

Deflator PKB zaniża wzrost gospodarczy?

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 3% PKB po wygaśnięciu jednorazowych źródeł dochodów z 2016 r. (wpływy z aukcji LTE i duża wpłata zysku NBP).
- Oczekujemy, że inflacja CPI pozostanie ujemna do 4q (w przypadku niewprowadzenia podatku handlowego w tym roku – nawet do grudnia), a na koniec roku wyniesie ok. 0,6%. Głównymi czynnikami wpływającymi na inflację w ciągu najbliższych 12 miesięcy będą zmiany cen surowców oraz polityka podatkowa i regulacyjna. Naszym bazowym scenariuszem pozostaje brak zmian stóp NBP w 2016 r. Niemniej, z uwagi na ryzyka związane z sytuacją na rynkach wschodzących (w tym Chinach) oraz przedłużającą się deflację nie można wykluczyć wznowienia obniżek w tym roku. Scenariusz ten mógłby się zrealizować w przypadku wyraźnego obniżenia ścieżki wzrostu PKB (poniżej 3,0%).
- Szacujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrośnie w 2016 r. do -0,7% PKB, ponieważ stabilizacji wzrostu eksportu będzie towarzyszyć przyspieszenie importu na skutek wzmocnienia wzrostu popytu krajowego. Jednocześnie, oczekujemy pogorszenia salda rachunku finansowego do -1,6% PKB w efekcie trendów na globalnym rynku finansowym.
- W końcu 2016 r. prognozujemy stabilny wzrost kredytów o 6% (skor. o FX), podobnie jak w 4q2015 oraz wyhamowanie dynamiki depozytów do 6,5% z 7,1% w 4q2015 w warunkach niskich stóp procentowych.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych analizy.makro@pkobp.pl

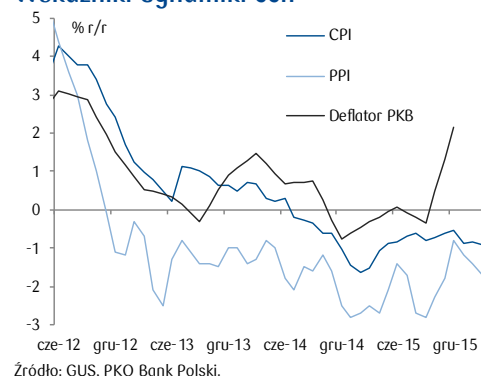
Piotr Bujak
Starszy Ekonomista
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 81 34

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Karolina Sędzimir
Ekonomista
tel. 22 521 81 28

Wskaźniki dynamiki cen



Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2015	2016
Realny PKB (% r/r)	3,6	3,1	3,4	4,3	3,3	3,0	3,8	3,9	4,0	3,6	3,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,6	7,4	7,1	6,9	7,4	6,4	6,1	6,3	6,8	6,9	6,3
Inflacja CPI† (% r/r)	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,9	-0,7	0,0	0,6	1,8	-0,5	0,6
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,3	0,5	0,7	1,4	0,2	0,7
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,8	-0,7	-0,8	-0,2	-0,7
Deficyt fiskalny (% PKB)*†	-3,3	-3,1	-2,9	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,6	-2,6
Dług publiczny (% PKB)*†	50,9	51,0	51,8	51,3	51,1	50,9	50,7	50,7	50,2	51,3	50,7
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	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 gospodarczy na koniec 2015 r. był stymulowany jednorazowo przez finalizację rozliczeń projektów ze starej perspektywy finansowej UE, które dodały do dynamiki w 4q 0,4-0,6pp, natomiast trend wzrostowy PKB utrzymał się w okolicach 3,5%. Różnica między dynamiką nominalną (6,6% r/r) a realną (4,3% r/r) była najwyższa od ponad 3 lat implikując wzrost deflatora PKB o 2,2% r/r w 4q. Wzrost deflatora wynikał prawie w całości ze wzrostu deflatora eksportu netto - efekt istotnej poprawy *terms-of-trade*. **Dynamika dochodu krajowego brutto, DKB (PKB skorygowany o efekt zmiany *terms-of-trade*) wyniosła w 4q prawie 7,0% r/r. W całym 2015 roku wzrost DKB wyniósł 5,0% (vs. wzrost PKB 3,6%). Miesięczne dane ze sfery realnej wskazują, że dynamika wzrostu PKB w 1q2016 obniżyła się do 3,3-3,5% r/r (vs. 4,3% r/r w 4q).**

Prognoza średnioterminowa

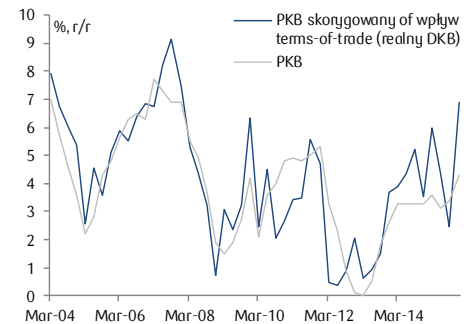
Oczekiwana zmiana struktury PKB - z większą rolą konsumpcji - właśnie się zaczęła się realizować, a wzrost gospodarczy staje się bardziej inflacjogeny. Oczekujemy stabilizacji dynamiki PKB w 2016 r. na poziomie 3,5%, przy czym początek roku będzie nieco słabszy ze względu na okres przejściowy między starą a nową perspektywą finansową UE, a koniec roku silniejszy dzięki pełnemu wdrożeniu w życie rządowej stymulacji fiskalnej. Na razie wpływ pogorszenia koniunktury na rynkach wschodzących na gospodarkę Polski jest ograniczony, m.in. dzięki korzystnym dla strefy euro i Polski (importerzy netto surowców) spadkom cen surowców, w tym ropy.

Wzrost spożycia indywidualnego może przyspieszyć do 4-5% r/r a wzrost sprzedaży detalicznej powyżej 10% r/r już w 3q2016 po rozpoczęciu programu 500+, przy dalszej poprawie sytuacji na rynku pracy. Wzrost inwestycji spowolni z uwagi na spadek wielkości projektów współfinansowanych przez UE oraz obniżenie podaży kredytów. Potwierdzają to już spadek wartości planowanych inwestycji oraz plany budżetowe samorządów.

Czynniki ryzyka dla prognozy

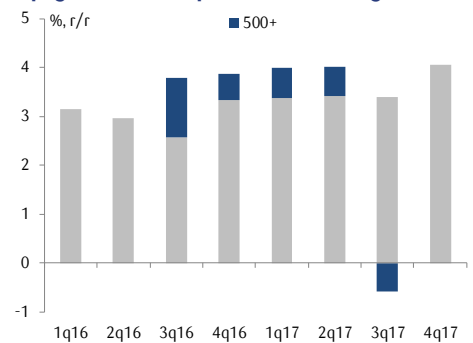
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) dalsze losy globalnego ożywienia (Chiny, USA, strefa euro), (2) wynik referendum w Wielkiej Brytanii dotyczącego członkostwa w UE i (3) krajowe uwarunkowania polityczne.

Dynamika realnego PKB i DKB



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wpływ 500+ na profil kwartalny PKB



Źródło: PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2015	2016
Realny PKB (% r/r)	3,6	3,1	3,4	4,3	3,3	3,0	3,8	3,9	4,0	3,6	3,5
Popyt krajowy (pkt. proc.)	2,8	3,0	2,9	4,4	3,2	3,7	4,3	4,4	4,6	2,5	3,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,0	3,5	3,5	4,7	4,5	4,5	3,1	4,0
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,3	3,4	3,1	4,3	3,2	3,1	3,8	4,0	4,7	3,8	3,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	11,8	5,8	4,4	4,4	1,9	2,3	2,5	4,0	8,0	5,8	2,9
Publiczne [‡] (% r/r)	19,2	3,7	-1,2	3,5	-8,5	-19,6	-7,5	-10,9	8,9	4,4	-11,5
Prywatne [‡] (% r/r)	9,9	6,4	6,3	4,7	4,7	8,2	5,7	8,7	7,8	6,3	7,2
Zapasy (pkt. proc.) [^]	-1,4	-0,4	-0,1	0,2	0,0	0,7	0,5	0,4	0,0	-0,4	0,4
Eksport netto (pkt. proc.) [^]	0,8	0,1	0,5	-0,1	0,1	-0,7	-0,5	-0,5	-0,6	1,1	-0,4
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,3	3,9	4,3	5,6	3,4	6,4	6,9	5,0	6,2	4,9	5,4
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,6	7,4	7,1	6,9	7,4	6,4	6,1	6,3	6,8	6,9	6,3
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,1	3,2

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

(2). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Inflacja CPI spadła w marcu do **-0,9% r/r** z **-0,5% r/r** na koniec 2015 r., na skutek obniżenia cen regulowanych (energia elektryczna, gaz, leki refundowane), a także kontynuacji spadków cen paliw oraz obniżki cen telewizji kablowej i satelitarnej. Ceny żywności wzrosły o 0,9% r/r pomimo kontynuacji spadków cen globalnych (FAO) (po przeliczeniu na złote ich dynamika była najniższa od kwietnia 2005 r.). Inflacja bazowa spadła do **-0,2% r/r**, najniższego poziomu od czerwca 2006 r. Ceny ropy po przejściowym spadku do 25,76 USD/b w styczniu, odbiły do góry i ustabilizowały się na poziomie około 37-40 USD/baryłkę, a w kwietniu wzrosły powyżej 40 USD/b.

• Prognoza średnioterminowa

Oczekujemy, że inflacja CPI pozostanie ujemna do 4q (w przypadku niewprowadzenia podatku handlowego w tym roku – nawet do grudnia), a na koniec roku wyniesie ok. **0,6%**. Ilościowe modele inflacji (bazujące na analizie szeregów czasowych) pokazują zerową inflację na koniec roku. Uzupełniamy tę prognozę o następujące czynniki:

- (1) zakładamy, że wzrost składek na ubezpieczenia samochodów doda ok. 0,18pp do inflacji na koniec roku,
- (2) szacujemy, że podatek handlowy może podnieść ścieżkę inflacyjną o 0,3-0,5pp (jeżeli zostanie wprowadzony w tym roku),
- (3) program 500+ i rosnąca presja płacowa mogą podnieść poziom cen o 0,3-0,4pp,
- (4) potencjalny dalszy spadek cen gazu (obniżkę taryfy gazowej w kwietniu wliczamy do prognozy bazowej) może odjąć 0,1pp od inflacji na koniec roku, a
- (5) podniesienie opłaty paliwowej o 10 groszy (+VAT) może podnieść ścieżkę inflacji o 0,13 pp.

Suma ww. składowych implikuje górną granicę przedziału prognozy inflacji CPI na koniec roku na poziomie 1,0-1,2% r/r. Zakładając średnią dla powyższych skrajnych szacunków inflacji oraz pojawiające się oznaki wzrostu cen surowców, w scenariuszu bazowym oczekujemy wzrostu inflacji CPI do ok. **0,6% r/r** w grudniu (Tabela) i **-0,4%** średnio w całym 2016 r.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

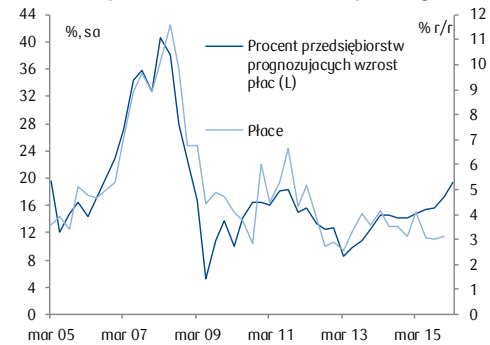
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: (1) kształtowanie się globalnych cen ropy i żywności, (2) skala wzrostu płac (ryzyko w górę), (3) skala osłabienia juana (ryzyko w dół), (4) ostateczny kształt i termin wprowadzenia podatku handlowego (ryzyko w górę), (5) skala deprecjacji złotego (przenosząca się na wzrost inflacji importowanej), (6) inne działania fiskalne rządu (np. podniesienie opłaty paliwowej).

Procesy inflacyjne

	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2015	2016
Inflacja CPI↑ (% r/r)	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,9	-0,7	0,0	0,6	1,8	-0,5	0,6
Inflacja CPI – średnia w okresie (% r/r)	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,9	-0,8	-0,4	0,4	1,6	-0,9	-0,4
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,9	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,4	0,5	0,7	0,9	-0,4	0,4
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,9	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,2	-1,1	-0,8	0,0	-0,7	-0,9
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,7	0,2	0,1
Inflacja bazowa↑ (% r/r)	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,3	0,5	0,7	1,4	0,2	0,7
Inflacja PPI↑ (% r/r)	-2,5	-1,4	-2,8	-0,8	-1,7	-0,2	-0,6	-1,2	0,2	-0,8	-1,2
Deflator PKB (% r/r)	-0,3	0,1	-0,4	2,2	1,0	1,2	1,2	1,2	1,9	0,0	1,1
Płace nominalne (% r/r)	4,1	3,1	3,0	3,2	3,2	3,8	4,0	4,4	3,5	3,3	3,8
ULC (% r/r)	2,2	1,2	0,7	0,8	1,9	2,3	1,4	1,6	0,5	1,2	1,8
Wydajność pracy (% r/r)	1,9	1,9	2,3	2,3	1,3	1,5	2,5	2,7	3,0	2,1	2,0
Nominalny PKB (% r/r)	3,3	3,2	3,0	6,6	4,3	4,2	5,0	5,1	6,0	4,1	4,6

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, 1 dane na koniec okresu.

Wzrost płac vs. oczekiwania podwyżek



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Prognoza inflacji CPI w grudniu 2016 r.: składowe i czynniki ryzyka

	% pp
Prognoza ilościowa [^]	0,00
Wyższy koszt ubezpieczenia samochodu	0,18
Podatek handlowy [*]	0,00-0,52
500+ ^{**}	0,20-0,30
Silniejszy wzrost płac	0,11
Podniesienie opłaty paliwowej	0,00-0,13
Obniżki cen gazu	-0,08
Prognoza ilościowa + inne czynniki ^{^^}	0,40-1,17
Prognoza PKO BP	0,6

Źródło: PKO Bank Polski. [^]Średni szacunek z modeli szeregów czasowych (przy założeniu stałych cen ropy), ^{*}wyższy wpływ, jeżeli mali sprzedawcy (niepłacący podatku) zdecydują się podnieść ceny równoległe do dużych sprzedawców (opodatkowanych), ^{**}szacowany wpływ na inflację zależy od importochłonności konsumpcji oraz rozmiarów efektu przypisania. NB. wrażliwość inflacji na zmiany cen ropy: zmiana ceny ropy Brent w skali 10 USD/b zmniejsza/zwiększa stopę inflacji CPI o 0,3pp.

(3). Depozyty, kredyty

• Trendy bieżące

Na podstawie wstępnych danych o podaży pieniądza M3 szacujemy, że w 1q2016 nastąpiły: przyspieszenie dynamiki depozytów względem 4q2015 (skor. o FX) oraz wyhamowanie wzrostu kredytów. Dynamika depozytów zwiększyła się do 9,1% r/r wobec 7,1% r/r w 4q2015, przy: (1) lekkim przyspieszeniu dynamiki depozytów osób prywatnych (9,8% r/r vs. 9,4%) - przy kontynuacji odpływu środków z funduszy inwestycyjnych gospodarstw domowych (-0,2 mld zł w 1q vs. -0,9 mld zł w 4q), (2) spadku dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 6,8% r/r vs. 9,9% r/r), (3) znacznym wzroście dynamiki depozytów samorządów (8,1% r/r vs. 2,0% r/r). Wzrost kredytów osłabił się do 4,3% r/r w 1q z 5,7% r/r w 4q, przy: (1) stabilnej dynamice kredytów dla osób prywatnych (po 5,5% r/r w 1q i w 4q), (2) wolniejszym wzroście kredytów dla przedsiębiorstw (6,8% r/r vs. 7,4% r/r), natomiast w styczniu-lutym zanotowano znaczne wzrosty kredytów dla przedsiębiorstw (zwłaszcza na inwestycje oraz kredyty obrotowe), (3) pogłębieniu tempa spadków kredytów dla samorządów (-5,1% r/r vs. -3,7% r/r).

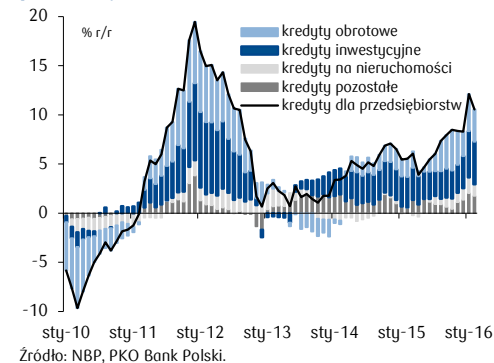
• Prognoza średnioterminowa

W 2016 r. prognozujemy wzrost kredytów na poziomie ok. 6% r/r (skor. o FX) zbliżonym do notowanego w końcu 2015 r., na co wpłyną: nieco wyższy popyt na kredyt ze strony sektora podmiotów instytucjonalnych (przy korzystnej koniunkturze gospodarczej, kontynuacji działalności inwestycyjnej, w warunkach rekordowo niskich stóp procentowych) oraz osłabienie dynamiki kredytów dla osób prywatnych w wyniku zapowiadanej bardziej konserwatywnej polityki kredytowej banków (przy zmianach regulacyjnych). W 2016 r. dynamika depozytów spowolni do ok. 6,5% r/r (skor. o FX) z 7,3% w końcu 2015 r., przy: spadku dynamiki depozytów osób prywatnych (niskie stopy procentowe i przepływ środków do alternatywnych form oszczędzania; zakładamy, że środki z programu 500 plus w niewielkim stopniu zostaną ulokowane w formie depozytów, gdyż przede wszystkim przeznaczone będą na konsumpcję) oraz osłabieniu tempa wzrostu depozytów przedsiębiorstw (przy kontynuacji wykorzystywania środków własnych na inwestycje).

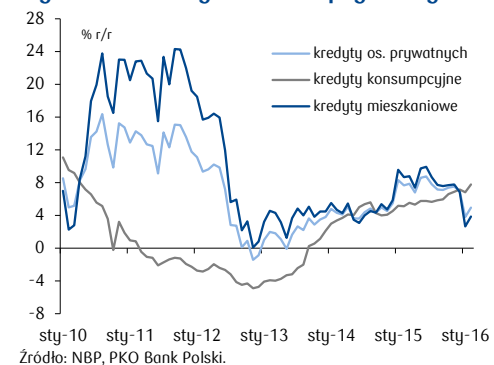
• Czynniki ryzyka dla prognozy

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 przy zmianach regulacyjnych (podatek bankowy oraz planowane rozwiązania dot. kredytów w CHF); (3) kurs walutowy: 10% deprecjacji kursu zwiększa wartość kredytów o ~3% i depozytów o ~1%.

Wkłady do dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw



Dynamika kredytów osób prywatnych



Podaż pieniądza, kredyt

	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2015	2016
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1066,0	1077,7	1106,5	1155,4	1162,5	1186,6	1207,1	1262,1	1271,4	1155,4	1262,1
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,7	8,2	8,3	9,1	9,0	10,1	9,1	9,2	9,4	9,1	9,2
Podaż pieniądza M3 realna (% r/r)	10,3	9,0	9,1	9,6	10,0	10,7	9,1	8,7	7,7	9,6	8,7
Kredyty ogółem (mld PLN)	1032,7	1053,8	1070,2	1077,3	1080,7	1120,4	1147,1	1150,5	1147,3	1077,3	1150,5
Kredyty ogółem (% r/r)	7,4	7,6	7,4	7,0	4,6	6,3	7,2	6,8	6,2	7,0	6,8
Kredyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	5,6	5,0	5,7	5,7	4,3	5,8	5,5	6,1	6,1	5,7	6,1
Kredyty ogółem (% PKB)	57,7	58,9	59,8	60,2	57,7	61,7	62,5	61,8	60,7	60,2	61,8
Depozyty ogółem (mld PLN)	989,1	989,0	1026,1	1046,1	1079,2	1071,8	1113,5	1116,6	1119,9	1046,1	1116,6
Depozyty ogółem (% r/r)	8,9	5,8	7,6	7,6	9,1	8,4	8,5	6,7	3,8	7,6	6,7
Depozyty ogółem z wył. ef. kurs. (% r/r)	7,9	5,0	7,1	7,1	9,1	7,8	6,0	6,4	6,2	7,1	6,4
Depozyty ogółem (% PKB)	55,3	55,2	57,3	58,4	57,6	59,1	59,7	60,0	59,2	58,4	60,0

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(4). Równowaga zewnętrzna

• Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) Polski osłabiło się w lutym (w ujęciu 12-mies.) do **-0,1% PKB** z 0,0% w styczniu. Dynamiki eksportu i importu powróciły z okolic zera w wyniku odwrócenia efektu kalendarzowego. Import wzrósł silniej niż eksport (odpowiednio 6,5% r/r i 4,9% r/r), co w rezultacie spowodowało zmniejszenie się nadwyżki handlowej (do 0,4% PKB vs. 0,5% PKB w styczniu, ujęcie 12-mies.). Po przejściowym odwróceniu tendencji w styczniu, w lutym ponownie zmniejszyły się zobowiązania banków krajowych wobec nierezydentów. Luty był drugim miesiącem z rzędu istotnego spadku dłużnych zagranicznych inwestycji portfelowych. Łączne zmniejszenie zaangażowania w okresie styczeń-luty wyniosło 6,0 mld EUR i było głównie związane ze spadkiem zaangażowania nierezydentów na rynku obligacji skarbowych (Wykres).

• Prognoza średnioterminowa

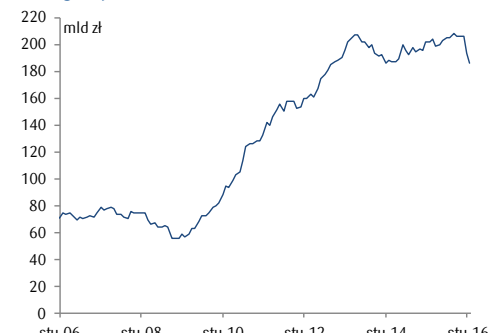
Oczekujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrośnie w 2016 r. do -0,7% PKB. W najbliższym roku spodziewamy się stabilizacji tempa wzrostu eksportu na poziomie 5-6% r/r. Przez najbliższe dwa-trzy kwartały negatywnie na dynamikę eksportu (ale nie PKB) może oddziaływać słabszy eksport motoryzacji (NB spadek produkcji pojazdów w marcu o 3,6% r/r wg danych SAMAR prawdopodobnie sygnalizuje rozpoczęcie słabszej serii odczytów). 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. Tendencja ta powinna się odwrócić pod koniec roku, wraz z przyspieszeniem absorpcji środków z „nowego” budżetu UE.

W 2016 r. oczekujemy spadku salda obrotów finansowych do -1,6% 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.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

W średnioterminowej perspektywie głównymi czynnikami ryzyka dla kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących pozostają: (1) recesja w krajach wschodzących, (2) zmiany kursu EURUSD, (3) ceny ropy naftowej oraz (4) Brexit. Zmiany na rachunku finansowym będą determinowane (1) percepcją ryzyka fiskalnego i politycznego oraz (2) sytuacją banków w strefie euro.

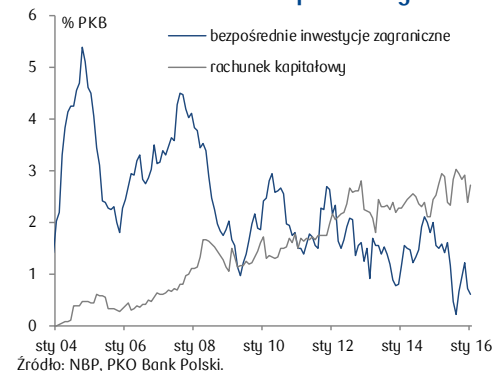
Zaangażowanie nierezydentów w obligacje skarbowe



Źródło: Ministerstwo Finansów, PKO Bank Polski.

Publikacja danych kwartalnych za 4q2015 objęła rewizję danych w rachunkach: kapitałowym (wzrost salda z 1,9 do 2,7% PKB w styczniu) oraz finansowym (spadek salda z -0,4% do -1,4% PKB, w tym spadek salda BIZ z 1,6 do 0,6% PKB w styczniu na skutek wzrostu aktywów polskich bezpośrednich inwestorów w inwestycjach zagranicznych)

Saldo BIZ i rachunku kapitałowego



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Równowaga zewnętrzna

	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2015	2016
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,8	-0,7	-0,8	-0,2	-0,7
Bilans handlowy (% PKB)	-0,2	0,1	-0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	-0,2	-0,1	0,5	-0,2
Eksport (% r/r)	9,9	9,0	5,3	9,3	2,2	4,3	7,1	7,7	5,9	4,7	5,4
Import (% r/r)	3,6	6,2	6,4	3,5	3,0	6,3	10,2	9,5	5,0	7,6	7,3
Saldo usług (% PKB)	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,3	2,5
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,0	-2,7	-2,6	-2,8	-2,8	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-2,8	-3,0
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,0	-0,2	0,1
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,9	2,3	2,9	2,4	2,2	2,5	2,0	2,4	2,0	2,4	2,4
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	1,0	1,9	-0,1	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,6	-0,7	-1,6	-1,6
Bezpośrednie inwestycje zagr. netto (% PKB)	1,6	1,1	0,7	0,7	0,7	1,2	1,3	1,5	1,6	0,7	1,5
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	-0,2	-0,3	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2	-1,0
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-3,3	-4,5	-3,2	-1,5	-1,4	-1,8	-2,2	-1,9	-1,9	-1,5	-1,9
Zmiana rezerw (% PKB)*	-1,4	-2,8	-1,7	-0,2	-0,2	-0,1	0,9	0,1	-0,3	-0,2	0,1
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,2	-1,0	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	72,7	74,0	73,8	71,6	70,2	70,0	68,4	66,0	65,5	71,6	66,0
Sektor publiczny (% PKB)	31,5	31,0	31,2	30,3	29,8	29,7	29,0	28,0	27,8	30,3	28,0
Sektor prywatny (% PKB)	41,1	43,0	42,6	41,3	40,5	40,3	39,4	38,0	37,7	41,3	38,0

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

(5). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Na kwietniowym posiedzeniu RPP (w którym uczestniczyło 8 nowych członków Rady) nie zmieniła stóp procentowych NBP (referencyjna nadal wynosi 1,50%). NBP w marcu istotnie obniżył prognozowaną ścieżkę inflacji (o 0,9 pp mniej na koniec roku). W swoich komunikatach RPP podtrzymuje retorykę wskazującą na importowany i nieszkodliwy charakter deflacji, wysoki wzrost PKB połączony z napięciami na rynku pracy oraz dbałość o stabilność sektora finansowego. Jak zauważają członkowie Rady, scenariuszem bazowym pozostaje płaska ścieżka stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

• Prognoza średnioterminowa

W scenariuszu bazowym zakładamy brak zmian stóp w 2016 r. Pomimo gołębich głosów ze strony J. Żyżyńskiego i E.Łona uważamy, że większość członków „nowej” Rady zajmuje podobne stanowisko co M.Belka i A.Głapiński (najbardziej prawdopodobny kandydat na nowego Prezesa NBP), uważając, że ewentualna obniżka stóp procentowych nie miałaby większego wpływu na inflację, a mogłaby przyczynić się do pogorszenia sytuacji sektora bankowego, w tym w szczególności banków spółdzielczych i SKOKów. Dodatkowo podkreślany jest pozytywny charakter obecnej, importowanej deflacji. Ważnym aspektem jest także wpływ programu 500+ na wzrost konsumpcji i związane z tym oczekiwanie na pierwsze efekty tego programu, które skłaniają nawet gołębich członków Rady do odwołania w czasie ew. decyzji o cięciu stóp. II połowa roku przyniesie naszym zdaniem przyspieszenie dynamiki PKB wspierane zarówno programem 500+, jak i odbiciem inwestycji finansowanych w ramach kolejnej perspektywy unijnej, co w rezultacie powinno powstrzymać RPP od decyzji o obniżkach stóp a jednocześnie przybliżyć moment, w którym częściej rozważane zaczną być ew. podwyżki.

Niemniej, z uwagi na ryzyka związane z sytuacją na rynkach wschodzących (w tym Chinach) oraz przedłużającą się deflację nie można wykluczyć wznowienia obniżek w tym roku. Scenariusz ten mógłby się zrealizować w przypadku wyraźnego obniżenia ścieżki wzrostu PKB (poniżej 3,0%). Takie warunki mogłyby skłonić nową RPP do dalszej stymulacji monetarnej (prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniamy na 30%).

Zakładamy, że pierwsza podwyżka stóp będzie miała miejsce w lipcu 2017 r. po publikacji projekcji inflacyjnej, która najprawdopodobniej pokaże, że w perspektywie 12-15 miesięcy osiągnięty zostanie cel inflacyjny NBP (2,5%).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

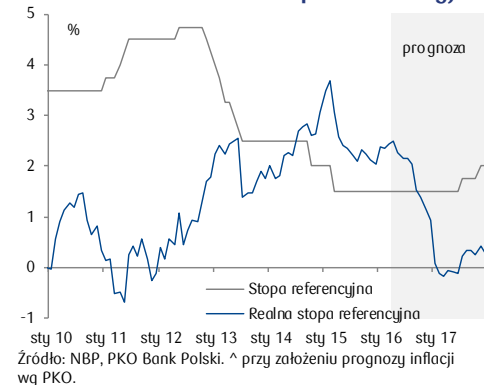
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych to: (1) kształtowanie się cen surowców na świecie, (2) kształtowanie się kursu złotego oraz (3) kształtowanie się dynamiki PKB w poszczególnych kwartałach 2016 r., w szczególności efekty programu 500+ dla ścieżki wzrostu oraz dynamiki cen.

Polityka pieniężna

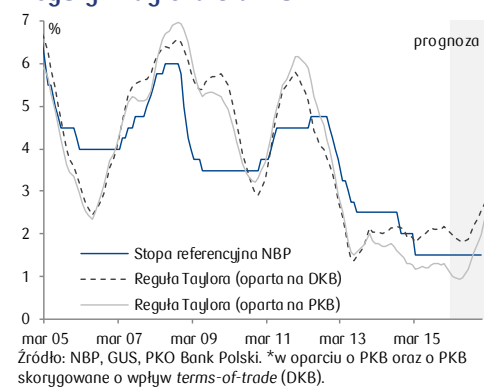
	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2015	2016
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	3,02	2,33	2,31	2,03	2,41	2,16	1,53	0,90	-0,26	2,03	0,90
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,28	1,33	1,26	1,29	1,68	1,25	0,98	0,77	0,11	1,29	0,77
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa redysk. weksli(%)	1,75	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)	-5,6	-5,7	-3,1	-5,0	-3,0	-0,1	1,1	2,6	3,0	-4,8	0,1
Nominalny PKB (% r/r)	3,3	3,2	3,0	6,6	4,3	4,2	5,0	5,1	6,0	4,1	4,6

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Nominalna i realna[^] stopa referencyjna



Reguły* Taylora dla NBP



(6). Polityka fiskalna

• Trendy bieżące

Deficyt sektora publicznego w 4q2015 (ESA2010) wyniósł -2,6% PKB (vs. -2,9% PKB w 3q2015, 4kw. skum) dzięki cyklicznej poprawie dochodów. Deficyt pierwotny ukształtował się w 4q2015 na poziomie -0,8% PKB (vs. -0,9% PKB w 3q2015), a deficyt pierwotny strukturalny -0,8 PKB (vs. -0,7% PKB w 3q2015). Po dostosowaniu o zmiany w systemie emerytalnym skorygowany, strukturalny deficyt pierwotny wyniósł -2,7% PKB w 4q, spadek o 0,1pp r/r, co oznacza niewielkie zacieśnienie fiskalne. Dług publiczny obniżył się do 51,3% PKB (vs. 51,8% PKB w 3q2015). Dochody budżetu państwa w okresie styczeń-luty (z wyłączeniem efektów jednorazowych aukcji LTE) wzrosły o 4,3% r/r (vs. 6,5% r/r w 4q), a wydatki o 1,3% r/r (vs. 12,0% r/r w 4q).

• 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. Dzięki cyklicznej poprawie dochodów, wprowadzeniu podatków sektorowych oraz wpływom jednorazowym (LTE, zysk NBP) deficyt budżetu państwa może być nawet niższy od planu o ponad 5 mld zł.

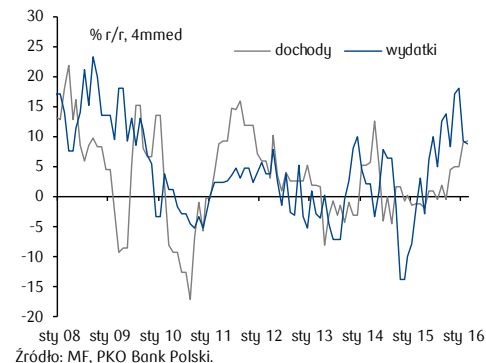
Duży wzrost wydatków strukturalnych w 2016 r. może doprowadzić do wzrostu deficytu budżetowego w 2017 r. powyżej 3% PKB z uwagi na wygaśnięcie jednorazowych źródeł finansowania wydatków rządu. Jednakże plany i wynik budżetu na 2017 r. są obciążone dużą niepewnością ze względu na nieznaną obecnie skuteczność zwiększenia ściągłości podatków.

Prognozujemy, że deficyt sektora finansów publicznych (wg ESA) w 2016 r. wyniesie -2,6% PKB (vs. -2,6% PKB w 2015 r., z neutralnym bilansem ryzyk), a dług publiczny (ESA) 50,7 PKB vs. 51,3% PKB w 2015 r.)

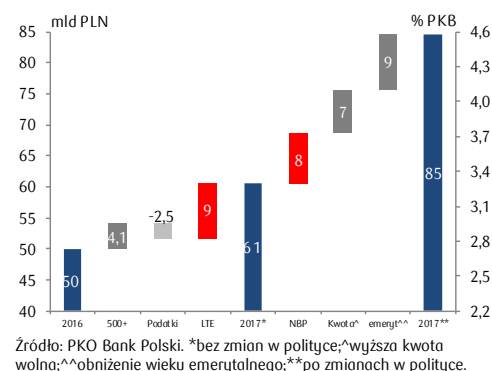
• Czynniki ryzyka dla prognozy

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

Dochody i wydatki budżetu państwa – trend



Symulacja deficytu budżetowego

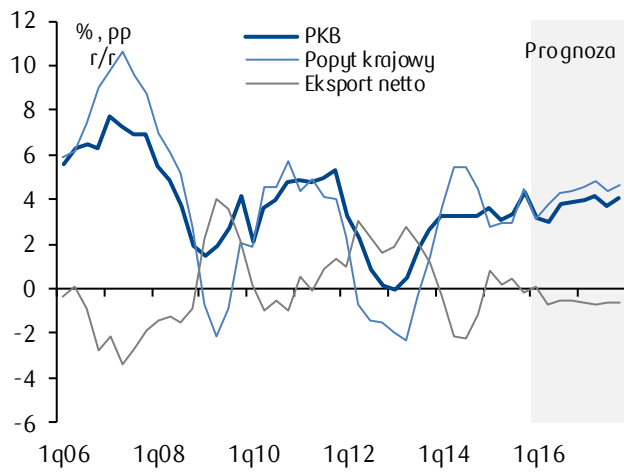


Polityka fiskalna†

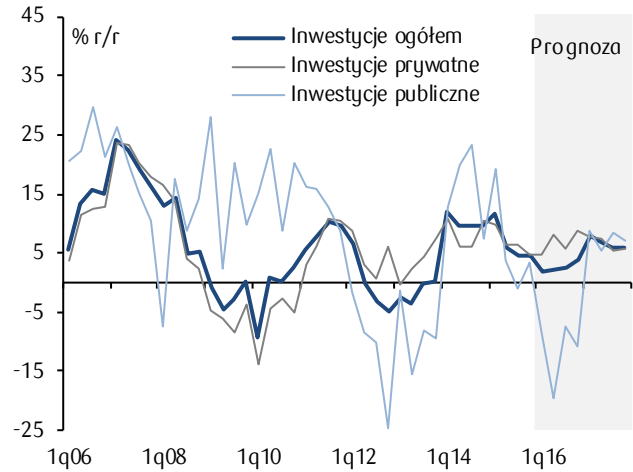
	1q15	2q15	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2015	2016
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,3	-3,1	-2,9	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,6	-2,6
Dochody (% PKB, ESA2010)	38,9	38,8	38,8	38,9	39,2	39,4	39,7	39,9	39,9	38,9	39,9
Wydatki (% PKB, ESA2010)	42,2	41,9	41,7	41,5	41,7	42,0	42,2	42,5	42,6	41,5	42,5
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,2	-1,1	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	-0,8	-0,9
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB, ESA2010)	-1,0	-0,9	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-0,8	-1,0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,9	51,0	51,8	51,3	51,1	50,9	50,7	50,7	50,2	51,3	50,7
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,6	x	x	x	-2,7	x	-2,6	-2,7
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,9	x	x	x	-3,0	x	-2,9	-3,0
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	49,0	x	x	x	50,0	x	49,0	50,0
Deficyt fiskalny (metkraj. vs. ESA, % PKB)	x	x	x	-0,3	x	x	x	-0,4	x	-0,3	-0,4

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

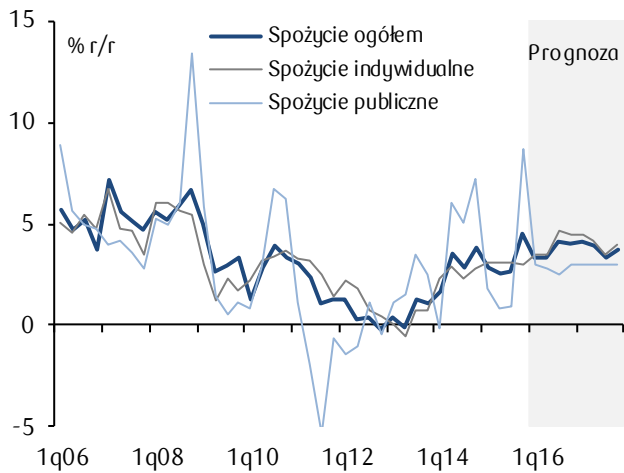
Realny PKB



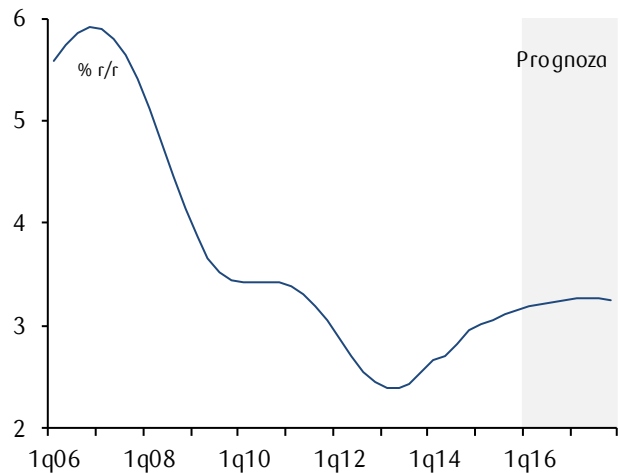
Popyt inwestycyjny



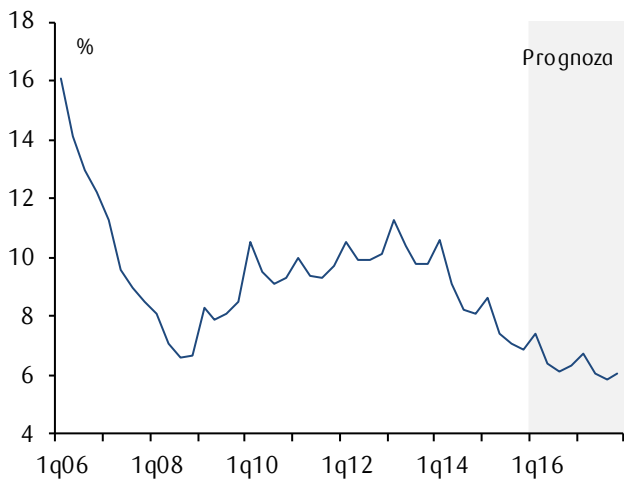
Popyt konsumpcyjny



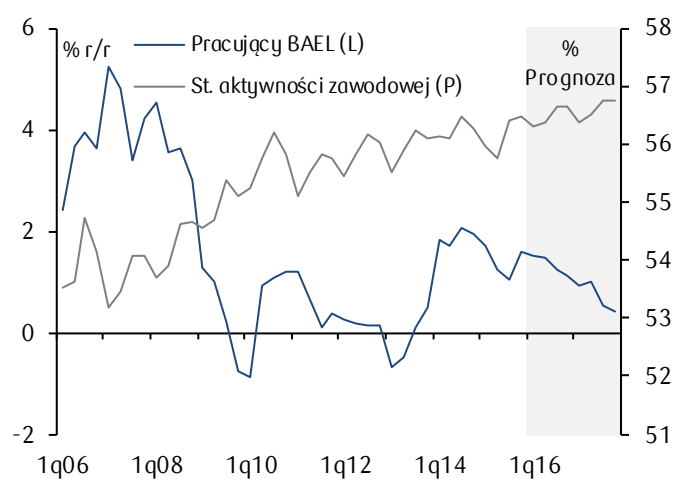
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

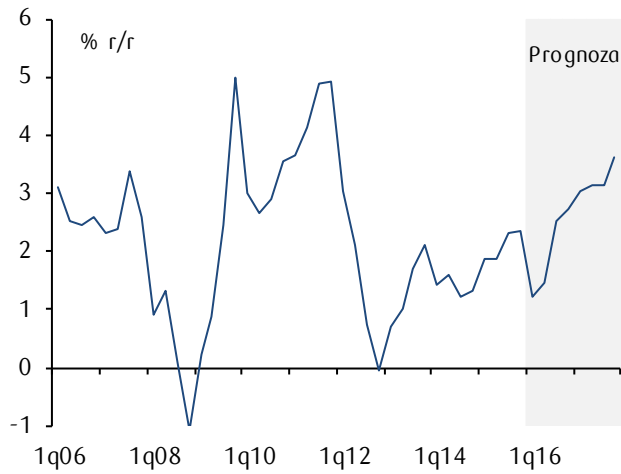


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

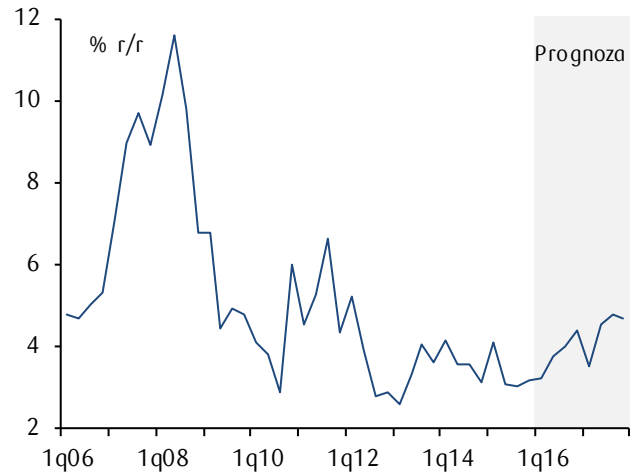


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

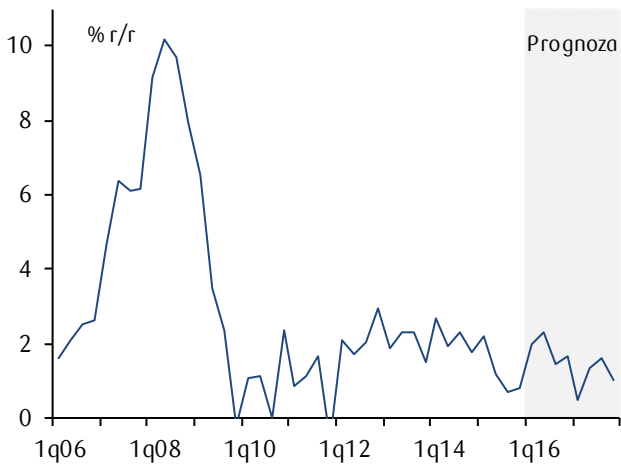
Wydajność pracy



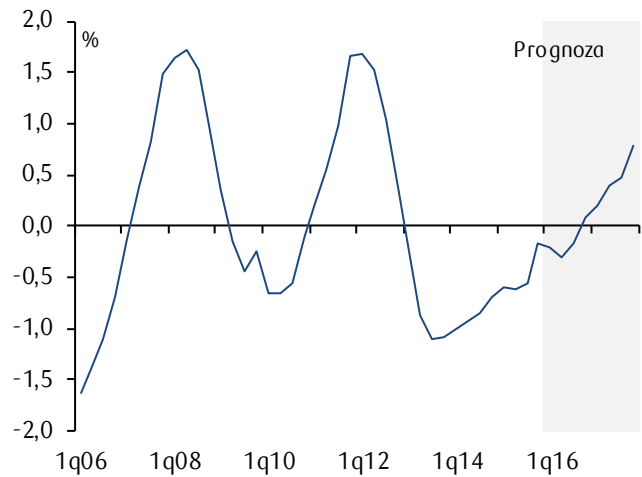
Płace w gospodarce narodowej



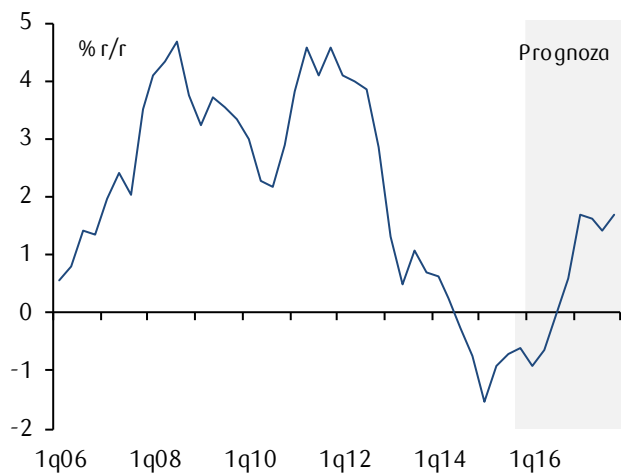
Jednostkowe koszty pracy



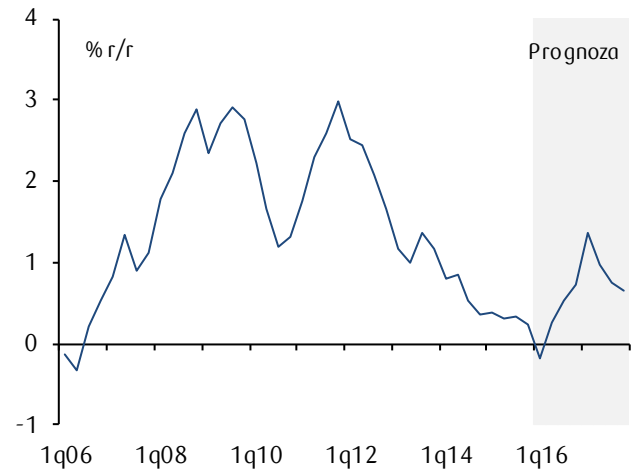
Luka popytowa



Inflacja CPI

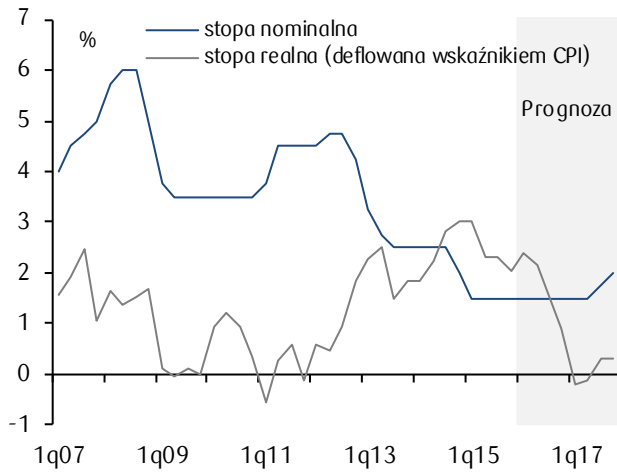


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

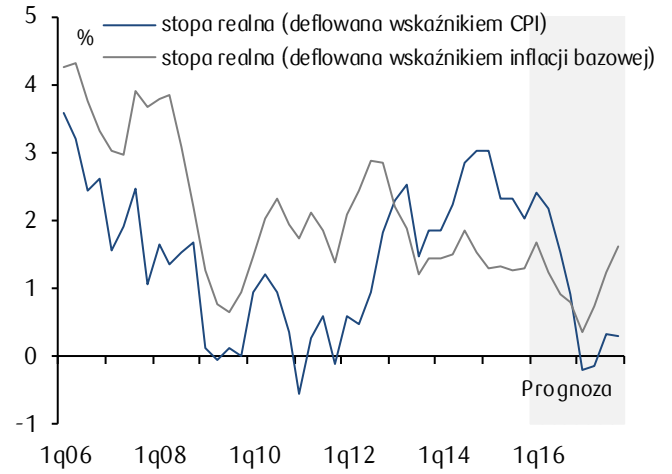


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

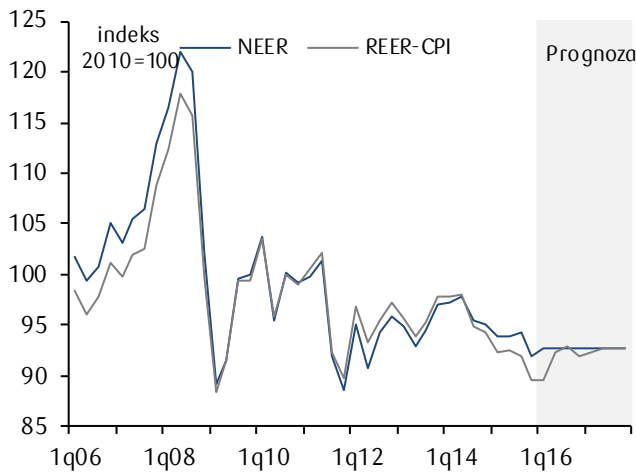
Stopy nominalne vs. realne



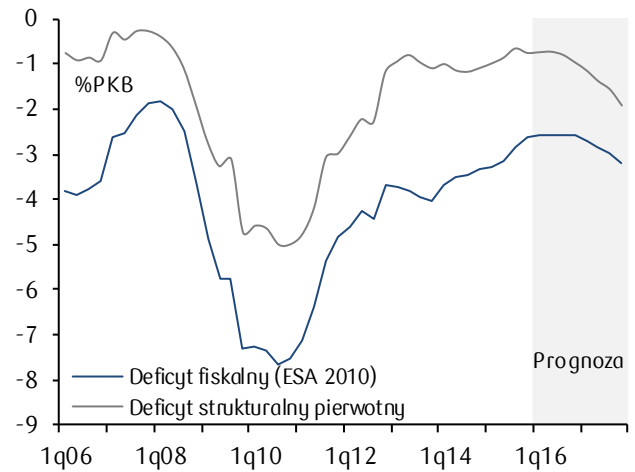
Stopy realne



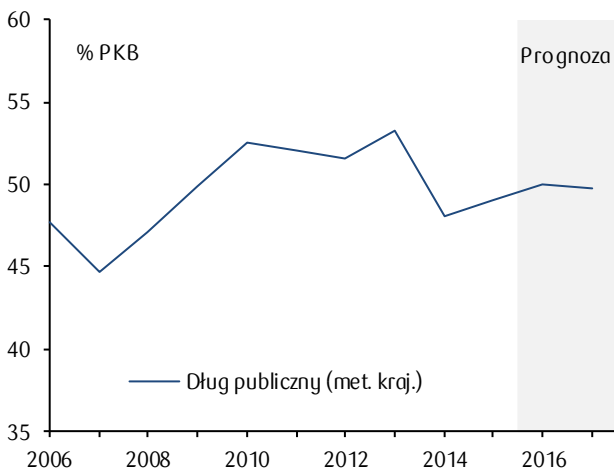
Założenia dotyczące NEER i REER*



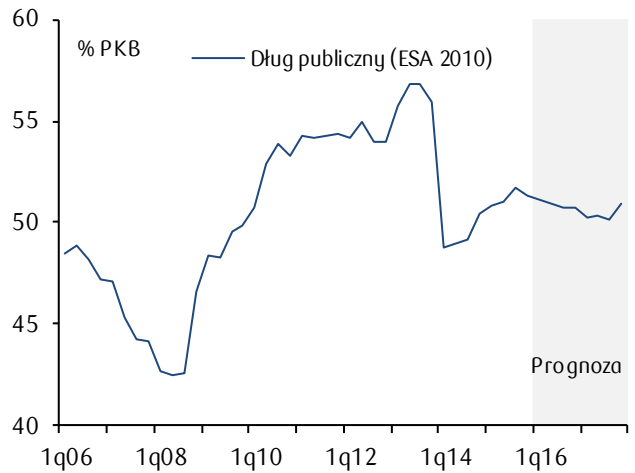
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

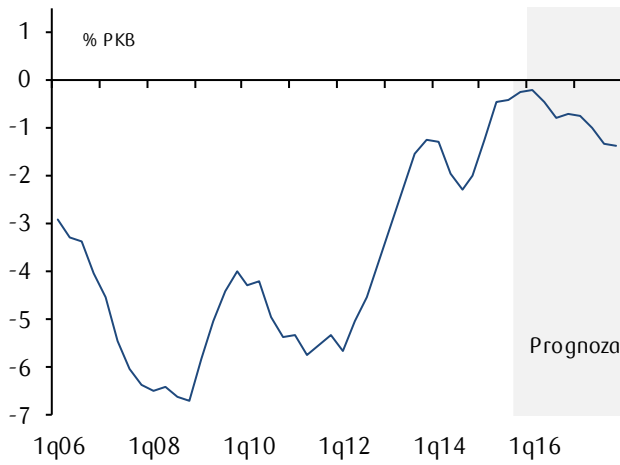


Dług publiczny (ESA 2010)

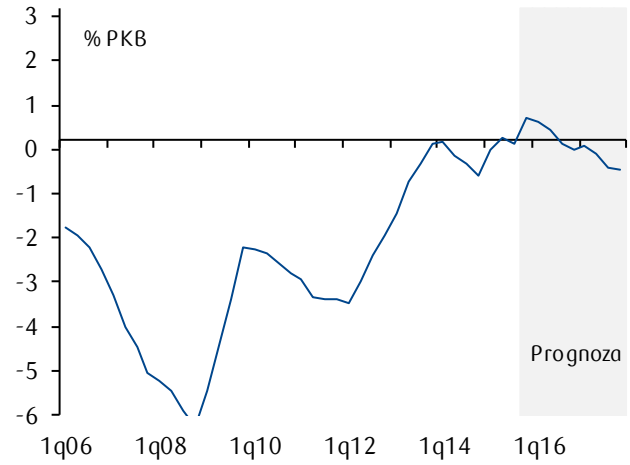


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjacje.

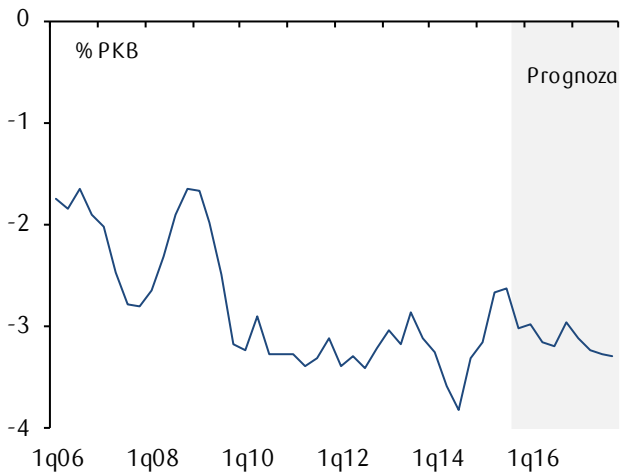
Saldo rachunku obrotów bieżących



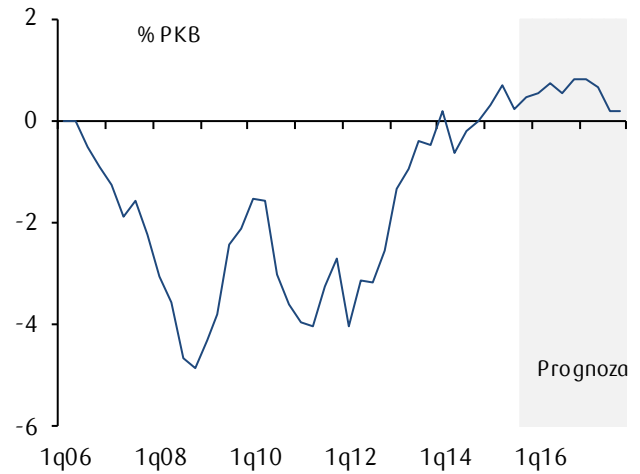
Saldo handlu zagranicznego



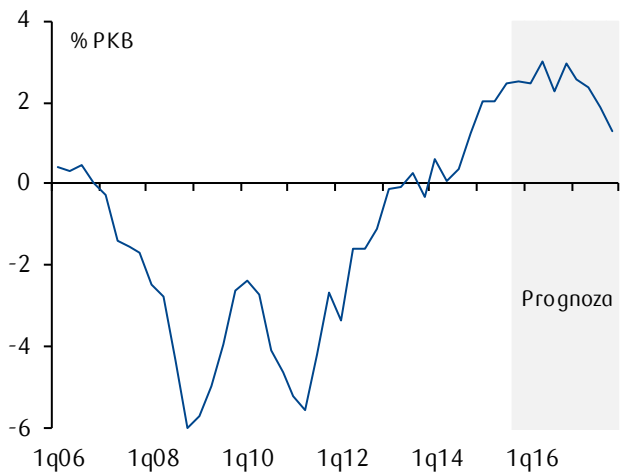
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



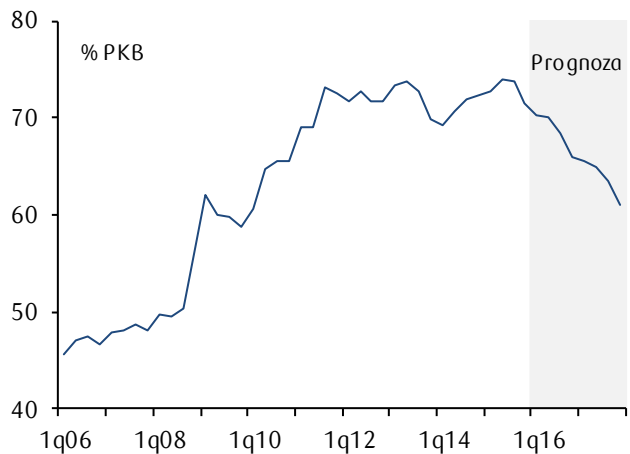
Saldo CAB i FDI[^]



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.)*	6,3	2,4	2,2	3,3	0,0	0,2	4,5	3,8	3,6	4,4
Zapasy (pkt. proc.)	-1,3	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-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	3,3
Nominalny PKB (mld PLN)	1277	1362	1445	1567	1629	1656	1719	1790	1873	1989
Rynek Pracy										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	6,3	6,1
Pracujący BAEL (% r/r)	3,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	0,5	1,9	1,6	1,1	0,4
Płace nominalne (% r/r)	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	4,4
St. akt. zawodowej (%)	54,7	55,1	55,8	55,7	56,0	56,1	56,3	56,5	56,7	56,7
ULC (% r/r)	9,2	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,2	1,2	1,8	1,1
Wydajność pracy (% r/r)	0,3	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,1	2,0	3,2
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	-0,4	1,6
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,4	0,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,3	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,9	0,2
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,4	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	0,1	0,6
Inflacja bazowa (% r/r)	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	0,2	1,0
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	1059,0	1155,4	1262,1	1379,6
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,2	9,3
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	15,3	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,7	7,6
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)	-6,7	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,0	-0,2	-0,7	-1,4
Bilans handlowy (%PKB)	-6,5	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	-0,2	-0,7
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,0	0,7	1,5	1,6
Polityka fiskalna										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,6	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,6	-3,2
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-4,8	-5,0	-2,3	-1,0	-1,5	-1,4	-0,8	-0,9	-1,6
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB)	-1,9	-4,7	-5,0	-3,0	-1,2	-1,1	-1,1	-0,8	-1,0	-1,9
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	46,6	49,8	53,3	54,4	54,0	56,0	50,5	51,3	50,7	50,9
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	2,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,67	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	0,90	0,38
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	0,77	1,04
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	-4,8	0,1	-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.