3,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,1	8,6	7,4	7,1	7,2	7,7	6,7	6,4	6,6	7,2	6,6
Inflacja CPI† (% r/r)	-1,0	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,5	-0,1	0,2	1,0	-0,5	1,0
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,8	1,1	0,2	1,1
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-1,3	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-0,1	-1,1
Deficyt fiskalny (% PKB)††	-3,3	-3,1	-2,9	-2,8	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,1	-3,5
Dług publiczny (% PKB)††	50,4	51,1	51,3	51,9	53,4	53,5	53,6	53,6	53,6	53,4	53,6
Stopa referencyjna NBP (%)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50

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

Wzrost PKB w 2015 r. przyspieszył do 3,6% z 3,3% w 2014 r., przy kontynuacji ożywienia popytu krajowego (+3,4% vs. +4,9% w 2014 r.) oraz mocniejszym eksporcie netto (+0,3pp vs. -1,5pp w 2014 r.). Dynamika „sprzedaży krajowej” (popyt krajowy bez zapasów) obniżyła się nieznacznie do 3,7% w 2015 r. z 4,2% w 2014 r., ale zmieniła się jej struktura. Konsumpcja stała się głównym motorem wzrostu (dynamika konsumpcji prywatnej w 2015 r. wyniosła 3,1% dodając do wzrostu PKB ogółem 1,8pp, a dynamika inwestycji wyniosła 6,1%, dodając do wzrostu PKB 1,2pp). Wzrost PKB w 4q2015 wyniósł 3,9% r/r, przy wzroście popytu krajowego o 4,2% r/r i ujemnym wkładzie eksportu netto (-0,4pp). Dynamika konsumpcji prywatnej (PKO: 3,2% r/r) i inwestycji (PKO: 4,9% r/r) pozostały stabilne w 4q.

• Prognoza średnioterminowa

Oczekujemy stabilizacji wzrostu PKB w 2016 r. na poziomie 3,5%, przy czym początek roku będzie nieco słabszy ze względu na okres przejściowy między starą a nową perspektywą finansową UE, a koniec roku silniejszy dzięki pełnemu wdrożeniu w życie rządowej stymulacji fiskalnej. Rządowy impuls fiskalny w wysokości ok. 1,0% PKB (największy od 2009 r.) będzie głównym motorem wzrostu w 2016 r., który w pełni zrównoważy oczekiwany spadek publicznych inwestycji infrastrukturalnych (-0,6% PKB) i negatywny impuls kredytowy (-0,5% PKB).

W strukturze wzrostu główną rolę odgrywać będzie konsumpcja prywatna. Wzrost spożycia indywidualnego może przyspieszyć do 4-5% r/r w drugiej połowie 2016 r., wsparty stymulacją fiskalną nakierowaną na gospodarstwa domowe oraz dalszą poprawą sytuacji na rynku pracy. Wzrost inwestycji spowolni z uwagi na spadek wielkości projektów współfinansowanych przez UE oraz obniżenie podaży kredytów. Potwierdza to już spadek wartości planowanych inwestycji.

Najpoważniejszym źródłem niepewności dla wzrostu gospodarczego w Polsce w 2016 r. jest ewentualne załamanie ożywienia gospodarczego w strefie euro ze względu na rozwój sytuacji w gospodarkach wschodzących, szczególnie w Chinach, mogący prowadzić do destabilizacji sektora finansowego. Na razie wpływ pogorszenia koniunktury na rynkach wschodzących jest jednak ograniczony, m.in. dzięki korzystnym dla strefy euro i Polski (importerzy netto surowców) spadkom cen surowców, w tym ropy.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) dalsze losy globalnego ożywienia (Chiny, USA, strefa euro), (2) tempo absorpcji środków z UE i (3) uwarunkowania polityczne.

Sfera realna

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	2015	2016
Realny PKB (% r/r)	3,3	3,7	3,3	3,5	3,9	3,1	3,3	3,5	3,8	3,6	3,5
Popyt krajowy (pkt. proc.)	4,8	2,5	3,3	3,4	3,9	3,1	4,1	4,0	4,4	3,3	3,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,8	3,1	3,1	3,1	3,2	3,5	4,0	4,2	4,5	3,1	4,0
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,6	4,3	3,5	3,3	4,0	3,1	3,4	3,5	4,0	3,8	3,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	9,5	11,5	6,1	4,6	4,9	1,9	2,3	2,5	4,0	6,1	2,9
Publiczne [‡] (% r/r)	6,7	21,5	3,8	-0,4	3,2	-8,6	-19,8	-8,7	-11,0	4,8	-11,9
Prywatne [‡] (% r/r)	10,4	9,1	6,7	6,3	5,4	4,8	8,2	6,0	8,6	6,5	7,3
Zapasy (pkt. proc.) [^]	-0,1	-1,5	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,7	0,6	0,4	-0,4	0,4
Eksport netto (pkt. proc.) [^]	-1,5	1,1	0,2	0,4	-0,1	0,0	-0,8	-0,5	-0,6	0,3	-0,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3,2	5,3	3,9	4,3	4,6	5,6	6,7	7,1	5,1	4,9	6,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,1	8,6	7,4	7,1	7,2	7,7	6,7	6,4	6,6	7,2	6,6
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1	3,2

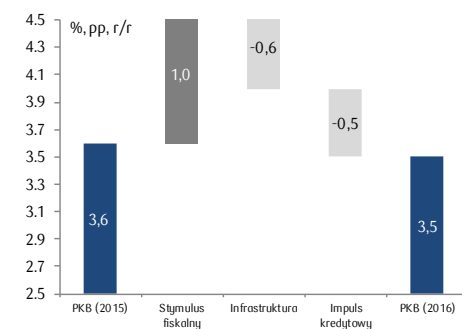
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, [‡]szacunki własne.

Realny PKB i komponenty w 4q2015*

	3q	4q
PKB (% r/r)	3,5	3,9
Popyt krajowy (% r/r)	3,2	4,2
Konsumpcja (% r/r)	2,9	3,8
w tym prywatna (% r/r)	3,1	3,2
Inwestycje (% r/r)	4,6	4,9
Zapasy (pp, r/r)	-0,1	0,0
Eksport netto (pp, r/r)	0,4	-0,4

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *4q2015: szacunki przedziałowe implikowane z danych rocznych, przy założeniu braku rewizji danych za poprzednie kwartały, błąd szacunku -/+0,2pp.

Główne czynniki wzrostu PKB w 2016 r.



Źródło: PKO Bank Polski.

(2). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Inflacja CPI spadła w styczniu do **-0,7% r/r** z **-0,5% r/r** na koniec 2015 r., na skutek obniżenia cen regulowanych (energia elektryczna, gaz), a także kontynuacji spadków cen paliw. Ceny żywności wzrosły o **0,1% r/r** pomimo spadków cen globalnych (FAO). Inflacja bazowa spadła do **0,0% r/r**, najniższego poziomu od czerwca 2006 r. Ceny ropy po przejściowym spadku do **25,76 USD/baryłkę** w styczniu odbiły do góry i ustabilizowały się na poziomie około **30 USD/baryłkę**.

• Prognoza średnioterminowa

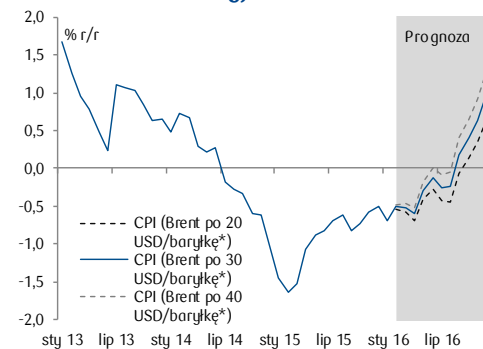
Oczekujemy, że inflacja CPI pozostanie ujemna do 3q, a na koniec roku wyniesie ok. **+1%**, dzięki wygaśnięciu efektów spadku cen paliw z końca 2015 r. Wyraźny wzrost popytu na pracę i spadek bezrobocia do rekordowo niskiego poziomu przełożą się na zwiększenie presji płacowej (przy ograniczonych możliwościach zwiększenia imigracji), prowadząc do stopniowego wzrostu inflacji bazowej. W ciągu roku widoczne będą efekty wcześniejszych spadków cen surowców energetycznych, przekładające się na dalsze obniżenie taryf dla energii w 2q. Jednocześnie, oczekujemy przynajmniej stabilizacji globalnych cen żywności, co w połączeniu z efektami podażowymi w kraju w 2015 r. (susza latem, mroźna zima bez śniegu) przyczyni się do odbicia dynamiki cen żywności w ciągu roku.

Wpływ na inflację może zacząć mieć polityka fiskalna (programy 500+ oraz podatek handlowy), a także wzrost wymogów regulacyjnych i nadzorczych (wzrost marż w bankach i kosztów składek ubezpieczeniowych). Uważamy, że wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej w kształcie przedstawionym na początku lutego może przełożyć się na podniesienie ścieżki inflacyjnej o **0,5pp** (w zależności od zdolności przedsiębiorstw do przełożenia kosztów podatkowych na dostawców oraz od decyzji mniejszych sprzedawców o wzroście marży), zaś wzrost kosztów ubezpieczenia OC może dodać do inflacji ok. **0,2pp**.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

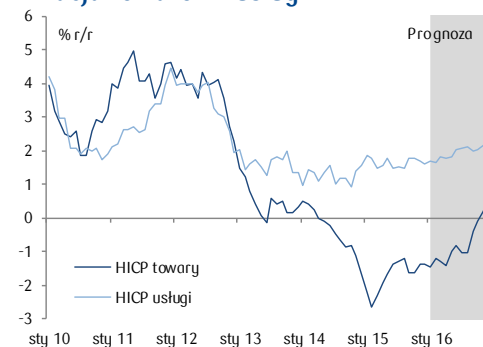
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: (1) kształtowanie się globalnych cen ropy i żywności, (2) skala wzrostu płac (ryzyko w górę), (3) skala osłabienia juana (ryzyko w dół), (4) ostateczny kształt i termin wprowadzenia podatku handlowego (ryzyko w górę), (5) skala deprecjacji złotego (przenosząca się na wzrost inflacji importowanej).

Scenariusze inflacyjne



Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. * cena na koniec roku przy założeniu stopniowego dochodzenia do tej ceny.

Inflacja towarów i usług



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	2015	2016
Inflacja CPI† (% r/r)	-1,0	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,5	-0,1	0,2	0,9	-0,5	1,0
Inflacja CPI – średnia w okresie (% r/r)	-0,7	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	0,9	-0,9	0,0
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,7	-0,9	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	-0,4	0,2
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,3	-0,9	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,6	-0,1	-0,7	-0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,6	0,2	0,3
Inflacja bazowa† (% r/r)	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,8	1,1	0,2	1,1
Inflacja PPI† (% r/r)	-2,7	-2,5	-1,6	-1,6	-1,3	-0,7	-0,2	1,3	0,7	-1,3	0,7
Deflator PKB (% r/r)	-0,8	-0,1	0,1	-0,1	0,0	1,0	1,2	1,2	1,2	0,0	1,1
Płace nominalne (% r/r)	3,1	4,1	3,1	3,0	3,2	2,6	3,8	4,1	4,5	3,3	3,8
ULC (% r/r)	1,8	2,1	1,0	0,6	0,0	0,4	1,2	0,9	1,2	0,9	0,9
Wydajność pracy (% r/r)	1,3	2,0	2,1	2,4	3,2	2,2	2,6	3,1	3,2	2,4	2,8
Nominalny PKB (% r/r)	2,5	3,6	3,4	3,4	3,8	4,1	4,5	4,7	5,0	3,6	4,6

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

(3). Depozyty, kredyty

• Trendy bieżące

W 4q2015 wzrost depozytów i kredytów pozostał stabilny względem 3q2015 (skor. o FX). Dynamika depozytów ustabilizowała się na poziomie 7,1% r/r wobec 7,1% r/r w 3q2015, przy: (1) lekkim spowolnieniu dynamiki depozytów osób prywatnych (9,4% r/r vs. 9,7% w 3q) - przy dalszym odpływie środków z funduszy inwestycyjnych gospodarstw domowych (-0,9 mld zł w 4q vs. -1,0 mld zł w 3q), (2) spadku dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 9,9% r/r vs. 10,8% r/r w 3q), (3) wzroście dynamiki depozytów samorządów (2,0% r/r vs. 0,0% r/r w 3q). **Wzrost kredytów pozostał stabilny na poziomie do 5,7% r/r w 4q** (takim samym jak w 3q), przy: (1) lekkim wyhamowaniu dynamiki kredytów mieszkaniowych (4,9% r/r vs. 5,1% r/r), (2) szybszym wzroście kredytów konsumpcyjnych (7,1% r/r vs. 5,8% r/r), (3) odbiciu dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw (7,4% r/r vs. 6,5% r/r).

• Prognoza średnioterminowa

Wraz z pogorszeniem płynności na globalnych rynkach finansowych, zatrzymaniem kredytowania dla rynków wschodzących oraz spadkami cen akcji banków w Europie, otoczenie sektora bankowego staje się coraz bardziej nieprzyjazne. Trendy te - w połączeniu z wyższymi wymogami kapitałowymi - oraz wprowadzeniem podatku bankowego w Polsce wpłynęły na podniesienie szacunków negatywnego wpływu impulsu kredytowego na wzrost PKB w 2016 r. do -0,5% PKB.

W 2016 r. prognozujemy wzrost kredytów na poziomie ok. 6% r/r (skor. o FX), nieco wyższy popyt na kredyt ze strony sektora podmiotów instytucjonalnych (korzystna koniunktura gospodarcza, kontynuacja działalności inwestycyjnej, rekordowo niskie stopach procentowe) i osłabienie dynamiki kredytów dla osób prywatnych w wyniku bardziej konserwatywnej polityki banków (przy zmianach regulacyjnych). W 2016 r. dynamika depozytów spowolni do ok. 6,5% r/r (skor. o FX), przy: spadku dynamiki depozytów osób prywatnych (niskie stopy procentowe i przepływ środków do alternatywnych form oszczędzania) oraz depozytów przedsiębiorstw (wykorzystywanie środków własnych na inwestycje).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

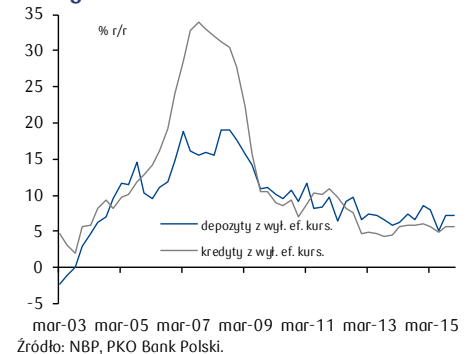
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala odpływu środków z depozytów do alternatywnych form oszczędzania w warunkach rekordowo niskich stopach procentowych; (2) kształtowanie się popytu i podaży kredytów przy zmianach regulacyjnych (w tym wobec wprowadzenia podatku bankowego oraz rozwiązań dot. kredytów w CHF); (3) kurs walutowy: 10% deprecjacji kursu zwiększa wartość kredytów o ~3% i depozytów o ~1%.

Podaż pieniądza, kredyt

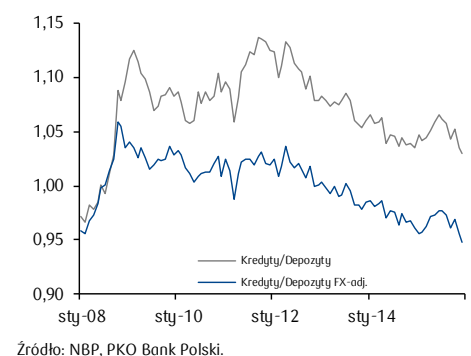
	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	2015	2016
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1059,2	1067,5	1078,6	1107,5	1155,4	1164,6	1183,3	1208,7	1261,2	1155,4	1261,2
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,2	8,9	8,3	8,4	9,1	9,1	9,7	9,1	9,2	9,1	9,2
Podaż pieniądza M3 realna (% r/r)	9,2	10,4	9,1	9,2	9,6	9,5	10,0	9,3	8,6	9,6	8,6
Kredyty ogółem (mld PLN)	1007,1	1032,7	1053,8	1070,2	1077,3	1093,6	1120,4	1147,1	1150,5	1077,3	1150,5
Kredyty ogółem (% r/r)	6,8	7,4	7,6	7,4	7,0	5,9	6,3	7,2	6,8	7,0	6,8
Kredyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	6,0	5,6	5,0	5,7	5,7	5,5	5,8	5,5	6,1	5,7	6,1
Kredyty ogółem (% PKB)	58,6	57,8	59,0	59,9	60,3	60,9	61,7	62,5	61,8	60,3	61,8
Depozyty ogółem (mld PLN)	972,3	989,1	989,0	1026,1	1046,1	1057,6	1071,8	1113,5	1116,6	1046,1	1116,6
Depozyty ogółem (% r/r)	9,3	8,9	5,8	7,6	7,6	6,9	8,4	8,5	6,7	7,6	6,7
Depozyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	8,6	7,9	5,0	7,1	7,1	6,5	7,8	6,0	6,4	7,1	6,4
Depozyty ogółem (% PKB)	56,6	55,4	55,4	57,5	58,6	58,9	59,1	59,7	60,0	58,6	60,0

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Stabilizacja dynamiki depozytów i kredytów



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



(4). Równowaga zewnętrzna

• Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) Polski poprawiło się w grudniu (w ujęciu 12-mies.) do -0,1% PKB (vs. -2,0% PKB w 2014 r.). Na redukcję deficytu CAB w 2015 r. do najniższego poziomu od połowy lat 90. złożyły się przede wszystkim (1) pojawienie się historycznej nadwyżki towarowej (+0,7% PKB vs. -0,8% PKB na koniec 2014 r.) wynikające z pogłębienia spadku cen ropy (i nominalnego wolumenu jej importu) i przyspieszenia wzrostu eksportu oraz (2) zmniejszenie deficytu na rachunku dochodów pierwotnych. Saldo na rachunku finansowym (z wyłączeniem zmian w aktywach rezerwowych) obniżyło się w grudniu do -0,5% PKB z +0,9% PKB na koniec 2014 r. przy niższym saldzie BIZ (+1,5% PKB vs. +2,0% PKB w 2014 r.). Pod koniec roku widoczny był odpływ środków z banków krajowych.

• Prognoza średnioterminowa

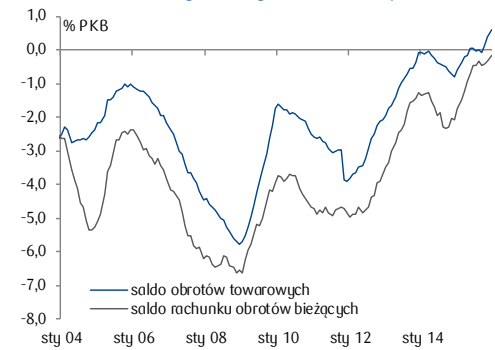
Oczekujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrośnie w 2016 r. do -1,1% PKB. W najbliższym roku spodziewamy się stabilizacji tempa wzrostu eksportu na poziomie 6-7% r/r. Uważamy, że spadek popytu ze strony spowalniających gospodarek wschodzących zostanie zrównoważony przez rosnący popyt ze strony strefy euro. Jednocześnie oczekujemy przyspieszenia dynamiki importu do ok. 8% r/r, w związku ze wzrostem dynamiki konsumpcji prywatnej. Z uwagi na zakończenie „starej” perspektywy dla unijnego budżetu oczekujemy spadku transferów z UE, co przełoży się na obniżenie sald na rachunkach dochodów pierwotnych i wtórnych.

W 2016 r. oczekujemy spadku salda obrotów finansowych do -2,1% PKB, co będzie wynikało zarówno z zaniku płynności na globalnym rynku finansowym, problemów banków w strefie euro, jak i z pogarszającej się sytuacji banków polskich. Oczekujemy, że wzrost globalnej niepewności przyczyni się do zahamowania napływu inwestycji.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

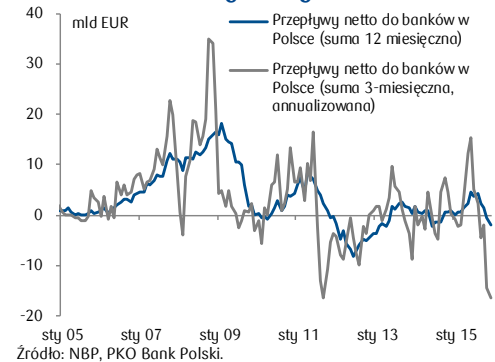
W średnioterminowej perspektywie głównymi ryzykami dla kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących pozostają: (1) recesja w krajach wschodzących, (2) zmiany kursu EURUSD, (3) ceny ropy naftowej. Zmiany na rachunku finansowym będą determinowane (1) percepcją ryzyka fiskalnego i politycznego oraz (2) sytuacją banków w strefie euro.

Saldo CAB i wymiany towarowej



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Zmiana poziomu zobowiązań polskich banków wobec zagranicy



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Równowaga zewnętrzna

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	2015	2016
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-1,3	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-0,1	-1,1
Bilans handlowy (% PKB)	-0,8	-0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	0,3	0,6	-0,1	0,7	-0,1
Eksport (% r/r)	5,7	9,9	9,0	5,3	8,8	5,0	8,3	5,2	7,0	6,5	6,4
Import (% r/r)	8,6	3,6	6,2	6,4	1,9	7,0	8,5	7,0	10,4	5,0	8,2
Saldo usług (% PKB)	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,5	2,5	2,4	2,6	2,3	2,6
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,2	-3,0	-2,7	-2,6	-2,9	-3,0	-3,3	-3,4	-3,5	-2,9	-3,5
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,4	2,9	2,3	2,1	1,6	1,0	1,4	1,7	2,1	1,6	2,1
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	0,9	1,0	1,9	0,7	-0,6	-0,3	-1,2	-1,2	-2,1	-0,6	-2,1
Bezpośrednie inwestycje zagran. netto (% PKB)	2,0	1,6	1,1	1,4	1,5	1,6	2,0	1,5	1,7	1,5	1,7
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	0,4	-0,6	-1,1	-3,8	-6,2	-6,2	-6,3	-5,7	-4,4	-6,2	-4,4
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-1,8	-2,8	-3,8	-0,7	3,6	4,9	5,2	5,4	4,3	3,6	4,3
Zmiana rezerw (% PKB)*	-0,1	-1,4	-2,8	-1,9	-0,3	0,3	1,1	1,2	1,8	-0,3	1,8
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,2	-1,2	-1,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,4	70,1	69,6	67,9	67,7	67,4	66,9	66,4	65,9	67,7	65,9
Sektor publiczny (% PKB)	31,4	29,5	29,4	28,8	28,7	28,6	28,4	28,2	28,0	28,7	28,0
Sektor prywatny (% PKB)	41,6	40,6	40,4	39,4	39,1	39,0	38,7	38,4	38,1	39,1	38,1

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

(5). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Na lutowym posiedzeniu RPP nie zmieniła stóp procentowych NBP (referencyjna nadal wynosi 1,50%). Rada stwierdziła w komunikacie, że w najbliższych miesiącach dynamika cen pozostanie ujemna, czemu towarzyszyć będzie stopniowy wzrost inflacji bazowej. **M. Belka wskazał na konferencji prasowej, że nie widzi ani zbliżania się momentu podwyżek stóp, ani wzrostu prawdopodobieństwa ich obniżek.** W styczniu, w kontekście deprecjacji złotego po decyzji o obniżeniu ratingu Polski przez S&P kategorycznie wskazał, że o obniżkach nie ma mowy.

• Prognoza średnioterminowa

W scenariuszu bazowym zakładamy brak zmian stóp w 2016 r. Stanowisko M. Belki przedstawione na lutowej konferencji po posiedzeniu RPP dzielą nowi członkowie Rady. M. Chrzanowski regularnie w swoich wypowiedziach odwołuje się do stabilności kursu złotego. Inni członkowie (G. Ancyparowicz, E. Gatnar i J. Kropiwnicki) wskazują na korzyści z obecnej polityki stóp procentowych, a także z „dobrej deflacji” i uważają za właściwe poczekanie na kolejne projekcje NBP. Co ważne, **niektórzy członkowie zauważają również negatywny wpływ, jaki ewentualna obniżka stóp wywarłaby na system bankowy, obciążony w tym roku wyższymi wymogami kapitałowymi, podatkiem bankowym oraz zapowiadaną ustawą o konwersji kredytów walutowych.**

Naszą prognozę wspierają: stabilny wzrost PKB w 2016 r., oczekiwania na stopniowy wzrost inflacji, pogorszenie salda rachunku finansowego na skutek odpływu kapitałów z sektora finansowego oraz presja deprecjacyjna na złotego stanowiąca pochodną obniżki ratingu przez S&P i możliwej zmiany perspektyw dla ratingu przez Fitch i Moody's. Niemniej, z uwagi na ryzyka związane z sytuacją na rynkach wschodzących (w tym Chinach) nie można wykluczyć wznowienia obniżek w tym roku. Scenariusz ten mógłby się zrealizować w przypadku: (1) pogłębienia/wydłużenia deflacji lub (2) wyraźnego obniżenia ścieżki wzrostu PKB (do 2,5-3,0%). **Takie warunki mogłyby skłonić nową RPP do dalszej stymulacji monetarnej (prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniamy na 30%).**

• Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych to: (1) uwarunkowania polityczne zmiany składu RPP (na obsadzenie oczekują wciąż trzy miejsca w RPP oraz stanowisko Prezesa NBP), (2) kształtowanie się cen surowców na świecie, (3) kształtowanie się kursu złotego oraz (4) kształtowanie się dynamiki PKB w poszczególnych kwartałach 2016 r.

Polityka pieniężna

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	2015	2016
Stopa referencyjna (%)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	3,03	3,02	2,32	2,33	2,00	2,02	1,63	1,33	0,53	2,00	0,53
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,52	1,28	1,33	1,26	1,29	1,30	0,95	0,70	0,43	1,29	0,43
Stopa lombardowa (%)	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa depozytowa (%)	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa redysk. weksli(%)	2,25	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	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	3,50
REER defl. CPI (% r/r)	-0,3	-5,6	-5,7	-0,9	-0,2	-0,3	-0,9	-1,9	-3,0	-3,2	-1,5
Nominalny PKB (% r/r)	2,5	3,6	3,4	3,4	3,8	4,1	4,5	4,7	5,0	3,6	4,6

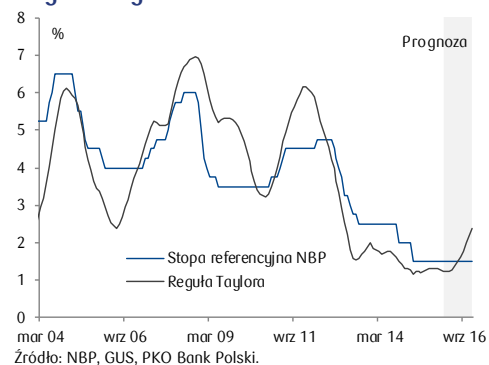
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Harmonogram zmian w RPP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Reguła Taylora dla NBP



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

(6). Polityka fiskalna

• Trendy bieżące

Deficyt sektora publicznego w 3q2015 (ESA2010) wyniósł -2,8% PKB (vs. -2,9% PKB w 2q2015, 4kw. skum). Deficyt pierwotny ukształtował się w 3q2015 na poziomie -0,9% PKB (vs. -0,8% PKB w 2q2015), a deficyt pierwotny strukturalny -0,7 PKB (vs. -0,6% PKB w 2q2015). Po dostosowaniu o zmiany w systemie emerytalnym skorygowany, strukturalny deficyt pierwotny wyniósł -2,6% PKB w 3q, spadek o 0,1pp r/r, co oznacza niewielkie zacieśnienie fiskalne. Dług publiczny wzrósł do 51,9% PKB (vs. 51,3% PKB w 2q2015) i nadal pozostaje na ścieżce wzrostowej. Dochody budżetu państwa w okresie październik-listopad wzrosły o 5,3% r/r (vs. 0,0% r/r w 3q), a wydatki o 9,8% r/r (vs. 11,4% r/r w 3q).

• Prognoza średnioterminowa

Stymulus fiskalny (1% PKB na poziomie rządu centralnego i ok. 0,5% na poziomie całego sektora publicznego) będzie największym od 2009 r. Dzięki temu w tym roku Polska znajdzie się wśród państw o największym impulsie fiskalnym na świecie. Mimo relatywnie dużej skali poluzowania fiskalnego deficyt budżetu państwa w 2016 r. najprawdopodobniej nie wzrośnie. Znaczna część wydatków będzie finansowana jednorazowymi dochodami (np. z aukcji LTE) oraz oszczędnościami z budżetu z 2015 r. Wyższa od założeń (3,2 mld zł) wypłata zysku NBP może spowodować, że kasowy wynik budżetu w 2016 r. może nie różnić się istotnie od odnotowanego w 2015 r., nawet gdyby deflacja przedłużała się, wpływając negatywnie na dochody podatkowe (zakładana w budżecie średnioroczna inflacja CPI 1,7% vs. bieżąca prognoza PKO: 0,1%).

Duży wzrost wydatków strukturalnych w 2016 r. może doprowadzić do wzrostu deficytu budżetowego w 2017 r. powyżej 4% PKB z uwagi na wygaśnięcie jednorazowych źródeł finansowania wydatków rządu. Jednakże plany i wynik budżetu na 2017 r. są obarczone dużą niepewnością m.in. w związku z nieznaną obecnie skutecznością zwiększenia ściągłości podatków.

Prognozujemy, że deficyt sektora finansów publicznych (wg ESA) w 2016 r. wyniesie -3,5% PKB (vs. -3,1% PKB w 2015 r., z neutralnym bilansem ryzyk; NB. nie wszystkie dochody budżetu są dochodami wg ESA), a dług publiczny (ESA) 53,6% PKB vs. 53,4% PKB w 2015 r.)

• Czynniki ryzyka dla prognozy

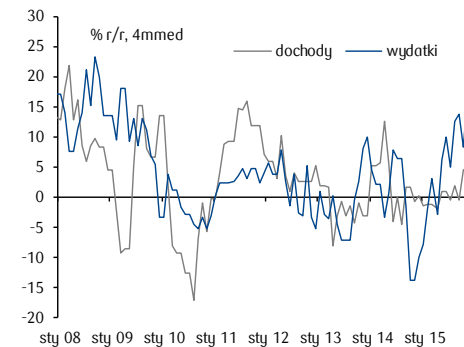
Główne czynniki ryzyka to: (1) uwarunkowania polityczne, (2) skala i tempo absorpcji środków z UE, (3) deflacja vs. tempo wzrostu baz podatkowych, (4) skuteczność zwiększenia ściągłości podatków.

Polityka fiskalna†

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	2015	2016
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,3	-3,1	-2,9	-2,8	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,1	-3,5
Dochody (% PKB, ESA2010)	39,0	39,2	39,1	39,0	39,0	39,3	39,6	39,8	40,1	39,0	40,1
Wydatki (% PKB, ESA2010)	42,3	42,2	42,0	41,8	42,1	42,5	42,8	43,2	43,6	42,1	43,6
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,4	-1,0	-0,8	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,7	-1,2	-1,7
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB, ESA2010)	-1,1	-0,8	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,7	-1,1	-1,7
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,4	51,1	51,3	51,9	53,4	53,5	53,6	53,6	53,6	53,4	53,6
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	-1,7	x	x	x	-2,6	x	x	x	-2,8	-2,6	-2,8
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	-2,0	x	x	x	-3,1	x	x	x	-3,3	-3,1	-3,3
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	48,1	x	x	x	49,9	x	x	x	51,4	49,9	51,4

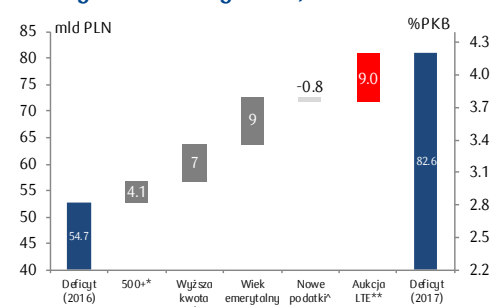
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, † dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Dochody i wydatki budżetu państwa – trend



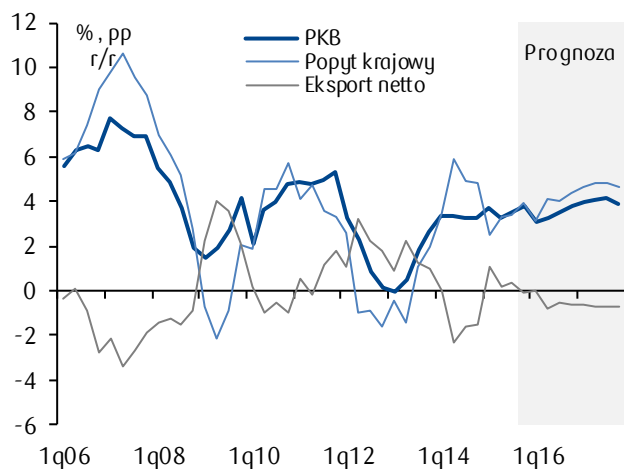
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Deficyt budżetowy 2016/2017

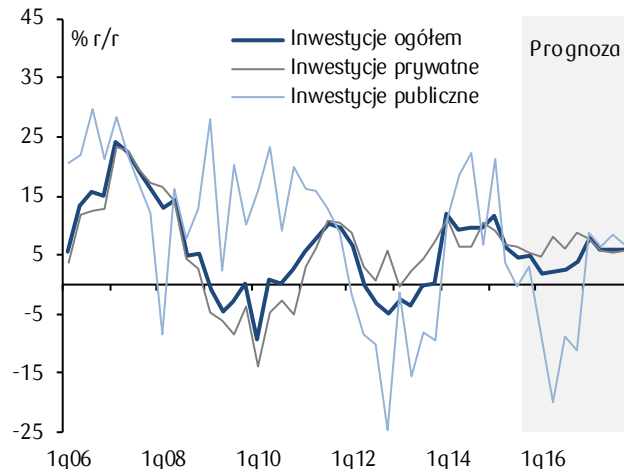


Źródło: PKO Bank Polski.

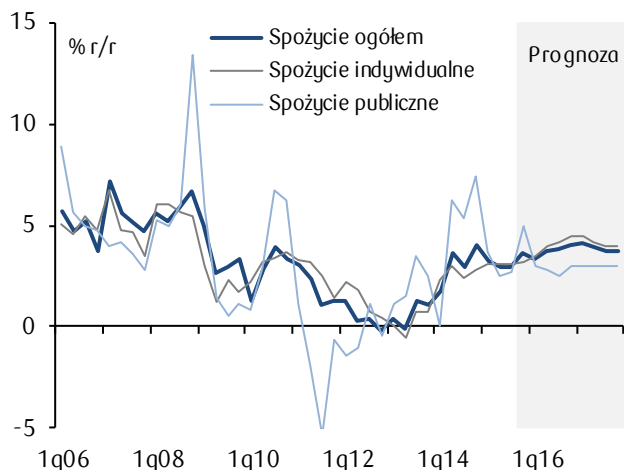
Realny PKB



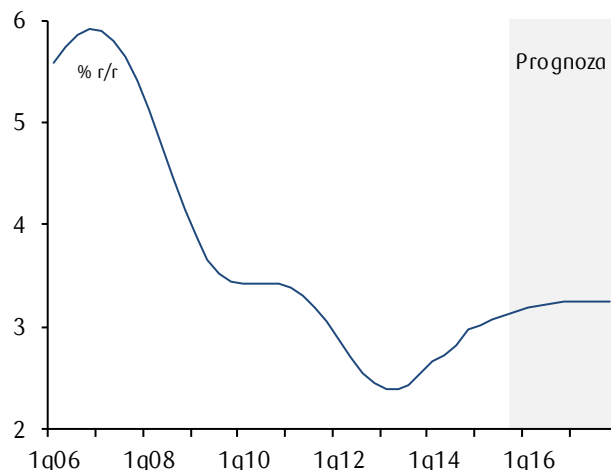
Popyt inwestycyjny



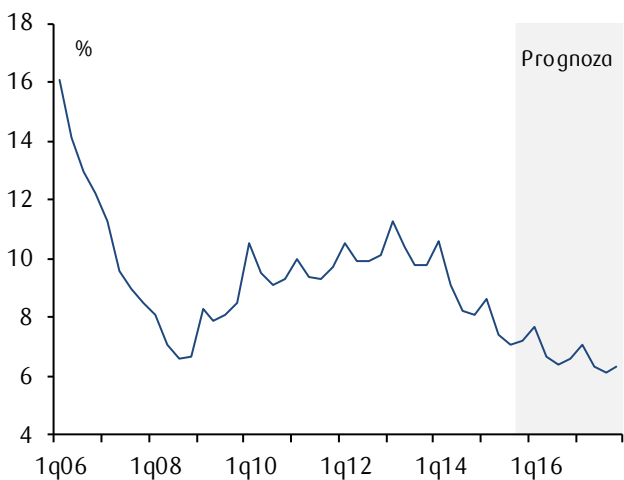
Popyt konsumpcyjny



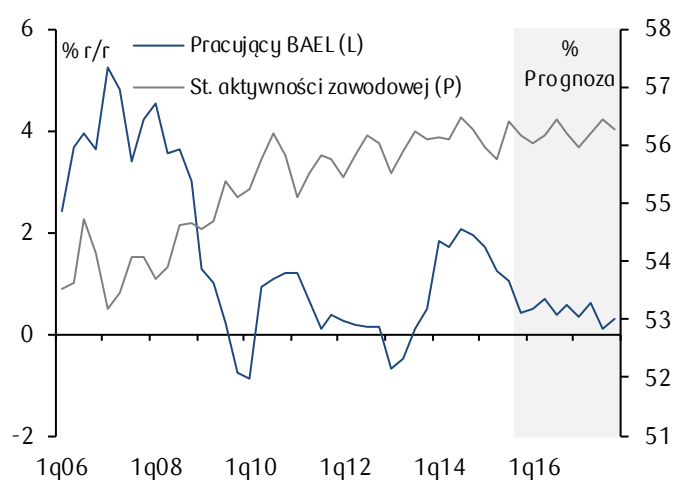
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

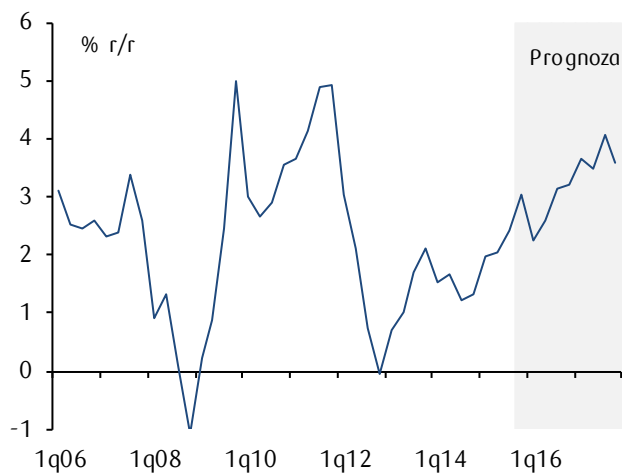


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

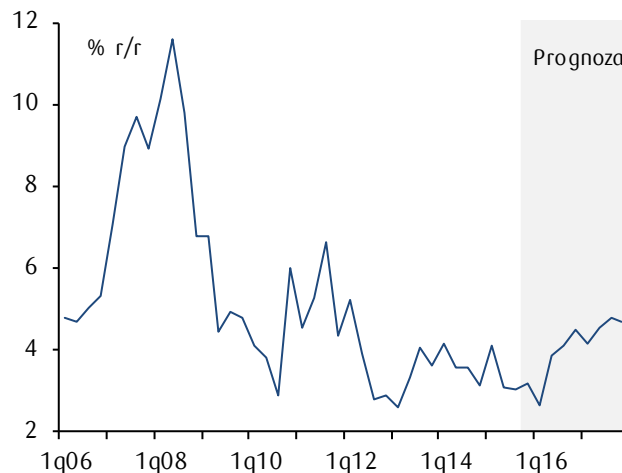


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

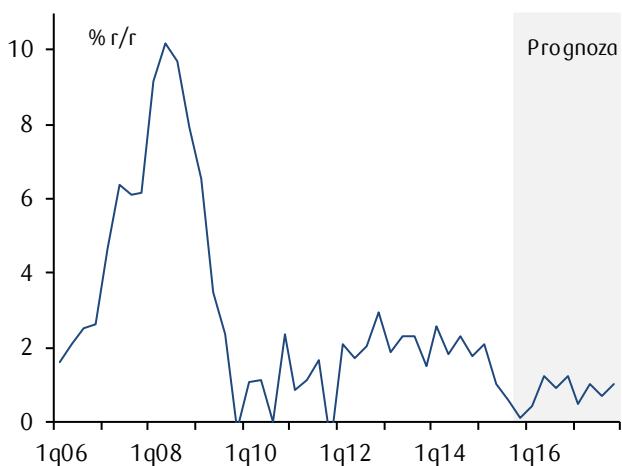
Wydajność pracy



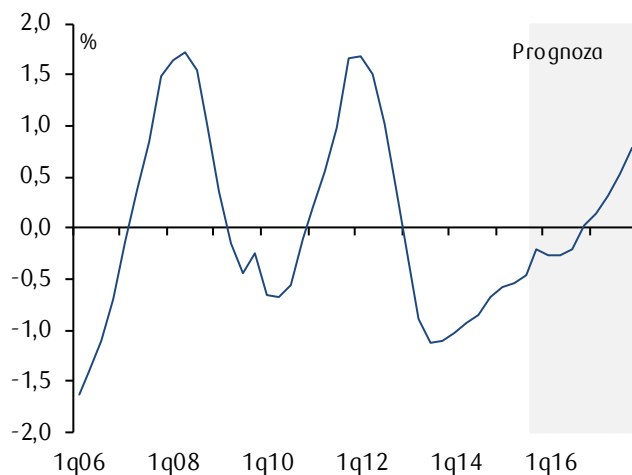
Płace w gospodarce narodowej



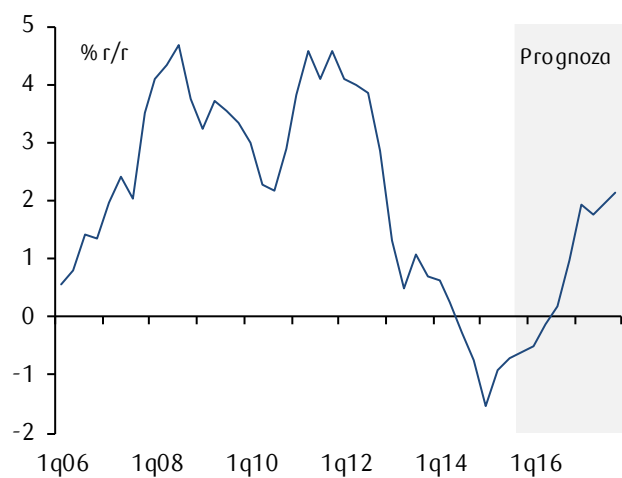
Jednostkowe koszty pracy



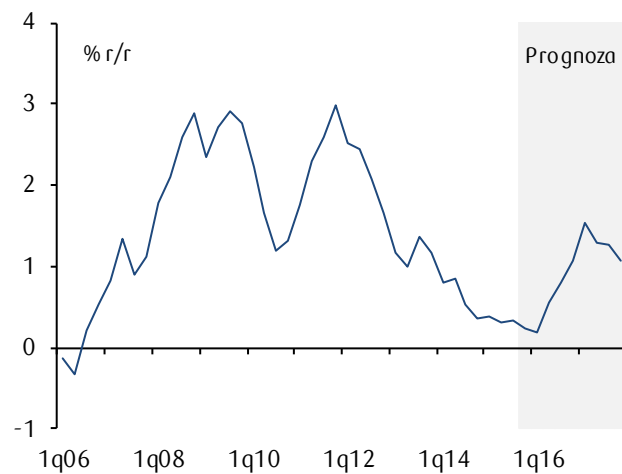
Luka popytowa



Inflacja CPI

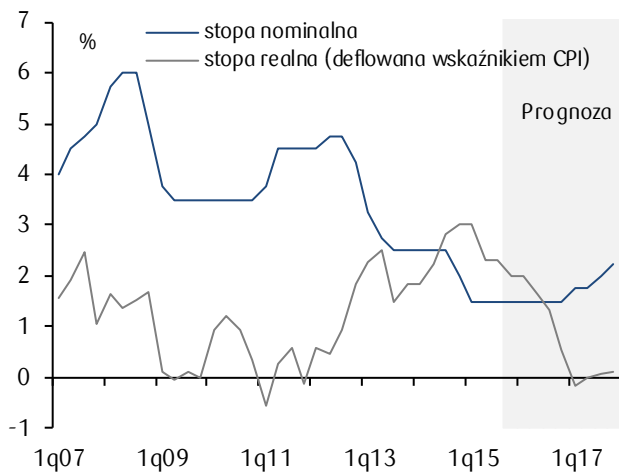


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

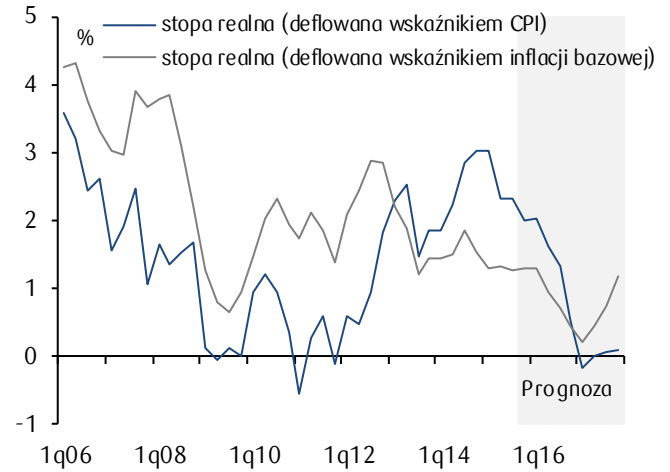


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

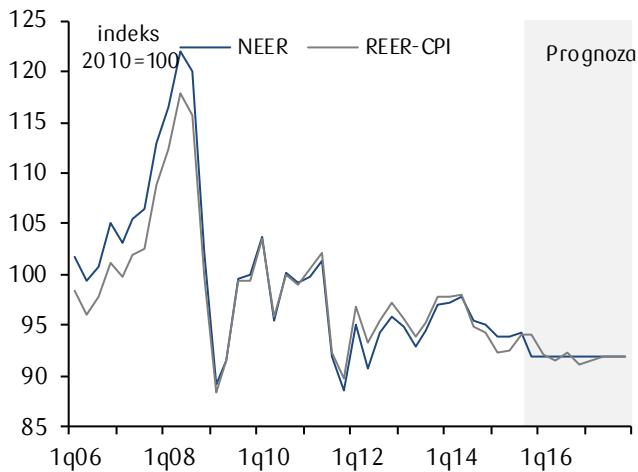
Stopy nominalne vs. realne



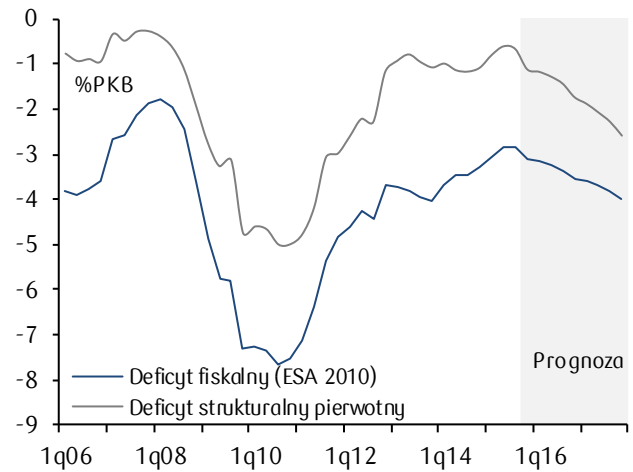
Stopy realne



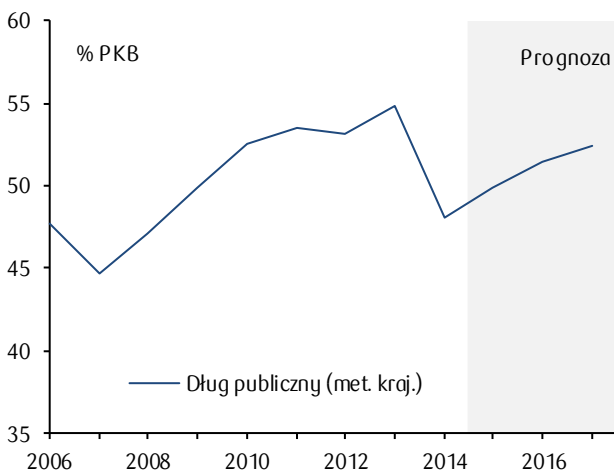
Założenia dotyczące NEER i REER*



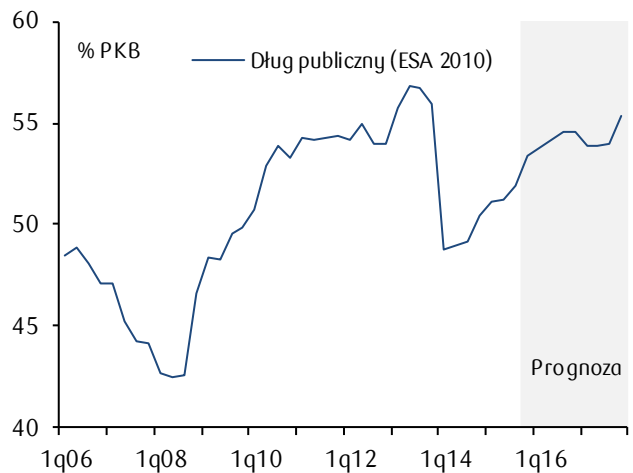
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

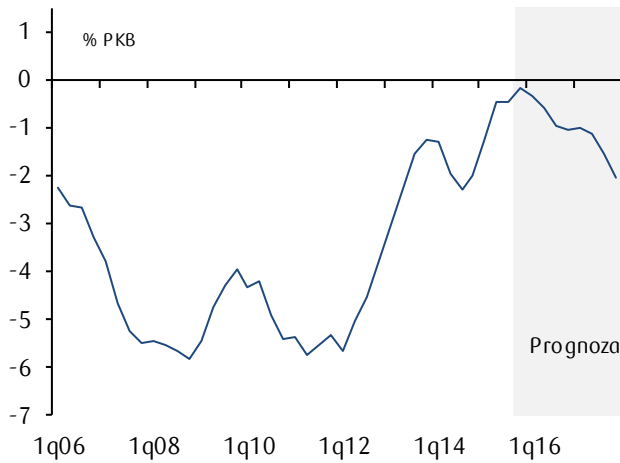


Dług publiczny (ESA 2010)

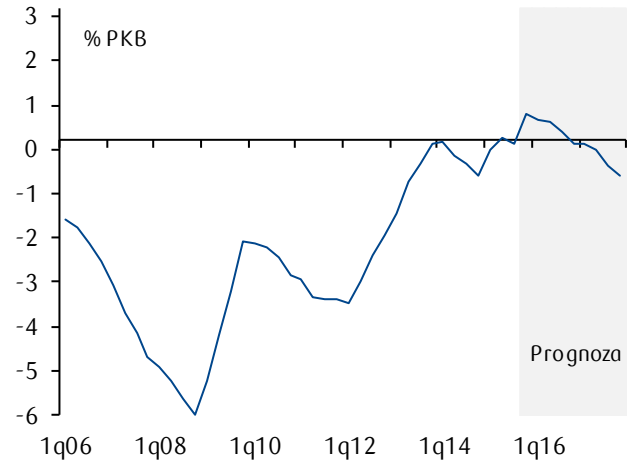


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

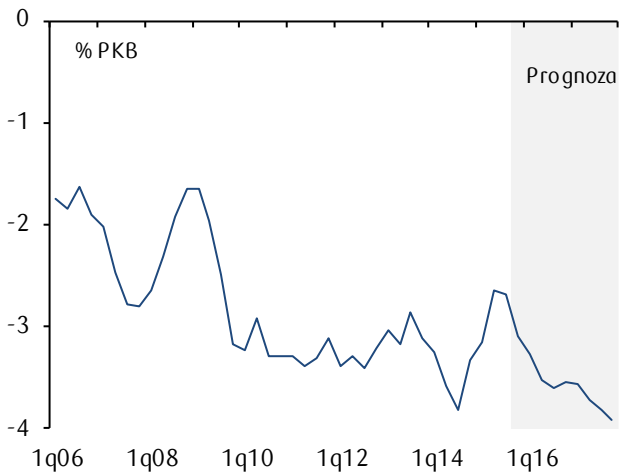
Saldo rachunku obrotów bieżących



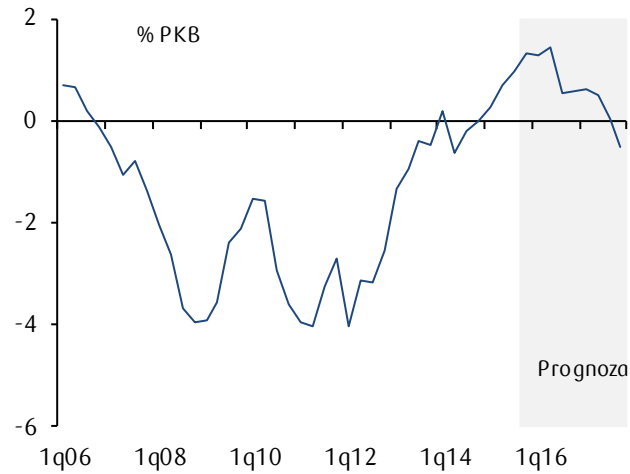
Saldo handlu zagranicznego



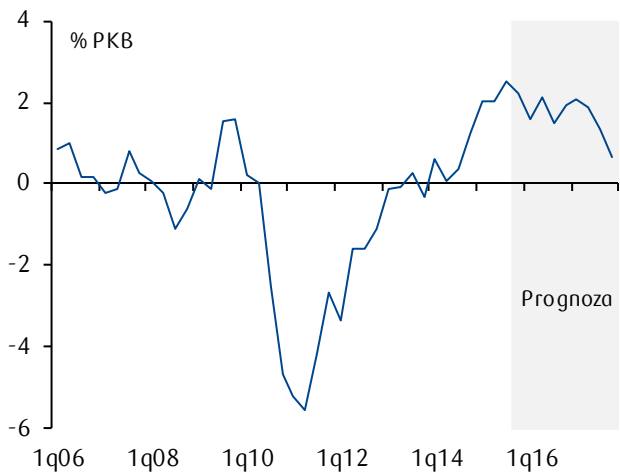
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



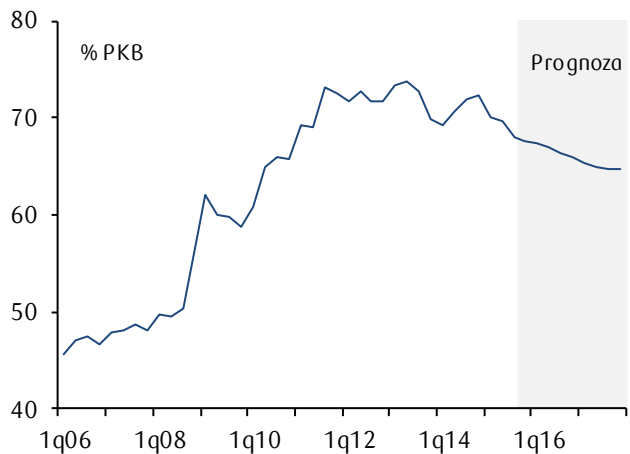
Saldo CAB i FDI[^]



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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	3,9	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,5	4,0
Popyt krajowy (% r/r)	5,0	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,4	4,0	4,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	3,3	2,5	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,0	4,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,4	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	9,8	6,1	2,9	6,3
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	6,1	2,3	2,1	3,4	0,1	0,2	4,5	3,8	3,6	4,3
Zapasy (pkt. proc.)	-1,1	-2,6	2,1	0,8	-0,6	-0,9	0,4	-0,4	0,4	0,4
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,1	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,6	0,2	-0,5	-0,7
Produkt potencjalny (% r/r)	4,6	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,1	3,2	3,2
Nominalny PKB (mld PLN)	1277	1362	1445	1567	1629	1656	1719	1780	1862	1979
Rynek Pracy										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	7,2	6,6	6,4
Pracujący BAEL (% r/r)	3,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	0,5	1,9	0,4	0,6	0,3
Płace nominalne (% r/r)	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	4,5
St. akt. zawodowej (%)	54,7	55,1	55,8	55,7	56,0	56,1	56,3	56,2	56,2	56,3
ULC (% r/r)	9,2	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,1	0,9	0,9	0,8
Wydajność pracy (% r/r)	0,3	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,4	2,8	3,7
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	-0,1	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,1
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	0,1	1,9
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	0,6
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,3	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,5	0,6
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,4	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	0,3	0,8
Inflacja bazowa (% r/r)	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	0,5	1,3
Deflator PKB (% r/r)	2,4	4,9	1,6	3,4	2,0	1,2	0,6	-0,2	1,6	2,1
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	666,2	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,2	1155,4	1261,2	1379,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,2	9,4
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	15,3	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,6	7,4
Kredyty ogółem (mld PLN)	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1150,5	1210,9
Kredyty ogółem (% r/r)	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	6,8	5,2
Depozyty ogółem (mld PLN)	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1046,1	1116,6	1192,7
Depozyty ogółem (% r/r)	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,6	6,7	6,8
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-5,8	-3,9	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,0	-0,1	-1,1	-2,1
Bilans handlowy (%PKB)	-6,2	-2,3	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,7	-0,1	-0,8
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	1,8	2,6	1,2	0,8	2,0	1,5	1,7	1,6
Polityka fiskalna										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,6	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-3,1	-3,5	-4,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-4,8	-5,0	-2,3	-1,0	-1,5	-1,4	-1,2	-1,7	-2,3
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB)	-1,9	-4,7	-5,0	-3,0	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,7	-2,6
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	46,6	49,8	53,3	54,4	54,0	55,9	50,4	53,4	53,6	54,5
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	2,25
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,67	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,00	0,53	0,35
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	0,43	0,96
Stopa lombardowa (%)	6,50	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	3,50
REER defl. CPI (% r/r)	7,9	-15,0	5,1	-3,4	-0,5	-0,1	0,6	-3,2	-1,5	-0,7

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.