

### Stabilność gospodarcza, niepewność polityczna

#### Prognozy średnioterminowe:

- Dane miesięczne za lipiec-wrzesień sugerują wzrost PKB w 3q2015 w okolicach poziomu z poprzedniego kwartału (3,3% r/r). Jednocześnie wyprzedzeniu uległa oczekiwana przez nas trajektoria wzrostu gospodarczego na kolejne kwartały. W 4q2015-1q2016 wzrost PKB powinien oscylować w przedziale 3,0-3,5%. Średnioroczny wzrost PKB w 2015 i 2016 r. powinien wynieść 3,3-3,5%. W bilansie ryzyk dla tej prognozy przeważają czynniki negatywne (Chiny, afera spalinowa, opóźnienia w absorpcji środków UE).
- Łączny wpływ fiskalnych i quasi-fiskalnych wydatków powinien być neutralny dla dynamiki PKB w przyszłym roku; poluzowaniu budżetu państwa towarzyszyć będzie ograniczenie inwestycji publicznych. Ten bilans może ulec przesunięciu w kierunku impulsu pro-wzrostowego, jeśli nowemu rządowi uda się dokonać zmian w budżecie na 2016 r.
- Prognozujemy, że po przejściowym spadku we wrześniu, w kolejnych miesiącach inflacja CPI będzie stopniowo rosła by w grudniu zbliżyć się w okolice zera. Normalizacja inflacji powinna być kontynuowana w 2016 r. m.in. za sprawą silnego efektu niskiej bazy. Rekordowo wysoka liczba ofert pracy powinna w kolejnych kwartałach spowodować wzmocnienie spadkowego trendu bezrobocia lub nasilenie presji płacowej.
- W bazowym scenariuszu zakładamy brak zmian stóp procentowych NBP do końca 2016 r., jednak wznowienia obniżek stóp nie można wykluczyć zważywszy osłabienie perspektyw wzrostu PKB, powolny wzrost inflacji, oraz prawdopodobnie bardziej „gołębi” profil nowej RPP. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniamy na 35%.
- Redukcja nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki wytraca impet. Prognozujemy, że saldo CAB w 2015 r. wyniesie -0,5% PKB (rewizja naszej prognozy z +0,5% PKB to głównie skutek rewizji danych przez NBP), a w 2016 r. deficyt pogłębi się do -1,5% PKB.
- W przyszłym roku prognozujemy lekkie przyspieszenie wzrostu kredytów (skor. o FX, do 6,1% r/r w 4q2016 z 5,7% r/r w 4q2015) wskutek wzrostu popytu przy rekordowo niskich stopach procentowych, oraz wzrost dynamiki depozytów (do 6,4% r/r w 4q2016 vs. 5,5% r/r w 4q2015) wobec wzmocnienia wzrostu dochodów gospodarstw domowych.

#### Główny Ekonomista

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

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

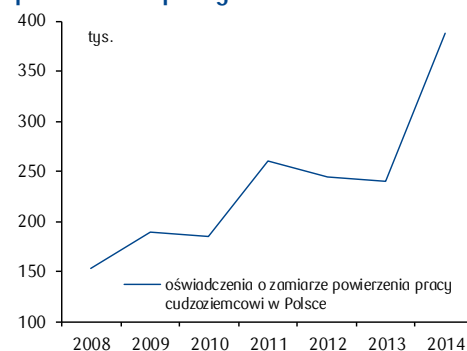
Piotr Bujak  
Starszy Ekonomista  
Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 81 34

Marcin Czaplicki  
Ekonomista  
tel. 22 521 54 50

Michał Rot  
Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

Karolina Sędzimir  
Ekonomista  
tel. 22 521 81 28

#### Liczba oświadczeń o zamiarze powierzenia pracy cudzoziemcowi\*



Źródło: MPiPS, PKO Bank Polski. \*Oświadczenie zarejestrowane przez pracodawcę w powiatowym urzędzie pracy, umożliwiające wykonywanie pracy bez zezwolenia przez 6 miesięcy w ciągu kolejnych 12 miesięcy obywatelom: Armenii, Białorusi, Gruzji, Mołdawii, Rosji i Ukrainy.

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

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	2014	2015
Realny PKB (% r/r)	3,3	3,6	3,3	3,2	3,2	3,1	3,3	3,5	3,3	3,3
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,1	8,6	7,4	7,1	7,3	8,0	7,0	6,7	8,1	7,3
Inflacja CPI† (% r/r)	-1,0	-1,5	-0,8	-0,8	0,1	0,9	1,0	1,6	-1,0	0,1
Inflacja bazowa† (% r/r)	0,5	0,2	0,2	0,2	0,4	0,7	1,0	1,0	0,5	0,4
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-1,3	-0,4	-0,4	-0,5	-1,1	-1,7	-1,8	-2,0	-0,5
Deficyt fiskalny (% PKB)††	-3,3	-3,1	-2,8	-3,0	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,3	-3,2
Dług publiczny (% PKB)††	50,4	50,9	51,0	51,8	52,7	52,9	53,0	53,1	50,4	52,7
Stopa referencyjna NBP (%)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50

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

## (1). Sfera realna

### Trendy bieżące

Miesięczne wskaźniki aktywności gospodarczej za lipiec-wrzesień sugerują, że **wzrost gospodarczy w 3q2015 ustabilizował w okolicach poziomu zanotowanego w 2q2015**. Wzrost aktywności w większości najważniejszych sektorów (budownictwo i handel detaliczny) obniżył się w okresie lipiec-wrzesień. Jednakże rewizja danych rocznych - nie opublikowano jeszcze spójnych z nimi danych kwartalnych - zwiększa znacząco niepewność oceny kierunku zmiany dynamiki PKB w 3q (spowolnienie vs. przyspieszenie). Pozytywne trendy na rynku pracy - wbrew wynikom ze sfery realnej - wskazują na kontynuację ożywienia i zwiększają niepewność prognoz PKB na 3q2015.

### Prognoza średnioterminowa

Brak wyraźnego przyspieszenia wzrostu jest rozczarowujący, w efekcie czego **wypłaszczeniu uległa oczekiwana przez nas trajektoria wzrostu gospodarczego na kolejne kwartały**. W 4q2015-1q2016 wzrost PKB powinien oscylować w przedziale 3,0-3,5%. Średnioroczny wzrost PKB w 2015 i 2016 r. powinien wynieść ok. 3,5%. W bilansie ryzyk dla tej prognozy przeważają czynniki negatywne: Chiny, [afery spalinowa, która może odjąć 0.4pp od dynamiki PKB](#) czy też potencjalne opóźnienia w absorpcji środków UE.

[Spłaszczenie trajektorii wzrostu gospodarczego](#) wynika ze spowolnienia wzrostu inwestycji. Wzrost konsumpcji powinien przyspieszyć pozostając głównym motorem wzrostu gospodarczego w nadchodzących miesiącach/kwartałach dzięki wzrostowi realnych dochodów (5-6% r/r) i rosnącym kredytom konsumpcyjnym (6% r/r).

**Najpoważniejsze źródło niepewności dla wzrostu gospodarczego w Polsce w 2016 r. wiąże się z eskalacją kryzysu w gospodarkach wschodzących, szczególnie w Chinach**. Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla perspektyw gospodarki jest sytuacja polityczna, która może wpłynąć na układ polityki pieniężnej i fiskalnej (m.in. zmiana większości składu RPP w 2016). Obecnie zakładamy neutralny wpływ polityki fiskalnej na wzrost PKB (por. [Rządowe poluzowanie vs. samorządowe zacieśnienie](#)).

### Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) dalsze losy globalnego ożywienia (strefa euro vs. Chiny) i (2) rozwój afery „spalinowej”, (3) tempo absorpcji środków z UE, (4) uwarunkowania polityczne.

### Sfera realna\*

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

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. <sup>‡</sup>szacunki własne, <sup>\*</sup>profile kwartalne wg danych sprzed rewizji, <sup>^</sup>dane roczne szac. PKO.

### Aktywność gospodarcza w 3q2015 vs. 2q2015 (% r/r)

	2q	3q
Przemysł	3,9	4,3
Budownictwo	2,4	0,5
Sprzedaż detaliczna	3,5	2,6
Sprzedaż hurtowa*	3,0	3,1
Sprzedaż usług transportowych	1,6	1,2
Płace <sup>^</sup>	3,1	3,6
Zatrudnienie <sup>^</sup>	1,0	1,0
Stopa bezrobocia <sup>#</sup>	-1,8	-1,8
Kredyty kons.(FX adj.)	5,3	5,8
Kredyty mieszk. (FX adj.)	5,6	5,3

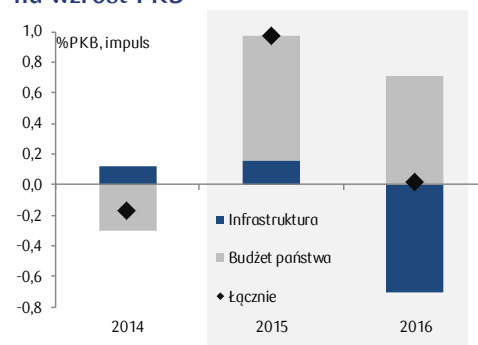
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

\*nominalnie,

<sup>^</sup>sektor przedsiębiorstw,

<sup>#</sup>pp. r/r.

### Wpływ polityki fiskalnej i quasi-fiskalnej na wzrost PKB



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

## (2). Procesy inflacyjne

### • Trendy bieżące

Inflacja CPI przejściowo spadła we wrześniu do -0,8% r/r, przy silnych spadkach cen paliw, nośników energii (za sprawą obniżenia przez URE taryfy gazowej dla gospodarstw domowych) oraz książek (wprowadzenie darmowych podręczników). Inflacja bazowa nieznacznie obniżyła się (do 0,2% r/r). W 3q po raz pierwszy od 4q2013 wzrosły ceny edukacji. Odwróceniu uległ również trend cen w kategorii „łączość”. **Rośnie natomiast dynamika cen żywności z powodu „efektów suszy”, które mogą dodać 0,1-0,3pp do inflacji CPI przez większe niż wskazuje wieloletnia średnia wzrosty cen owoców i warzyw.**

### • Prognoza średnioterminowa

Po spadku we wrześniu, w kolejnych miesiącach inflacja będzie stopniowo rosła i powinna zbliżyć się w okolice zera w grudniu, przy proinflacyjnym skutkach suszy, efektach niskiej bazy oraz utrzymującym się silnym wzroście popytu krajowego, ale będzie to ograniczane przez spadek globalnych cen żywności (indeks FAO spadł w sierpniu najsilniej od 2008 r.).

Normalizacja inflacji powinna być kontynuowana w 2016 r., gdy efekty bazy znowu będą mieć silny efekt pro-inflacyjny. **W kolejnych kwartałach rekordowo wysoka liczba ofert pracy** powinna spowodować albo szybszy niż obecnie oczekiwany spadek bezrobocia albo nasilenie presji płacowej - o ile nie zwiększy się napływ imigrantów (liczba pracodawców deklarujących chęć zatrudnienia obcokrajowca wzrosła w ciągu roku o 65%). Obecny trend relacji ofert pracy do liczby bezrobotnych jest spójny z realnym wzrostem płac w tempie 6% i spadkiem stopy bezrobocia w tempie 2pp rocznie.

Podczas gdy krajowe czynniki sugerują dalszy wzrost napięć na krajowym rynku pracy, rosnąca skala imigracji może tłumić „inflację płacową” i ograniczać spadek bezrobocia. W sumie prognozujemy, że w 2016 r. inflacja powróci do poziomu 1,2% (vs. -0,9% w 2015 r.).

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

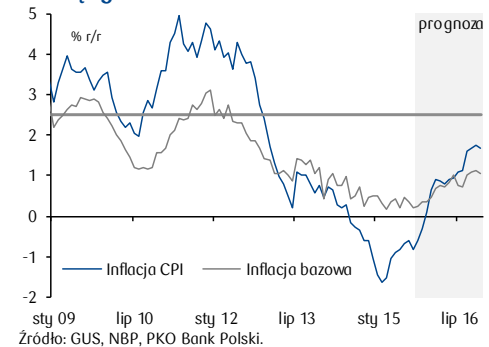
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: (1) kształtowanie się globalnych cen ropy i żywności, (2) kurs złotego osłabiony przez wzrost ryzyk dla krajów EM, ale mający potencjał do aprecjacji za sprawą łagodzenia ilościowego polityki pieniężnej w strefie euro przez EBC, (3) skala przełożenia się napięć na rynku pracy na wzrost płac, (4) skala osłabienia chińskiej waluty.

### Procesy inflacyjne\*

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

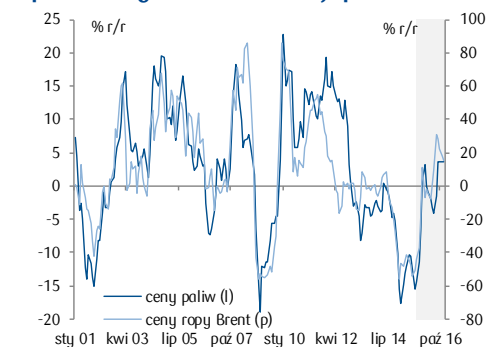
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu. \*kwartalne dane o PKB wg danych sprzed rewizji.

Po przejściowym obniżeniu we wrześniu, inflacja CPI będzie utrzymywać trend rosnący



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Wzrost cen ropy oraz efekty bazy przyczynią się do odwrócenia spadkowego trendu inflacji paliw



Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

### (3). Depozyty, kredyty

#### • Trendy bieżące

W 3q2015 nastąpiło wzmocnienie wzrostu kredytów i depozytów względem 2q2015 (po korekcji o kurs walutowy). Dynamika depozytów wzrosła do 7,1% r/r wobec 5,0% r/r w 2q2015, przy: (1) zwiększeniu dynamiki depozytów osób prywatnych (9,7% r/r vs. 9,0% w 2q) - przy odpływie środków z funduszy inwestycyjnych gospodarstw domowych (-0,8 mld zł w 3q wobec +2,6 mld zł w 2q), (2) spadku dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 10,8% r/r vs. 11,7% r/r w 2q), (3) stabilizacji depozytów samorządów (0,0% r/r vs. -3,7% r/r w 2q), (4) pogłębieniu spadku depozytów niemonetarnych instytucji finansowych (-10,3% r/r vs. -5,7% r/r w 2q). Wzrost kredytów lekko przyspieszył do 5,7% r/r w 3q (vs. 5,0% r/r w 2q), przy: (1) w miarę stabilnym wzroście kredytów mieszkaniowych (5,1% r/r vs. 5,3 r/r), (2) lekkim wzroście dynamiki kredytów konsumpcyjnych i pozostałych (5,8% r/r vs. 5,3% r/r), (3) szybszym wzroście kredytów dla przedsiębiorstw (6,5% r/r vs. 3,8% r/r), (4) znacznym wzroście dynamiki kredytów dla niemonetarnych instytucji finansowych (do 29,3% r/r z 18,7% r/r) i (5) niższej dynamice kredytów dla samorządów (1,2% r/r vs. 4,0% r/r).

#### • Prognoza średnioterminowa

W 2015 r. spodziewamy się stabilizacji wzrostu kredytów (na poziomie 5,7% r/r w 4q2015 i w 3q2015; skor. o kurs walutowy) oraz wyhamowania wzrostu depozytów (do 5,5% r/r w 4q 2015 z 7,1% r/r w 3q). W 2016 r. prognozujemy lekkie odbicie dynamiki kredytów do 6,1% r/r (skor. o FX) w rezultacie wyższego popytu na kredyt ze strony sektora prywatnego (efekt ożywienia gospodarczego i wzrostu inwestycji) w warunkach rekordowo niskich stóp procentowych NBP. W 2016 r. dynamika depozytów najprawdopodobniej lekko przyspieszy do 6,4% r/r (skor o FX), przy: (1) stabilnym wzroście dynamiki depozytów niefinansowych podmiotów gospodarczych (wpływ niskich stóp procentowych, dobrych wyników finansowych firm i aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw) oraz (2) zwiększeniu dynamiki depozytów osób prywatnych (przy założeniu przewagi efektu wzrostu dochodów ludności nad zwiększeniem zainteresowania alternatywnymi wobec depozytów formami oszczędzania w warunkach rekordowo niskich stóp procentowych).

#### • Czynniki ryzyka dla prognozy

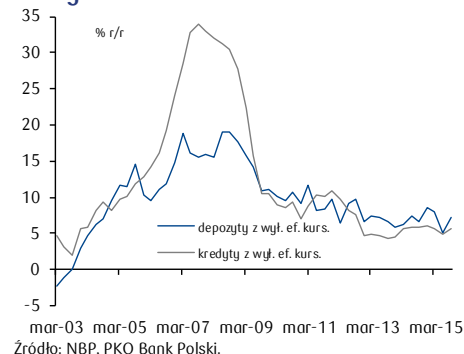
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala odpływu środków z depozytów do alternatywnych form oszczędzania przy rekordowo niskich stopach procentowych; (2) kształtowanie się popytu i podaży kredytów w warunkach zmian regulacyjnych (w tym wobec kredytów w CHF); (3) kurs walutowy: 10% deprecjacji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

#### Podaż pieniądza, kredyt

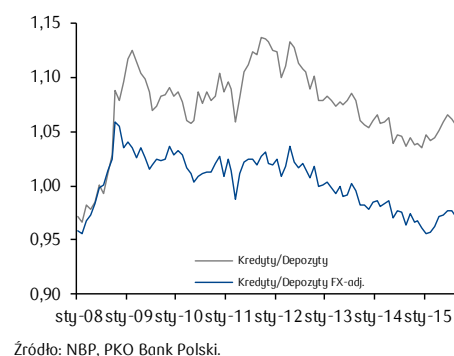
	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	2014	2015
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1059,2	1067,5	1078,6	1107,5	1146,0	1155,3	1168,9	1193,3	1059,2	1146,0
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,2	8,9	8,3	8,4	8,2	8,2	8,4	7,8	8,2	8,2
Podaż pieniądza M3 realna (% r/r)	9,2	10,4	9,1	9,3	8,1	7,4	7,4	6,2	9,2	8,1
Kredyty ogółem (mld PLN)	1007,1	1032,7	1053,8	1070,2	1073,1	1083,3	1102,1	1119,1	1007,1	1073,1
Kredyty ogółem (% r/r)	6,8	7,4	7,6	7,4	6,6	4,9	4,6	4,6	6,8	6,6
Kredyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	6,0	5,6	5,0	5,7	5,7	5,2	5,5	5,6	6,0	5,7
Kredyty ogółem (% PKB)	58,3	57,8	59,0	59,9	60,1	59,9	60,2	60,4	58,3	60,1
Depozyty ogółem (mld PLN)	972,3	989,1	989,0	1026,1	1029,2	1037,7	1050,2	1069,7	972,3	1029,2
Depozyty ogółem (% r/r)	9,3	8,9	5,8	7,6	5,9	4,9	6,2	4,3	9,3	5,9
Depozyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	8,6	7,9	5,0	7,1	5,5	4,7	6,2	6,2	8,6	5,5
Depozyty ogółem (% PKB)	56,2	55,4	55,4	57,5	57,6	57,4	57,4	57,7	56,2	57,6

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

#### Przyspieszenie 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 sierpniu do -0,3% PKB (w ujęciu 12-mies., vs. -0,4% PKB w lipcu i -2,0% PKB w 2014 r., po rewizji). Na nieznaczny deficyt CAB złożyły się nadwyżka handlowa (w wysokości 0,1% PKB), nadwyżka na rachunku usług (2,1% PKB) oraz deficyt dochodów (-2,5% PKB). Trend wzrostowy eksportu utrzymał się w sierpniu, mimo niekorzystnych wydarzeń w gospodarce globalnej (kolejne sygnały spowolnienia wzrostu w krajach wschodzących). Nadwyżka na rachunku finansowym (z wyłączeniem zmian w aktywach rezerwowych) obniżyła się w sierpniu do +0,6% PKB (z +2,3% PKB w 2q) przy niższym saldzie BIZ (+1,2% PKB vs. +1,3% PKB w 2q).

### • Prognoza średnioterminowa

pozytywne trendy sprzyjające redukcji nierównowagi zewnętrznej – włączając w to spadek importu ropy oraz niższe płatności odsetkowe i dywidendy – nadal będą obecne w dalszej części roku. Jednakże rewizja w dół salda CAB o -0,7% PKB w 2014 r. (włączenie szacunków działalności nielegalnej) spowodowała, że jesteśmy mniej optymistyczni jeżeli chodzi o wynik w 2015 r., gdyż czynniki rewizji w 2014 r. powinny również oddziaływać negatywnie na saldo w 2015 r. Profil rewizji (tzn. znacznie głębsza rewizja deficytu w 2014 r. niż w kolejnych miesiącach 2015 r.) sugeruje, że dane za 2015 r. mogą stopniowo być rewidowane w dół, gdy będą dostępne nowsze szacunki działalności nielegalnej.

Podsumowując, deficyt CAB powinien wynieść -0,5% PKB w 2015 r. i następnie powiększyć się w 2016 r. do -1,0/-1,5% PKB, przy czym deficyt w handlu towarami z wył. ropy niezmiennie się pogłębi a deficyt w handlu ropą (zakładamy stabilizację cen ropy) oraz saldo dochodów (wygaśnięcie efektów niższych stóp oraz wzrost dywidend z tytułu bezpośrednich inwestycji zagr.) nie będą się dalej poprawiać.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

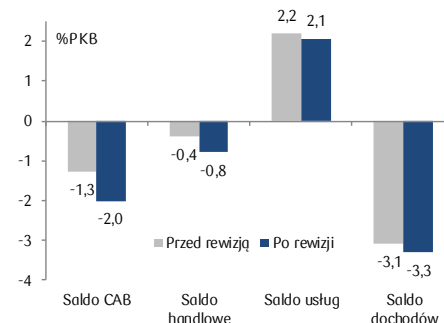
W średnioterminowej perspektywie głównymi ryzykami dla kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących pozostają: (1) recesja w krajach wschodzących, (2) zmiany kursu EURUSD oraz (3) ceny ropy naftowej.

## Równowaga zewnętrzna

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	2014	2015
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-1,3	-0,4	-0,4	-0,5	-1,1	-1,7	-1,8	-2,0	-0,5
Bilans handlowy (% PKB)	-0,8	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,8	-0,6	-0,8	0,0
Eksport (% r/r)	5,7	9,9	8,9	4,1	0,8	-1,6	1,0	3,0	6,4	5,9
Import (% r/r)	8,6	3,6	5,8	5,0	1,3	4,0	3,2	1,1	8,3	3,9
Saldo usług (% PKB)	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,2	-3,0	-2,6	-2,4	-2,6	-2,7	-3,1	-3,4	-3,2	-2,6
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,4	2,9	3,1	3,4	3,2	2,3	2,1	2,0	2,4	3,2
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	0,9	1,0	2,3	0,5	-0,5	0,7	0,4	1,0	0,9	-0,5
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto (% PKB)	2,0	1,6	1,3	1,6	2,0	2,5	2,7	2,3	2,0	2,0
Inwestycje portfelowo udziałowe (%PKB)	0,4	-0,6	-1,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	0,4	-3,0
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-1,8	-2,8	-5,7	-3,1	-1,8	-0,4	0,7	0,7	-1,8	-1,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	-0,1	-1,4	-3,8	-2,5	-1,2	-0,8	0,0	-0,5	-0,1	-1,2
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-0,7	-0,7	-1,2	-1,0
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,0	69,8	69,1	66,2	66,1	65,9	65,8	65,7	72,0	66,1
Sektor publiczny (% PKB)	31,2	29,4	29,2	28,0	28,0	28,0	28,0	27,9	31,2	28,0
Sektor prywatny (% PKB)	41,4	40,4	40,1	38,3	38,2	38,1	38,0	38,0	41,4	38,2

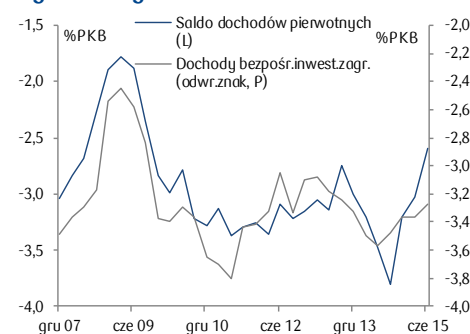
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; \*prezentacja jak w Bilansie Płatniczym - znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

## Rewizja rachunku obrotów bieżących w 2014 r.



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

## Deficyt dochodów pierwotnych vs. zwrot z bezpośrednich inwestycji zagranicznych\*



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

\*Szac. PKO w oparciu o ROE firm z udziałem kapitału zagranicznego.

## (5). Polityka pieniężna

### • Trendy bieżące

Na październikowym posiedzeniu RPP nie zmieniła stóp procentowych NBP (referencyjna nadal wynosi 1,50%). Rada stwierdziła w komunikacie, że wzrosła niepewność dotycząca tempa powrotu inflacji do celu, ale jednocześnie nie zmieniła umiarkowanie optymistycznej oceny perspektyw gospodarki. Wypowiedzi na konferencji prasowej (nie tylko M. Belki i A. Zielińskiej-Głębockiej, ale również skrajnie „gołębiego” J. Osiatyńskiego) potwierdziły, że **Rada obecnej kadencji nie zamierza zmieniać stóp.**

### • Prognoza średnioterminowa

W scenariuszu bazowym zakładamy brak zmian stóp w 2016 r. Biorąc jednak pod uwagę dużą niepewność co do otoczenia zewnętrznego nie można wg nas wykluczyć wznowienia obniżek w przyszłym roku. Scenariusz ten mógłby się zrealizować w przypadku: (1) wydłużenia się deflacji do pierwszej połowy 2016 r. lub (2) wyraźnego obniżenia ścieżki wzrostu PKB (do 2,5-3,0%). **Takie warunki mogą skłonić nową RPP do dalszej stymulacji monetarnej (prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniamy na 35%).**

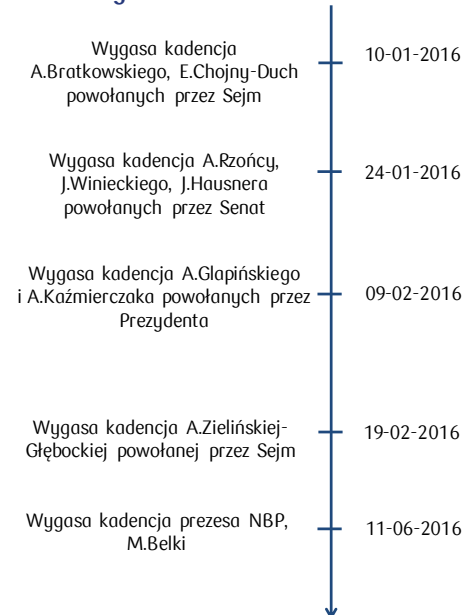
Proces zmiany składu Rady (mający miejsce pomiędzy styczniem a czerwcem 2016 r.) w połączeniu z chęcią utrzymywania ograniczonego dysparytetu stóp pomiędzy Polską a strefą euro zadecyduje naszym zdaniem o **rozpoczęciu podwyżek stóp dopiero na początku 2017 r., mimo wyraźnego wzrostu inflacji CPI (która jednak przekroczy naszym zdaniem dolne ograniczenie celu NBP dopiero w drugiej połowie 2016 r.).**

RPP będzie mogła pozostawić stopy na niezmiennym poziomie z uwagi na ujemny impuls inflacyjny o wartości 0,3-0,5pp będący skutkiem obniżki stawki VAT w styczniu 2017 r., kiedy obecna, obniżona stawka wygasa. Mimo to **polityka monetarna w najbliższych latach będzie prawdopodobnie najłagodniejsza w historii – nie wykluczamy przejściowego spadku realnej stopy procentowej poniżej zera w 2016 r.**

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

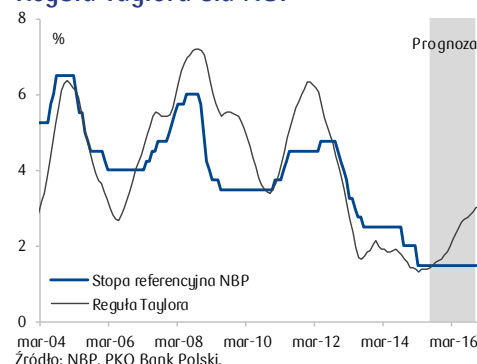
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych to: (1) **uwarunkowania polityczne zmiany składu RPP**, (2) **kształtowanie się cen surowców na świecie**, (3) **kształtowanie się kursu złotego.**

### Harmonogram zmian w RPP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Reguła Taylora dla NBP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Polityka pieniężna\*

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	2014	2015
Stopa referencyjna (%)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	3,03	3,02	2,32	2,33	1,40	0,64	0,55	-0,10	3,03	1,40
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,52	1,28	1,33	1,30	1,14	0,75	0,47	0,48	1,52	1,14
Stopa lombardowa (%)	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	3,00	2,50
Stopa depozytowa (%)	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	0,50
Stopa redysk. weksli(%)	2,25	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,25	1,75
Stopa rezerwy obowiązkowej (%)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
REER defl. CPI (% r/r)	-0,3	-5,3	-3,4	0,8	0,8	3,4	0,5	0,1	0,7	-1,8
Nominalny PKB (% r/r)	3,1	3,5	3,4	2,7	3,2	4,6	4,9	5,2	3,8	3,7

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.\*kwartalne dynamiki PKB wg stanu sprzed rewizji.

## (6). Polityka fiskalna

### Trendy bieżące

Deficyt sektora publicznego w 2q2015 (ESA2010) wyniósł -2,8% PKB (vs. -3,1% PKB w 1q2015, 4kw. skum). Deficyt pierwotny ukształtował się w 2q2015 na poziomie -0,8% PKB (vs. -1,0% PKB w 1q2015), a deficyt pierwotny strukturalny -0,7 PKB (vs. -0,9% PKB w 1q2015). Po dostosowaniu o zmiany w systemie emerytalnym skorygowany, strukturalny deficyt pierwotny wyniósł -2,5%PKB w 2q, wzrost o 0,1pp r/r, co oznacza kontynuację niewielkiego poluzowania fiskalnego. Dług publiczny wzrósł do 51,0% PKB (vs. 50,9% PKB w 1q2015) i nadal pozostaje na ścieżce wzrostowej.

### Prognoza średnioterminowa

Ogłoszony projekt budżetu państwa na 2016 r zakłada wzrost deficytu o 18% do 54,6 mld PLN (-3,0% PKB) z 46,1 mld PLN (-2,6% PKB) w 2015 r. Biorąc pod uwagę oczekiwany dalszy spadek kosztów obsługi zadłużenia (opóźnione efekty niższych rentowności obligacji), implikuje to w 2016 r. **stymulację fiskalną na poziomie budżetu państwa rządu 0,5-0,7% PKB**. Jednakże plany inwestycji infrastrukturalnych sugerują, że **inwestycje publiczne poza budżetem centralnym mogą obniżyć się nawet o 0,7% PKB w przyszłym roku**, wskutek spadku inwestycji samorządów oraz inwestycji kolejowych. Łączny wpływ fiskalnych i quasi-fiskalnych wydatków powinien być neutralny dla dynamiki PKB w przyszłym roku (por. [Rządowe zacieśnienie vs. samorządowe poluzowanie](#)). Ponieważ jednak dynamika PKB będzie pod wpływem zarówno trendów pro-, jak i anty-wzrostowych, inwestycje publiczne są dodatkowym źródłem niepewności prognoz PKB na 2016 r.

Każde odchylenie od obecnych planów może prowadzić do wzrostu zmienności dynamiki PKB, zwiększając ryzyko zaskoczeń. Jest to odzwierciedlone w szerokości przedziału rynkowych prognoz wzrostu PKB na 2016 r. (najniższa 2,5%; najwyższa 4,2%).

Zmieniające się uwarunkowania polityczne sugerują, że **polityka fiskalna w 2016 r. nadal pozostanie łagodna**. Obecnie zostajemy przy naszej prognozie deficytu sektora finansów publicznych (wg ESA) na poziomie -3,0% PKB (z neutralnym bilansem ryzyk).

### Czynniki ryzyka dla prognozy

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

### Polityka fiskalna†

	4q14	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	2014	2015
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,3	-3,1	-2,8	-3,0	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,3	-3,2
Dochoły (% PKB, ESA2010)	38,8	38,9	38,9	38,9	39,0	39,2	39,6	39,9	38,8	39,0
Wydatki (% PKB, ESA2010)	42,1	42,0	41,8	41,9	42,3	42,4	42,9	42,9	42,1	42,3
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,3	-1,0	-0,8	-1,0	-1,3	-1,3	-1,5	-1,3	-1,3	-1,3
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB, ESA2010)	-1,2	-0,9	-0,7	-0,9	-1,2	-1,1	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,4	50,9	51,0	51,8	52,7	52,9	53,0	53,1	50,4	52,7
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	-1,7	x	x	x	-2,6	x	x	x	-1,7	-2,6
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	-2,0	x	x	x	-2,9	x	x	x	-2,0	-2,9
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	47,8	x	x	x	48,7	x	x	x	47,8	48,7

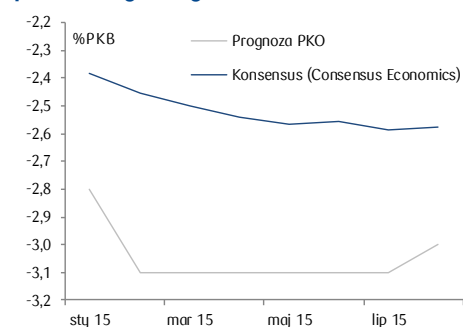
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczyjących.

### Kalkulator polityki fiskalnej

%PKB	2014	2015	2016
Drogi	0,6	0,7	1,0
Koleje	0,4	0,5	0,3
Samorządy	2,3	2,2	1,4
Deficyt budżetu państwa*	-0,3	0,5	1,2
Łącznie	2,9	3,9	3,9
%PKB, r/r			
Drogi	-0,2	0,1	0,3
Koleje	0,1	0,1	-0,2
Samorządy	0,3	-0,1	-0,8
Deficyt budżetu państwa*	-0,3	0,8	0,7
Łącznie	-0,2	1,0	0,0

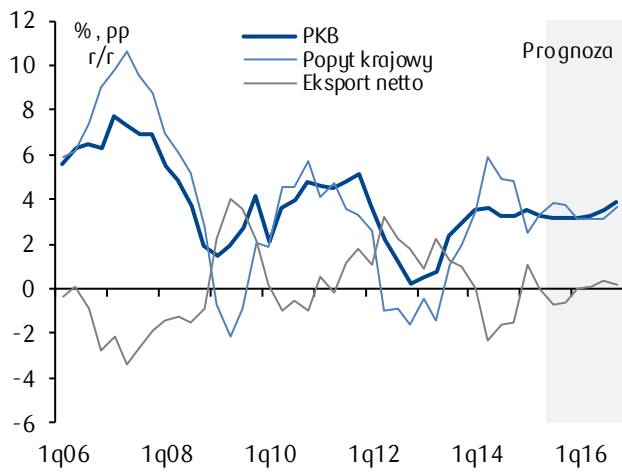
Źródło: MIR, MinFin, GUS, PKO Bank Polski. \*Deficyt pierwotny budżetu państwa (z wył. kosztów obsługi długu), odwrócony znak.

### Ewolucja prognoz deficytu sektora publicznego (wg ESA) w 2016 r.

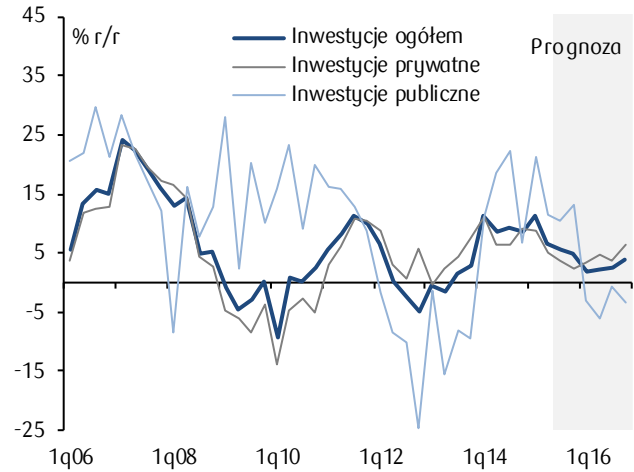


Źródło: Consensus Economics, PKO Bank Polski.

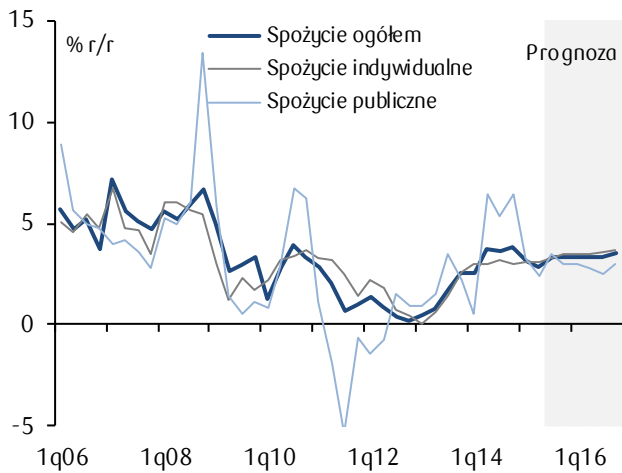
**Realny PKB<sup>^</sup>**



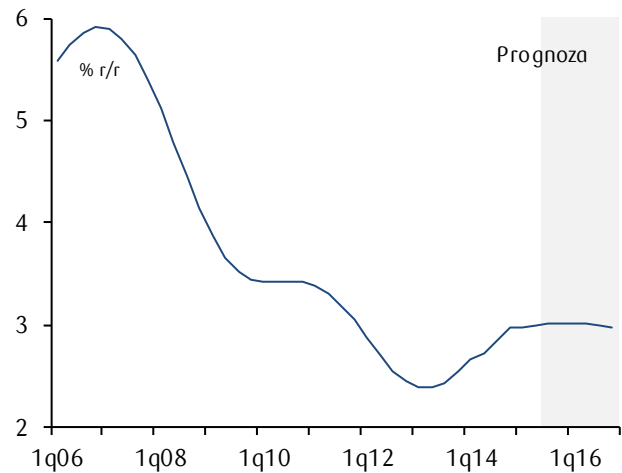
**Popyt inwestycyjny<sup>^</sup>**



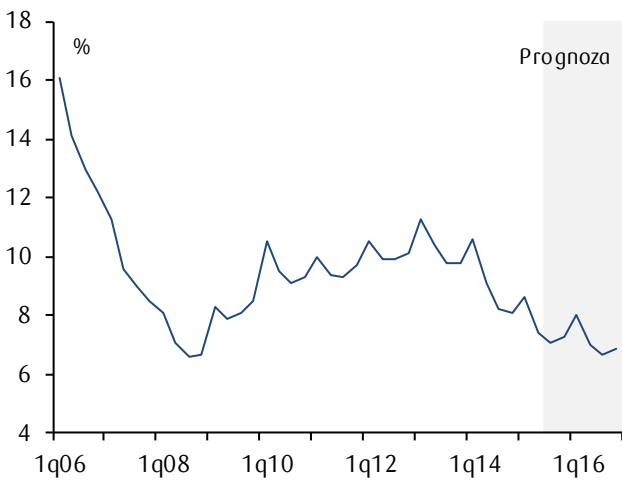
**Popyt konsumpcyjny<sup>^</sup>**



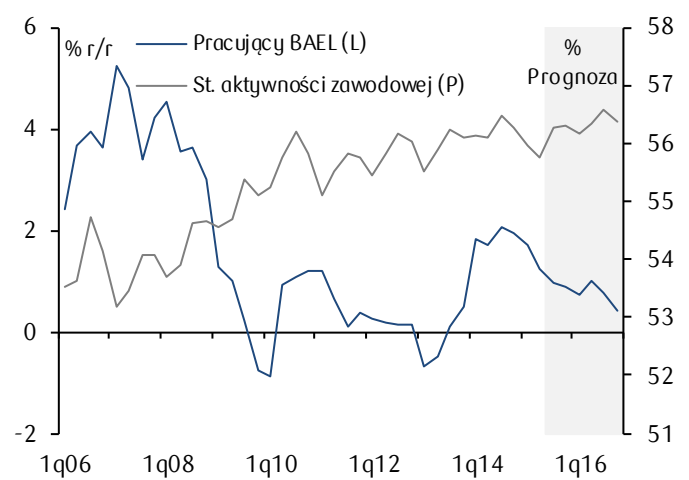
**Produkt potencjalny<sup>\*</sup>**



**Stopa bezrobocia BAEL<sup>\*\*</sup>**



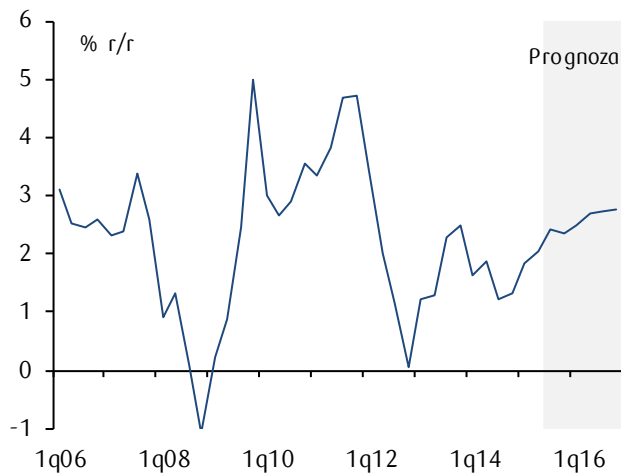
**Pracujący BAEL i aktywność zawodowa<sup>\*\*</sup>**



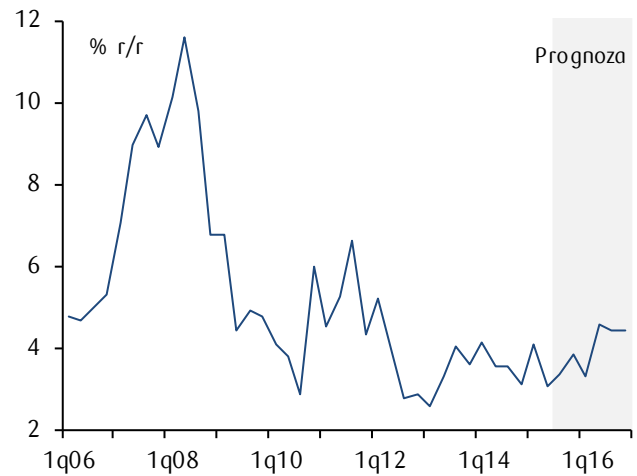
Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych, \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. profile kwartalne wg danych sprzed rewizji.



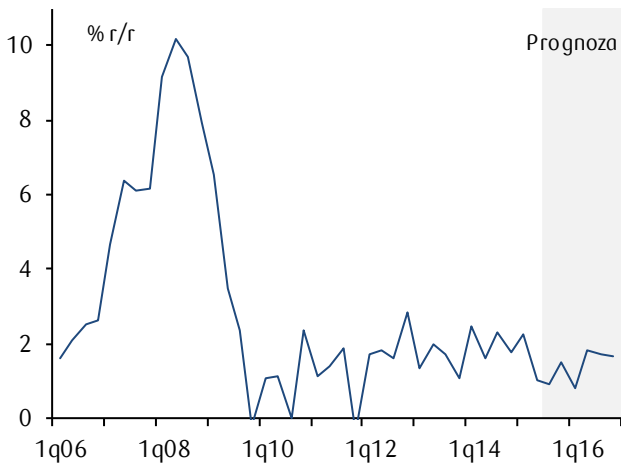
**Wydajność pracy**



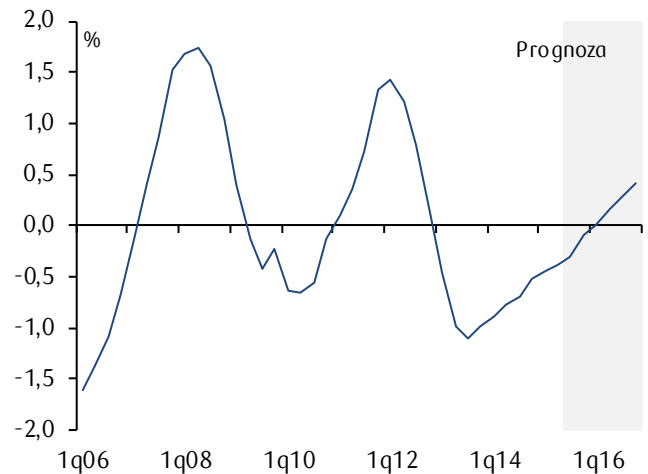
**Płace w gospodarce narodowej**



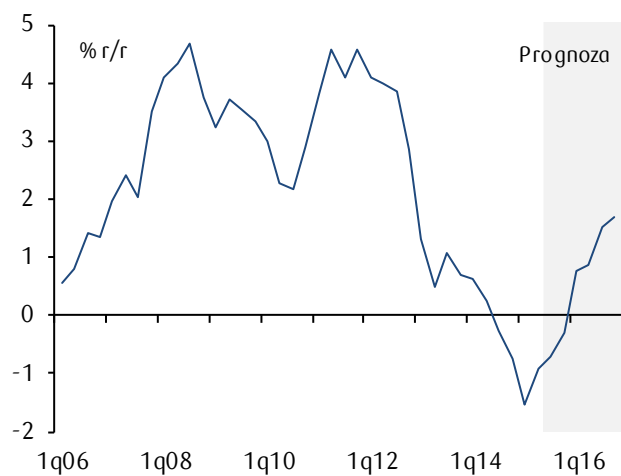
**Jednostkowe koszty pracy**



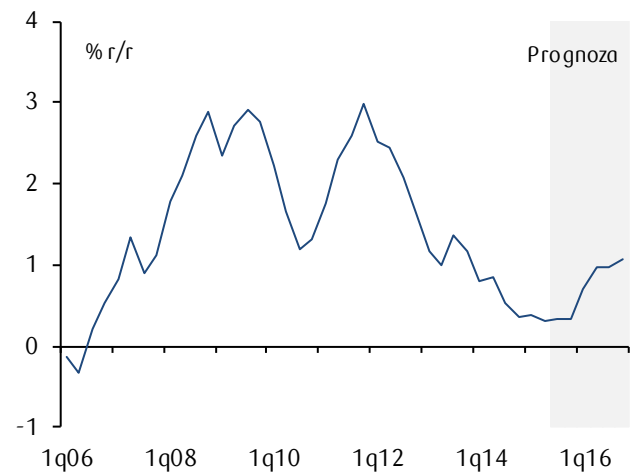
**Luka popytowa**



**Inflacja CPI**

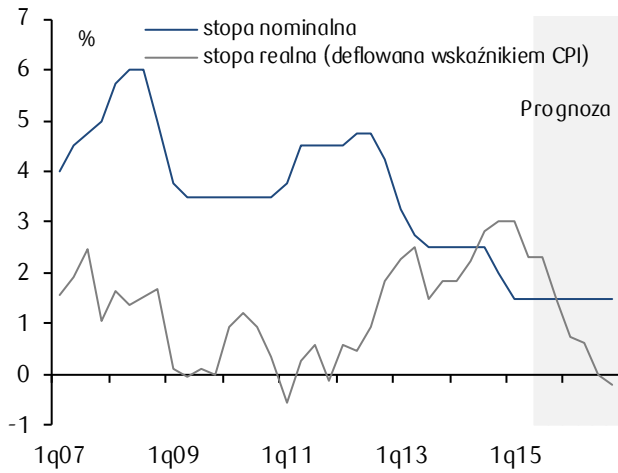


**Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)**

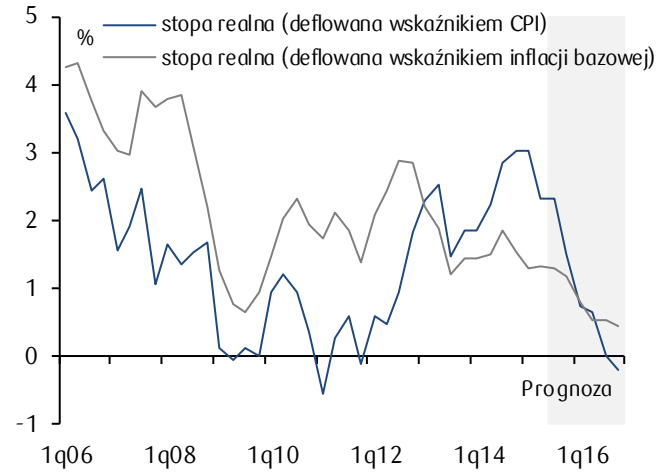


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

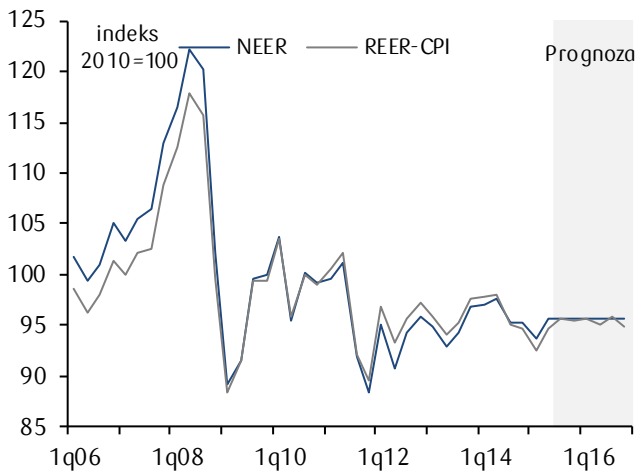
Stopy nominalne vs. realne



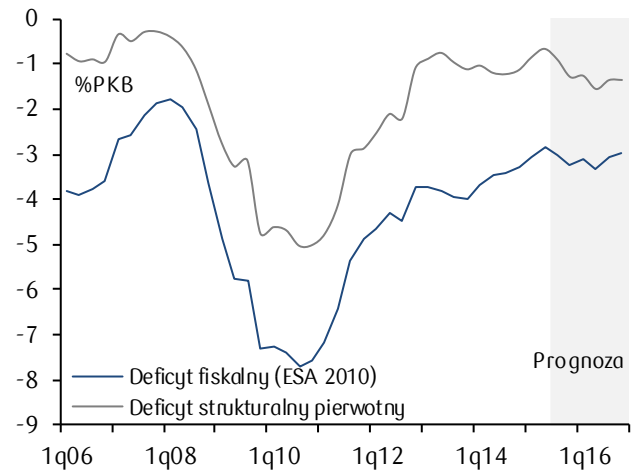
Stopy realne



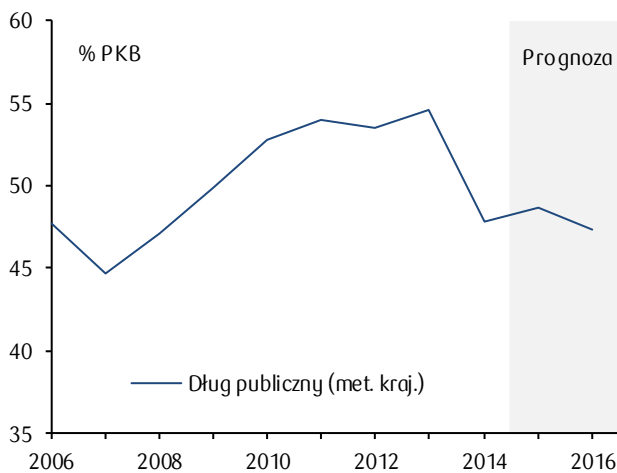
Założenia dotyczące NEER i REER\*



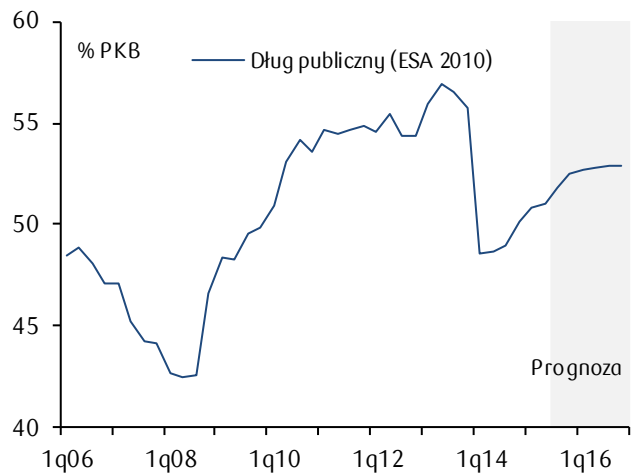
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)



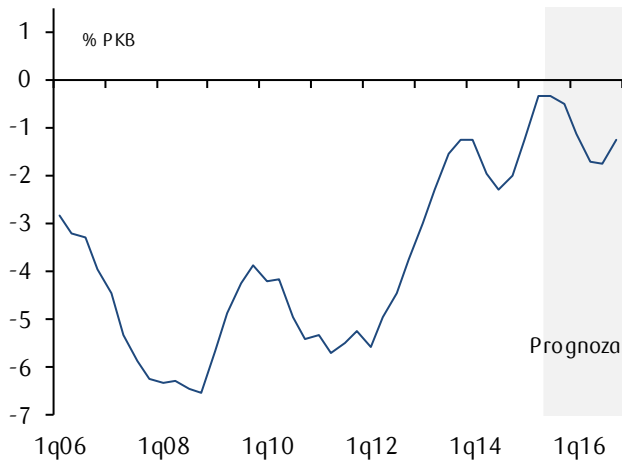
Dług publiczny (ESA 2010)



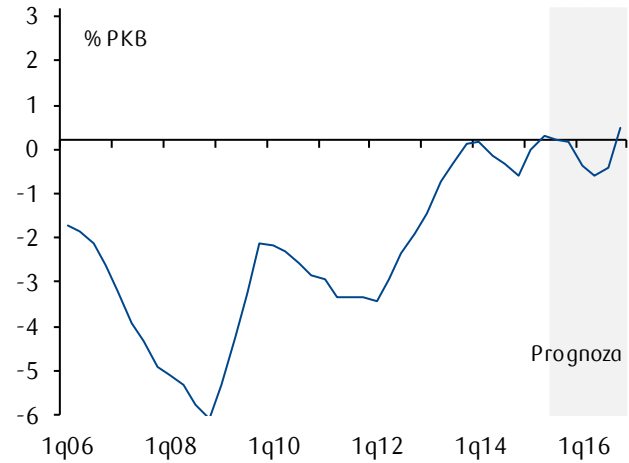
Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.\*wzrost oznacza aprecjację.



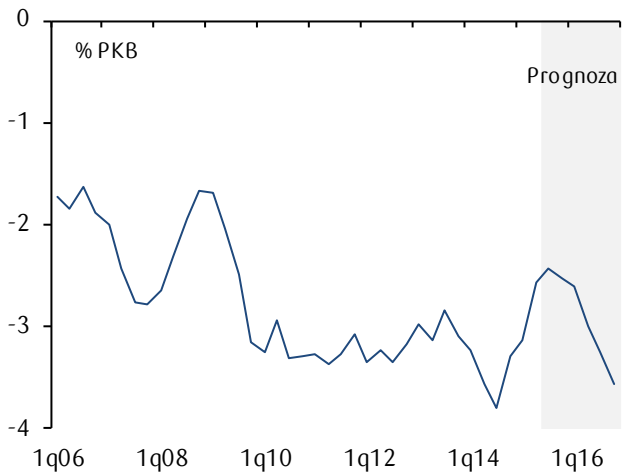
**Saldo rachunku obrotów bieżących**



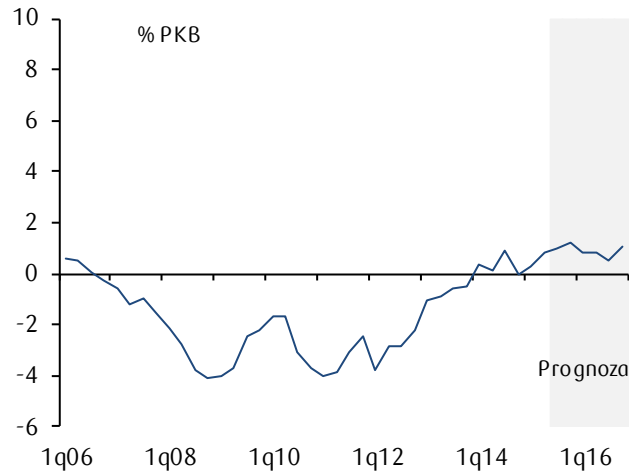
**Saldo handlu zagranicznego**



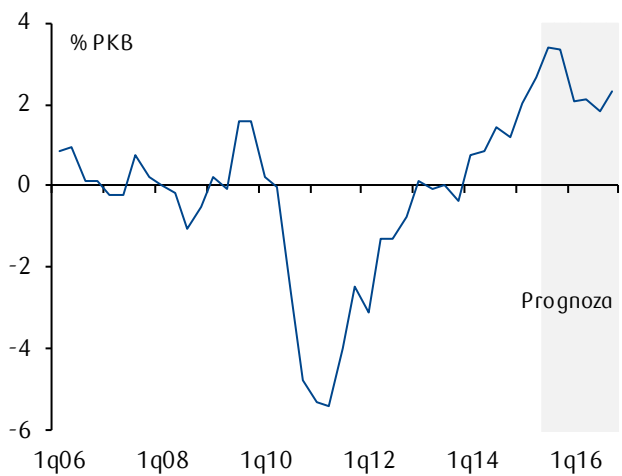
**Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych**



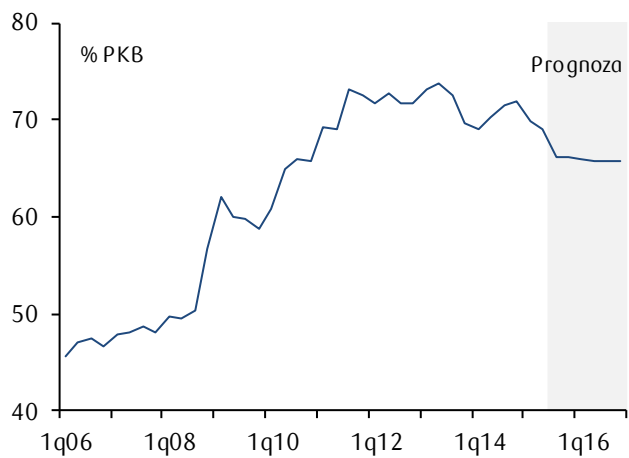
**Saldo CAB i FDI<sup>^</sup>**



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



**Zadłużenie zagraniczne**



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



## Prognozy długoterminowe

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Sfera realna</b>									
Realny PKB (% r/r)	3,9	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,3	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	5,0	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,4	3,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	3,3	2,5	3,3	0,8	0,2	2,6	3,2	3,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,4	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	9,8	6,4	2,9
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	6,1	2,3	2,1	3,4	0,1	0,2	4,5	3,8	3,3
Zapasy (pkt. proc.)^	-1,1	-2,6	2,1	0,8	-0,6	-0,9	0,4	-0,4	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)^	-1,1	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,6	-0,1	0,2
Produkt potencjalny (% r/r)	4,6	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,1	3,1
Nominalny PKB (mld PLN)	1277	1362	1445	1567	1629	1656	1719	1783	1875
<b>Rynek Pracy</b>									
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	7,3	6,9
Pracujący BAEL (% r/r)	3,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	0,5	1,9	0,9	0,4
Płace nominalne (% r/r)	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,6	4,2
St. akt. zawodowej (%)	54,7	55,1	55,8	55,7	56,0	56,1	56,3	56,3	56,4
ULC (% r/r)	9,2	3,0	1,1	1,0	2,0	1,5	2,0	1,6	1,6
Wydajność pracy (% r/r)	0,3	2,1	3,0	4,1	1,7	1,8	1,5	2,0	2,6
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	-0,1	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1
<b>Procesy inflacyjne</b>									
Inflacja CPI (% r/r)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	1,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,5
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,3	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	0,2
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,4	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	0,5
Inflacja bazowa (% r/r)	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	0,9
Deflator PKB (% r/r)	2,4	4,9	1,6	3,4	2,0	1,2	0,6	-0,2	1,6
<b>Agregaty monetarne</b>									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	666,2	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,2	1146,0	1244,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	8,2	8,7
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	15,3	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	8,1	7,0
Kredyty ogółem (mld PLN)	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1073,1	1128,2
Kredyty ogółem (% r/r)	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	6,6	5,1
Depozyty ogółem (mld PLN)	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1029,2	1090,7
Depozyty ogółem (% r/r)	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	5,9	6,0
<b>Bilans płatniczy</b>									
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-6,5	-3,9	-5,4	-5,3	-3,7	-1,3	-2,0	-0,5	-1,2
Bilans handlowy (%PKB)	-6,3	-2,3	-3,0	-3,5	-2,1	-0,1	-0,8	0,0	0,3
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	1,8	2,6	1,2	0,8	2,0	2,0	2,3
<b>Polityka fiskalna</b>									
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,6	-7,3	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-3,2	-3,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-4,8	-5,1	-2,3	-1,0	-1,5	-1,3	-1,3	-1,2
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB)	-1,9	-4,8	-5,0	-2,9	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	46,6	49,8	53,6	54,4	54,0	55,9	50,4	52,7	53,1
<b>Polityka pieniężna</b>									
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,67	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	1,40	-0,20
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,14	0,77
Stopa lombardowa (%)	6,50	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50
REER defl. CPI (% r/r)	7,8	-15,0	5,2	-3,5	-0,4	0,0	0,7	-1,8	0,8

Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, \*popyt krajowy z wyłączeniem zapasów. ^dane roczne 2011-2014 szac. PKO.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny, jest przeznaczony wyłącznie dla klientów Grupy PKO Banku Polskiego i nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługi doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Grupa PKO BP SA dołożyła wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Klienci Grupy PKO BP SA ponoszą odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych, podjętych z uwzględnieniem informacji zamieszczonych w niniejszym materiale. Niniejszy materiał został przygotowany i/lub przekazany przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.