

„To, co spadło, musi wzrosnąć”

Prognozy średnioterminowe:

- **Prognozujemy, że wzrost PKB w 2017 r. przyspieszy do 3,2% z 2,8% w 2016 r.** Rozkład ryzyka dla tej prognozy staje się wyraźnie asymetryczny w górę. Bardzo pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą będzie miał najbardziej ekspansywny od 2009 r. *policy-mix* (wzrost strukturalnego pierwotnego deficytu fiskalnego i znaczny spadek realnej stopy NBP). Przewidujemy stopniowe odbicie dynamiki inwestycji publicznych (związanych z napływem środków UE) i ożywienie inwestycji prywatnych. Realna dynamika konsumpcji będzie się obniżać wraz z szybkim wzrostem inflacji oraz wygaśnięciem bezpośrednich efektów programu 500+.
- **Nie dostrzegamy oznak załamania pozytywnych trendów na krajowym rynku pracy.** Prognozowany przez nas spadek dynamiki pracujących w 2017 r. będzie odzwierciedlać kurczący się zasób wolnej podaży pracy, a nie osłabienie popytu na pracę. Stopa bezrobocia osiągnie nowe, rekordowo niskie poziomy. Masowa imigracja do Polski sprzyja utrzymaniu równowagi na rynku pracy, ograniczając skalę wzrostu płac.
- **Inflacja CPI skokowo wzrośnie na początku roku i w kwietniu-maju zbliży się do celu NBP. Średnioroczna inflacja wyniesie 1,8%.** Głównymi źródłami wzrostu dynamiki cen będą: (1) efekty niskiej bazy cen paliw oraz energii, (2) wzrostowy trend cen żywności oraz (3) czynniki regulacyjne, w tym: (a) wzrost składek OC samochodów i (b) nowa opłata na OZE dodana do rachunków za energię elektryczną od 1 stycznia. Egzogeniczne impulsy inflacyjne będą mieć krótkotrwały charakter, a „fundamentalna” presja cenowa będzie narastać stopniowo, wraz z nasilaniem się napięć na rynku pracy, wzrostem dynamiki jednostkowych kosztów pracy i proinflacyjnymi zmianami luki popytowej.
- **Stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian co najmniej do końca 2017 r.** RPP będzie długo wskazywać na egzogeniczny charakter źródeł wzrostu inflacji CPI i brak zagrożeń dla celu w średnim okresie. Dopiero trwały wzrost inflacji bazowej (m.in. na skutek przyspieszenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy) może zmienić nastawienie Rady.
- Deficyt fiskalny w 2016 r. prawdopodobnie wyniósł 2,8% PKB. Zacieśnienie na szczeblu samorządowym było częściowo (nierównomiernie w trakcie roku) neutralizowane przez wzrost wydatków na szczeblu rządowym (budżet państwa, prawdopodobnie także KFD). **W 2017 r. deficyt fiskalny nie ulegnie istotnej zmianie i utrzyma się poniżej 3% PKB.** Relacja dług/PKB powinna się nieznacznie obniżyć, czemu sprzyjać będzie transfer wysokiego zysku NBP do budżetu państwa, zmniejszający potrzeby pożyczkowe.
- Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) w 2016 r. wyniosło ok. -0,5% PKB, a w 2017 r. pogorszy się do ok. -1,0% PKB na skutek wzrostu importu i transferów dochodów imigrantów za granicę. Mimo tego, przewidujemy spadek relacji długu zagranicznego do PKB.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

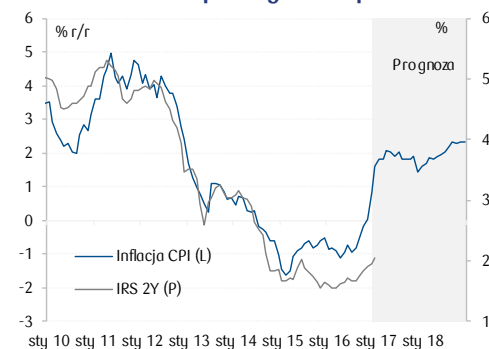
analizy.makro@pkobp.pl

Marta Petka-Zagajewska
Starszy Ekonomista
Kierownik Zespołu
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
marcin.czaplicki@pkobp.pl
tel. 22 521 54 50

Michał Rot
Ekonomista
michal.rot@pkobp.pl
tel. 22 580 34 22

Przyspieszenie inflacji zwiększy oczekiwania na podwyżki stóp



Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2016	2017
Realny PKB (% r/r)	3,0	3,1	2,5	2,5	3,0	2,8	3,4	3,4	2,8	3,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	7,0	6,2	5,9	5,9	6,2	5,6	5,4	5,5	5,9	5,5
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,9	-0,8	-0,5	0,8	1,8	1,9	1,8	1,4	0,8	1,4
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,4	0,7	1,0	0,9	0,0	0,9
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-1,3	-1,2	-1,0	-0,5	-1,0
Deficyt fiskalny (% PKB)*	-2,6	-2,3	-2,4	-2,8	-2,6	-2,6	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Dług publiczny (% PKB)*	51,8	53,5	53,2	53,8	53,7	53,7	53,7	53,7	53,8	53,7
Stopa referencyjna NBP (%)	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 w 2016 r. wyniósł 2,8%, co implikuje, że dynamika PKB w 4q16 wyniosła 2,5-2,8% r/r (vs. 2,5% r/r w 3q16). Grudniowy wzrost wydatków państwa na szczeblu centralnym (największy od 9 lat) pozwolił częściowo zneutralizować negatywny wpływ trwającego przez cały rok zacieśnienia na szczeblu samorządowym. Styczeniowe odczyty wskaźników koniunktury istotnie się poprawiły, a wskaźnik zagregowany osiągnął poziom najwyższy od października 2008 r., sygnalizując dalszą poprawę aktywności gospodarczej. Szacujemy, że dynamika PKB w 1q17 wzrośnie do 3,0% r/r, przy dużej niepewności dotyczącej: 1) wpływu warunków zimowych na wyniki budownictwa (które jako jedyny sektor odnotowało w ubiegłym roku spadek wartości dodanej) i 2) wzorca sezonowego wydatków publicznych, który jak pokazał grudzień, może istotnie wpłynąć na dynamikę PKB.

Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że wzrost PKB w 2017 r. przyspieszy do 3,2% z 2,8% w 2016 r. Ważnym czynnikiem wpływającym na dynamikę PKB nadal będzie kształt polityki fiskalnej, szczególnie w zakresie absorpcji środków z UE, która istotnie przyspieszyła w 4q16. W 2017 r. spodziewamy się odbicia inwestycji publicznych i prywatnych, przy czym będzie ono silniejsze w drugiej połowie roku. Tymczasowy charakter spadku inwestycji jest sygnalizowany przez: (1) miary cyklicznej pozycji inwestycji (m.in. wykorzystanie mocy produkcyjnych, nastroje przedsiębiorstw), (2) wzrost wartości kosztorysowej noworozpoczętych inwestycji w ostatnich kwartałach, (3) wzrost dynamiki produkcji stali, (4) dwucyfrowy wzrost wartości aktywów sfinansowanych leasingiem, (5) sygnalizowany przez firmy w badaniach koniunktury GUS wzrost nakładów inwestycyjnych względem ubiegłego roku, (6) utrzymywanie się wysokiego popytu na pracę (wzrost różnych miar zatrudnienia poza rolnictwem) oraz (7) utrzymywanie się trendu spadkowego stopy bezrobocia. Znaczny wzrost inflacji na początku 2017 r. wraz z brakiem wyraźnego przyspieszenia nominalnego wzrostu płac spowoduje, że realna dynamika konsumpcji, po wzroście powyżej 4,0% r/r w 4q16, będzie się obniżać - tym bardziej, że bezpośredni wpływ programu 500+ na dynamikę konsumpcji i PKB wygaśnie po 2q17. Wkład eksportu netto do dynamiki PKB będzie lekko dodatni przy utrzymaniu solidnego wzrostu eksportu.

Czynniki ryzyka dla prognozy

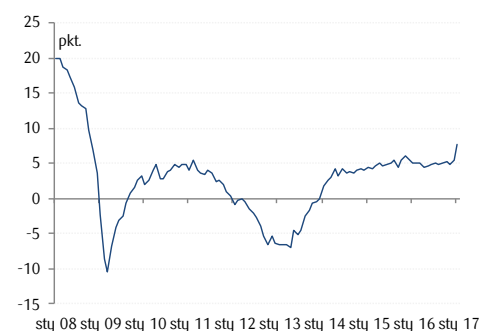
Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) tempo globalnego wzrostu (strefa euro, Chiny, USA), (2) wzrost ryzyka politycznego (por. Dziennik Ekonomiczny: [Kalendarz polityczny Europy](#)); (3) tempo absorpcji środków UE.

Sfera realna

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2016	2017
Realny PKB (% r/r)	3,0	3,1	2,5	2,5	3,0	2,8	3,4	3,4	2,8	3,2
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,7	2,1	2,8	2,1	2,4	2,8	3,3	3,8	2,8	3,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,2	3,3	3,9	4,1	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	3,8
Sprzedaż krajowa (% r/r)	1,7	0,7	1,4	1,0	3,8	4,2	3,8	3,9	1,2	3,9
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-2,2	-5,0	-7,7	-5,9	1,2	2,8	5,4	6,9	-5,5	4,7
Publiczne [‡] (% r/r)	1,5	-10,2	-15,2	-10,7	-9,5	-3,8	9,0	6,6	-9,9	2,3
Prywatne [‡] (% r/r)	-3,2	-3,6	-5,4	-4,5	4,3	4,4	4,4	6,9	-4,3	5,4
Zapasy (pkt. proc.)	1,3	0,4	1,1	1,1	-0,1	0,0	0,2	0,0	1,0	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,7	1,0	-0,3	0,4	0,6	0,1	0,2	-0,4	0,1	0,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3,0	5,7	2,5	1,5	3,9	1,3	4,7	4,0	2,9	3,5
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0

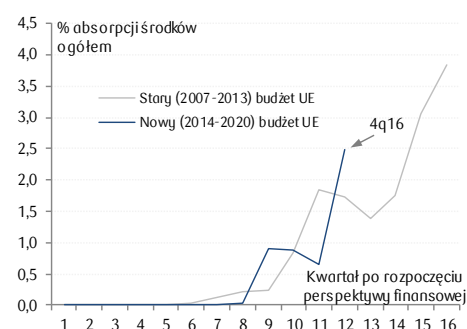
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [‡]szacunki własne.

Zagregowany wskaźnik koniunktury



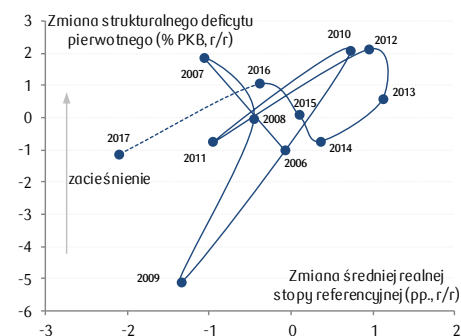
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. Średnia ważona (udziałami w PKB) wskaźników koniunktury dla przetwórstwa, budownictwa, handlu detalicznego, hurtowego, transportu i magazynowania, gastronomii i hoteli, informacji i komunikacji oraz usług finansowych.

Absorpcja środków z UE przyspiesza



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Ultrałagodny policy-mix



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

(2). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Rynek pracy nadal znajduje się w fazie silnego ożywienia. Nasze „bazowe” miary zatrudnienia wskazują, że pomimo spadku inwestycji w gospodarce popyt na pracę pozostaje silny. Ma to związek ze strukturą spadku inwestycji: spadają inwestycje infrastrukturalne oraz w energetyce, natomiast głównym źródłem wzrostu popytu na pracę pozostaje przemysł. Stopa bezrobocia rejestrowanego w grudniu obniżyła się do 8,3% - najniższego poziomu od 1991 r. Kluczową kwestią obecnie jest przełożenie się rosnącego popytu na pracę na tempo wzrostu płac. Dynamika płac nie wzrosła w 4q16, mimo rekordowo niskiego bezrobocia i coraz większych niedoborów podaży pracy. Uważamy, że równowagę na rynku nadal pozwala utrzymać napływ migrantów (głównie z Ukrainy). Trudności ze znalezieniem pracowników stają się jednak coraz poważniejszą barierą rozwoju firm (wskaźnik napięć rynku pracy pozostaje blisko rekordowo wysokich poziomów).

• Prognoza średnioterminowa

Wzrost płac pozostanie umiarkowany, a tempo wzrostu liczby osób pracujących poza rolnictwem będzie nieco słabsze (1,3% w 2017 r. vs. 1,8% we 2016 r.). Nie będzie to jednak oznaką osłabienia popytu na pracę, lecz coraz większych niedoborów po stronie podaży pracy. Wolne zasoby pracy w gospodarce wyczerpują się na skutek trwającego już ponad 3 lata wzrostu popytu na pracę, a w kolejnych kwartałach/latach podaż pracy będzie ograniczana przez negatywne trendy demograficzne (spadek liczby osób w wieku produkcyjnym) i obniżenie wieku emerytalnego. Coraz bardziej napięte warunki na rynku pracy i wzrost kosztów pracy będą sprzyjać automatyzacji procesów produkcyjnych. Podczas gdy w 2016 r. zatrudnienie mogło być substytutem inwestycji (racjonalne zachowanie w warunkach podwyższonej niepewności), to w 2017 r. sytuacja może się odwrócić, tzn. inwestycje staną się sposobem na substytucję niedostępnej podaży pracy. Takiej modernizacji przedsiębiorstw (w szczególności w sektorze MSP) będzie w najbliższych latach sprzyjać napływ środków z UE. Bardzo ważnym elementem rynku pracy pozostanie imigracja z Ukrainy, ale rośnie ryzyko jej ograniczenia z powodu wprowadzenia przez UE ułatwień wizowych dla obywateli tego kraju.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

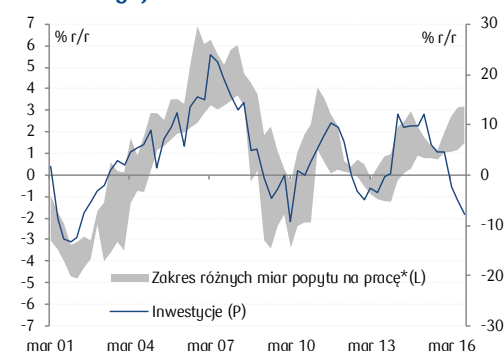
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala i trwałość migracji z/do Polski zwłaszcza w obliczu możliwych ułatwień wjazdowych dla obywateli Ukrainy do innych państw UE; (2) decyzje płacowe pracodawców wobec wyczerpywania się wolnej podaży pracy (brak istotnej poprawy wyników finansowych może utrwalić politykę stabilizowania kosztów i osłabiać wzrost płac, przy możliwej zwiększonej rotacji pracowników).

Rynek pracy

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2016	2017
Pracujący BAEL (mln osób)	16,0	16,2	16,3	16,3	16,0	16,2	16,4	16,4	16,3	16,4
Pracujący BAEL (% r/r)	1,1	1,2	0,2	-0,2	0,1	0,3	1,0	0,8	-0,2	0,8
Bezrobotni BAEL (mln osób)	1,2	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0
Stopa bezrobocia BAEL (%)	7,0	6,2	5,9	5,9	6,2	5,6	5,4	5,5	5,9	5,5
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,1	56,2	56,3	56,4	56,2	56,3	56,6	56,5	56,4	56,5
Płace nominalne gospodarka narodowa (% r/r)	3,1	4,3	4,1	3,7	4,3	4,2	4,8	5,5	3,8	4,7
ULC (% r/r)	1,6	2,4	1,8	1,0	1,3	1,6	2,3	2,9	1,7	2,0
Wydajność pracy (% r/r)	1,5	1,9	2,3	2,7	2,9	2,6	2,4	2,6	2,1	2,6

Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

„Bazowe” miary zatrudnienia a inwestycje



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski.*z wył. rolnictwa.

Coraz więcej przedsiębiorstw zgłasza problemy ze znalezieniem nowych pracowników



Źródło: Szybki Monitoring NBP, PKO Bank Polski.

Przedsiębiorstwa sygnalizują wzrost presji płacowej



Źródło: Szybki Monitoring NBP, GUS, PKO Bank Polski.

(3). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Inflacja CPI w 4q16 wyraźnie przyspieszyła do 0,2% r/r z -0,8% r/r w 3q16. Obecna, gwałtowna fala wzrostu dynamiki cen wynika w dużej mierze z efektu niskiej bazy oraz działania czynników egzogenicznych (żywność, paliwa). Na świecie widoczny jest silny wzrost cen surowców, w tym żywności, która w najbliższym czasie może zastąpić ropę jako główny (ale ciągle zewnętrzny) czynnik wzrostu inflacji w Polsce.

• Prognoza średnioterminowa

Wzrost dynamiki CPI w grudniu do 0,8% r/r to według nas dopiero początek wzrostowego trendu inflacji w Polsce. Prognozujemy, że już w styczniu inflacja CPI dotrze do 1,6-1,7% r/r, a w kwietniu przekroczy 2% r/r. Na taką (a nawet większą) skalę wzrostu inflacji CPI w pierwszych miesiącach 2017 r. wskazuje m.in. silny wzrost subindeksu PMI dla kosztów produkcji. Średnioroczna inflacja w 2017 r. wyniesie wg naszych szacunków blisko 2%.

W kolejnych kwartałach 2017 r. coraz większą rolę odgrywać będzie wzmocnienie „fundamentalnej” presji inflacyjnej (napięcia na rynku pracy i presja płacowa prowadzące do wzrostu kosztów pracy, zamknięcie ujemnej luki popytowej). W kontekście funkcjonowania globalnych łańcuchów produkcyjnych (i kosztów produkcji), szczególnie istotne znaczenie ma gwałtowne przyspieszenie inflacji PPI w Chinach, które mimo znacznego osłabienia juana w 2016 r. stają się „eksporterem” inflacji, a nie deflacji. W Polsce źródłem kosztowej presji na wzrost cen mogą być dodatkowo zmiany regulacyjne („Prawo wodne”, podatek handlowy). Źródłem zarówno kosztowej, jak i popytowej presji inflacyjnej może być wzrost płac.

Nasilenie krajowej presji popytowej oraz czynniki kosztowe będą się przekładać na stopniowy wzrost inflacji bazowej. Przewidujemy, że inflacja CPI bez żywności i energii, utrzymująca się przez ostatni rok poniżej zera, wzrośnie do ok. 1% r/r pod koniec 2017 r. i będzie dalej rosła w trakcie 2018 r.

Inflacja PPI po gwałtownym wzroście pod koniec 2016 r. (3,0% r/r w grudniu) może wspiąć się nawet do powyżej 5% w marcu br., aby w dalszej części roku równie szybko spaść z uwagi na efekty wysokiej bazy w cenach surowców.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

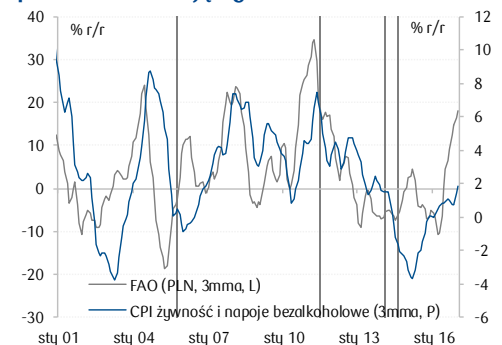
Podstawowym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy inflacji są zmiany kursu złotego, a także globalnych cen surowców, w szczególności realizacja porozumienia o ograniczeniu wydobycia ropy przez OPEC i kraje niestowarzyszone. Czynnikiem ryzyka pozostają też regulacje (w tym ostateczny kształt oraz moment wprowadzenia ustawy „Prawo wodne” oraz zmian w podatku handlowym). Niepewna jest także skala wzrostu presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy.

Procesy inflacyjne

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2016	2017
Inflacja CPI↑ (% r/r)	-0,9	-0,8	-0,5	0,8	1,8	1,9	1,8	1,4	0,8	1,4
Inflacja CPI - średnia w okresie (% r/r)	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	1,8	2,0	1,9	1,7	-0,6	1,8
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6	0,7	0,5	0,5	0,2	0,6
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,9	-0,9	-0,8	-0,1	0,9	0,9	0,9	0,7	-0,7	0,9
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	-0,1	0,4
Inflacja bazowa↑ (% r/r)	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,4	0,7	1,0	0,9	0,0	0,9
Inflacja PPI↑ (% r/r)	-1,9	-0,2	0,2	3,0	5,1	4,3	2,8	0,8	3,0	0,8
Deflator PKB (% r/r)	0,1	0,5	0,6	1,2	1,9	2,0	2,1	2,4	0,6	2,1
Nominalny PKB (% r/r)	3,1	3,6	3,1	3,7	5,0	4,9	5,6	5,9	3,4	5,4

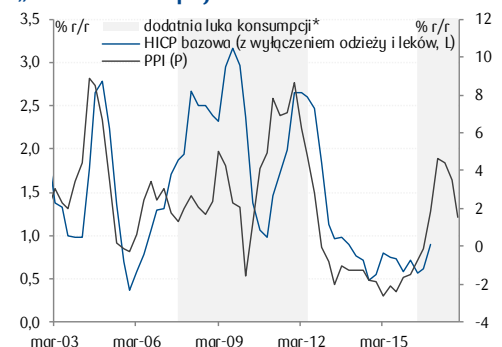
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, dane na koniec okresu.

Wzrost cen żywności na świecie może podnieść inflację żywności w Polsce



Źródło: GUS, FAO, PKO Bank Polski. Uwaga: pionowe linie oznaczają terminy wprowadzenia rosyjskiego embarga na polską żywność: październik 2005 r. (mięso), czerwiec 2011 r. (warzywa z UE), luty 2014 r. (mięso), lipiec 2014 r. (owoce i warzywa).

Inflacja bazowa HICP vs inflacja PPI i „luka konsumpcyjna”



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski. *odchylenie (w górę) konsumpcji prywatnej od długoterminowego trendu.

Przedsiębiorcy prognozują wzrost cen sprzedawanych towarów i usług



Źródło: GUS, Szybki Monitoring NBP, PKO Bank Polski.

(4). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) wyniosło w listopadzie **-0,7% PKB** (w ujęciu 12-mies.). Nadwyżka w handlu towarami od początku roku utrzymuje się na poziomie ok. 0,5% PKB (0,4% PKB w listopadzie). **W 4q16 kontynuowana była poprawa salda rachunku finansowego**, czemu sprzyja odwrócenie wcześniejszego trendu odpływu inwestycji portfelowych oraz poprawa kondycji banków europejskich, które wycofują z Polski mniej funduszy. Pomimo stabilnego napływu BIZ ich saldo (12m skum.) zmalało z 2,6% PKB w sierpniu do 1,9% PKB w listopadzie z uwagi na wysoką bazę z końca 2015 r. **Od listopada rosną napływy środków z UE**, co jest odzwierciedlone w odbiciu salda na rachunku obrotów kapitałowych.

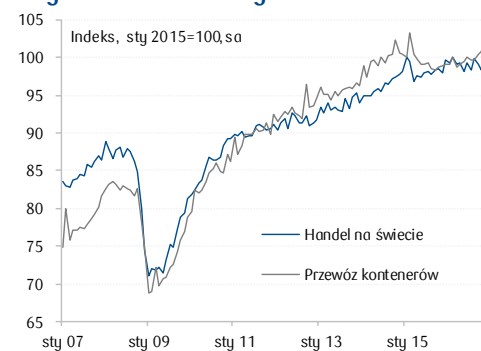
Prognoza średnioterminowa

Na koniec 2016 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do **-0,5% PKB**, na co wpłynęło przyspieszenie dynamiki eksportu w dwóch ostatnich miesiącach roku. Tempo wzrostu nowych zamówień przemysłowych utrzymuje się na poziomie ok. 20% r/r, a wskaźniki nastrojów w Polsce oraz w Niemczech sugerują dalsze przyspieszenie dynamiki eksportu. Przełom roku przyniósł wyraźną poprawę koniunktury w światowej gospodarce, w tym na zachodzie Europy. Oczekujemy, że wraz z rozpoczęciem eksportu z nowo otwartej fabryki VW we Wrześni dynamika eksportu w 2017 r. ulegnie dalszemu wzmocnieniu. Jednocześnie, **szybszy wzrost (nominalnej) konsumpcji w Polsce** (rosnący fundusz płac oraz kontynuacja programu 500+) **powinien w najbliższych miesiącach przełożyć się, wraz z wyższymi niż w 2016 r. cenami ropy, na jeszcze szybszy wzrost importu**. W rezultacie, w 2017 r. obserwowany będzie spadek nadwyżki handlowej. Czynnikiem obniżającym saldo na rachunku obrotów bieżących pozostanie wzrost transferów dochodów pracowników ze Wschodu, których wolumen już w 2016 r. zrównał się z wolumenem środków napływających od Polaków pracujących za granicą. Zmiany rachunku finansowego będą determinowane: (1) percepcją ryzyka fiskalnego i politycznego (inwestycje portfelowe) oraz (2) kondycją europejskich banków.

Czynniki ryzyka dla prognozy

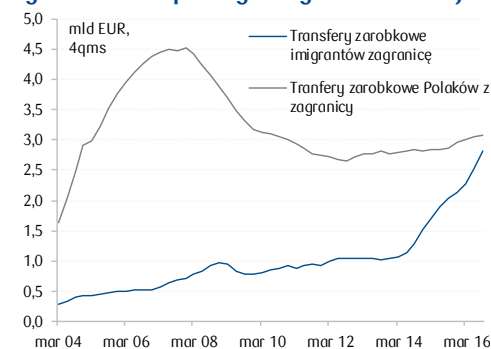
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy salda CAB są: (1) koniunktura w strefie euro, (2) zmiany kursowe, (3) ceny surowców (w tym ropy), (4) Brexit i (5) skala protekcjonizmu polityki D.Trumpa i jej wpływ na zachowania innych państw.

Ożywienie światowego handlu



Źródło: ISL, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Imigranci transferują z Polski prawie tyle samo co polscy emigranci do kraju



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Odbicie salda na rachunku kapitałowym



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Równowaga zewnętrzna

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2016	2017
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-1,3	-1,2	-1,0	-0,5	-1,0
Bilans handlowy (% PKB)	0,4	0,7	0,7	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,4	0,1
Eksport (% r/r)	1,4	3,8	2,0	2,1	3,9	2,4	2,9	5,4	2,4	3,7
Import (% r/r)	2,8	1,1	2,0	2,6	6,7	3,4	3,6	3,9	2,7	4,4
Saldo usług (% PKB)	2,6	2,8	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,1	3,3
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,7	-3,8	-3,9	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1	-4,3	-3,7	-4,3
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	0,6	1,5	3,0	3,8	4,4	3,5	3,1	3,3	3,8	3,3
Bezpośrednie inwestycje zagran. netto (% PKB)	2,2	2,5	2,3	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1	1,9	2,1
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	-0,7	-0,5	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	2,3	-0,2	-2,4	-4,0	-4,3	-1,9	-1,9	-1,8	-4,0	-1,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	1,6	0,1	-1,5	-2,7	-3,2	-1,5	-1,3	-1,3	-2,7	-1,3
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,4	-1,1	-1,0	-0,5	-0,4	-0,7	-0,7	-1,1	-0,5	-1,1
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	70,9	75,2	73,8	74,4	73,9	73,6	72,8	71,3	74,4	71,3
Sektor publiczny (% PKB)	29,7	32,8	31,5	31,7	31,5	31,3	31,0	30,4	31,7	30,4
Sektor prywatny (% PKB)	41,1	42,4	42,4	42,7	42,4	42,3	41,7	40,8	42,7	40,8

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

(5). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniała w ostatnich miesiącach parametrów polityki monetarnej. Komunikacja Rady skupia się na sygnalizowaniu, że stopy procentowe NBP w najbliższych kwartałach pozostaną stabilne. Początkowo wypowiedzi członków Rady skoncentrowane były na podkreślaniu braku potrzeby wznawiania obniżek stóp procentowych. Szybki wzrost inflacji pod koniec 2016 r. i oczekiwania jego kontynuacji na początku 2017 r. zmieniły retorykę Rady: teraz jej członkowie wskazują na argumenty przeciw podwyżkom, w szczególności na egzogeniczny charakter źródeł wzrostu inflacji.

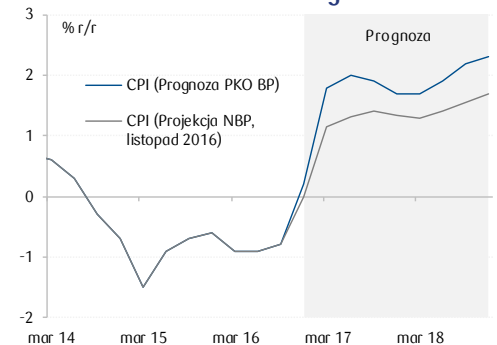
• Prognoza średnioterminowa

Wyraźna zmiana środowiska inflacyjnego w Polsce i na świecie oraz zapowiedź zwrotu w polityce EBC doprowadzą według nas do rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych NBP w trakcie 2018 r. Niemniej, szybki wzrost inflacji na przełomie 2016/2017 doprowadził do wygenerowania oczekiwań na podwyżki stóp już w 2017 r. Prognozowana przez nas ścieżka krajowej inflacji CPI jest wyższa niż w ostatniej projekcji NBP z listopada ub.r. Również z wypowiedzi członków RPP nt. przewidywanego przez nich tempa wzrostu cen wynika, że realizacja naszego scenariusza inflacyjnego może być dla nich zaskoczeniem. Dlatego spodziewamy się, że w dalszej części tego roku retoryka RPP ulegnie zmianie (a ścieżka inflacji według NBP zostanie skorygowana w górę w nowej projekcji w marcu br.). Co istotne, nasze prognozy inflacji implikują, że realna stopa referencyjna NBP obniżyła się już w styczniu poniżej zera. RPP w przeszłości reagowała na taką sytuację podwyżkami stóp procentowych (np. w latach 2011-2012). Realna stopa referencyjna NBP pozostanie ujemna nawet przy przewidywanym przez nas podwyższeniu stóp procentowych łącznie o 50pb w trakcie 2018 r. Prawdopodobieństwo obniżek stóp oceniamy obecnie jako niemal zerowe.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

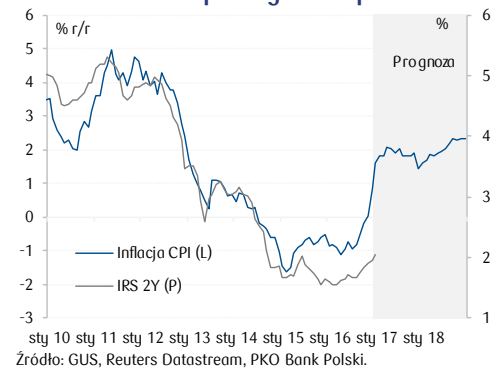
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) zmiany globalnych cen surowców i oczekiwanej ścieżki inflacji CPI, (2) zmiany kursu złotego, w szczególności jego umocnienie wraz z przyspieszeniem aktywności gospodarczej w Polsce oraz poprawą jej oceny kredytowej, (3) zmiany dynamiki PKB, w tym jej szybsze niż zakładamy przyspieszenie (4) presja płacowa oraz popytowa presja inflacyjna.

Skala wzrostu CPI zaskoczy NBP



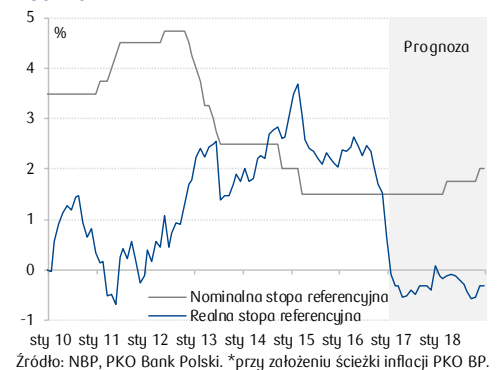
Źródło: NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Przyspieszenie inflacji zwiększy oczekiwania na podwyżki stóp



Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Stopa referencyjna: nominalna vs. realna*



Źródło: NBP, PKO Bank Polski. *przy założeniu ścieżki inflacji PKO BP.

Polityka pieniężna

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2016	2017
Stopa referencyjna (%)	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 (%)	2,43	2,26	2,05	0,65	-0,33	-0,42	-0,33	0,07	0,65	0,07
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,68	1,70	1,91	1,50	1,06	0,84	0,52	0,61	1,50	0,61
Stopa lombardowa (%)	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
Stopa redysk. weksli(%)	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
REER defl. CPI (% r/r)	-3,0	-5,2	-3,5	-3,5	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-3,8	-1,4
Nominalny PKB (% r/r)	3,1	3,6	3,1	3,7	5,0	4,9	5,6	5,9	3,4	5,4

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.



(6). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny w 2016 r. wyniósł szacunkowo 2,8% PKB, przy czym zacieśnieniu fiskalnemu na poziomie samorządów towarzyszyło (nierównomierne w trakcie roku) poluzowanie na szczeblu centralnym (budżet państwa, KFD). Dodatkowym czynnikiem mającym wpływ na wysokość deficytu w 2016 r. jest prawdopodobne zaklasyfikowanie przez Eurostat dochodów z LTE jako renty (zatem zostaną one rozłożone w czasie na 15 lat, co dodatkowo zwiększy deficyt w 2016 r. o ok. 0,5% PKB). Dług publiczny (ESA) wzrósł szacunkowo do 53,8% PKB na koniec ubiegłego roku.

Prognoza średnioterminowa

Szacujemy, że w 2017 r. deficyt fiskalny (ESA) pozostanie na niezmiennym poziomie (2,8% PKB), poniżej unijnego progu 3% PKB. Polityka fiskalna będzie nadal głównym determinantem zmian dynamiki PKB. W związku z widocznym w 4q16 przyspieszeniem absorpcji środków z UE oczekujemy powrotu do poluzowania fiskalnego, które będzie zneutralizowane przez cykliczną poprawę dochodów. Pozytywnie na saldo fiskalne oddziaływać będą: (1) dalsza poprawa relacji dochody/PKB (m.in. w związku z bardzo dobrą sytuacją na rynku pracy poprawiającą dochody podsektora ubezpieczeń społecznych) oraz (2) odbicie inflacji, które przełoży się na znacznie wyższy wzrost nominalnego PKB i bazy podatkowej. Wzrostowi dochodów w 2017 r. sprzyjać powinna także kontynuacja uszczelniania systemu podatkowego. Utrzymanie deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB będzie wsparciem dla ocen wiarygodności kredytowej Polski. Prognozujemy, że chociaż w 2016 r. relacja dług/PKB jeszcze wzrosła, to w 2017 r. powinna się nieznacznie obniżyć do 53,7%, dzięki znacznemu nominalnemu wzrostowi PKB oraz wysokiemu transferowi zysku NBP do budżetu państwa zmniejszającemu jego potrzeby pożyczkowe.

Czynniki ryzyka dla prognozy

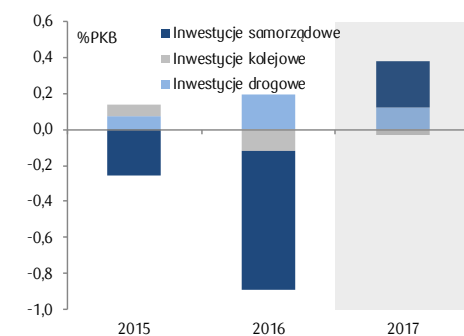
Główne czynniki ryzyka to: (1) skuteczność zwiększenia ściągalskości podatków, (2) tempo absorpcji środków z UE z nowej perspektywy finansowej, (3) rozwój dyskusji nad wyłączeniem wydatków na wojsko ze statystyki sektora publicznego.

Rating Polski na tle innych krajów

	S&P	Fitch	Moody's
AAA/Aaa	AUD, SGD, HKD	AUD, SGD, NZD	AUD, NZD, SGD
AA+/Aa1		HKD	HKD
AA/Aa2	NZD, KRW	NZD	KRW
AA-/Aa3	CZK, TWD, CLP, CNY	KRW, TWD	TWD, CLP, CNY
A+/A1	ILS	CZK, CLP, CNY, ILS	CZK, ILS
A/A2			PLN
A-/A3		PLN	PEN, MXN
BBB+/Baa1	PLN, THB, PEN, MXN	THB, PEN, MXN	THB
BBB/Baa2	COP	COP	COP, ZAR
BBB-/Baa3	RON, ZAR, INR, HUF	RON, ZAR, INR, RUB, HUF, TRY, IDR	RON, INR, IDR, HUF
BB+/Ba1	RUB, IDR		TRY, RUB
BB/Ba2	TRY, BRL	BRL	BRL

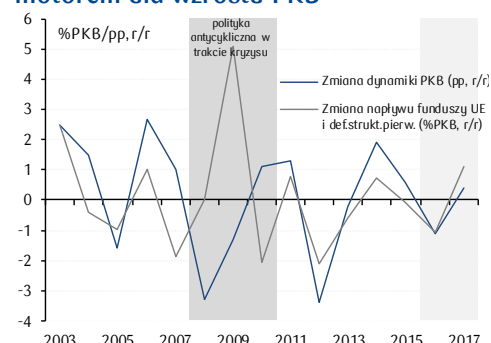
Źródło: agencje, tradingeconomics.com, PKO Bank Polski.

Inwestycje infrastrukturalne



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

Polityka fiskalna pozostanie głównym motorem dla wzrostu PKB



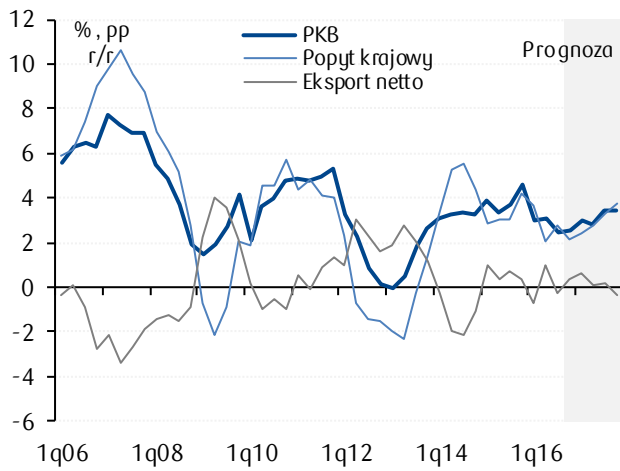
Źródło: GUS, Eurostat, MR, MF, PKO Bank Polski.

Polityka fiskalna†*

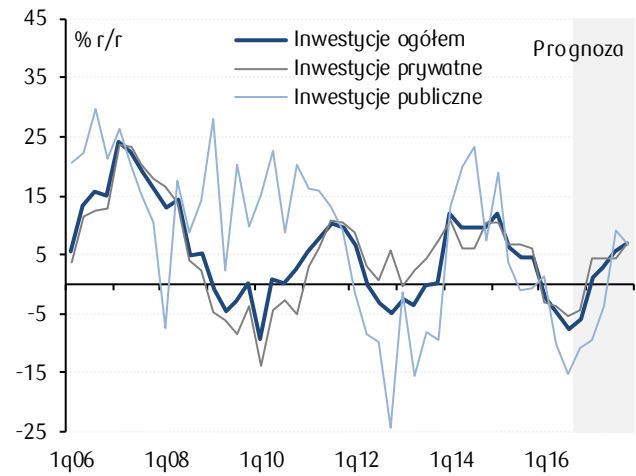
	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2016	2017
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-2,6	-2,3	-2,4	-2,8	-2,6	-2,6	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Dochody (% PKB, ESA2010)	39,0	39,5	39,6	40,0	40,1	40,2	40,5	40,5	40,0	40,5
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,7	41,8	42,0	42,8	42,6	42,8	43,4	43,3	42,8	43,3
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,9	-0,6	-0,6	-1,0	-0,8	-0,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB, ESA2010)	-1,1	-0,7	-0,7	-1,1	-0,9	-0,9	-1,2	-1,3	-1,1	-1,3
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,8	53,5	53,2	53,8	53,7	53,7	53,7	53,7	53,8	53,7
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,5	x	x	x	-2,9	-2,5	-2,9
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,6	x	x	x	-2,9	-2,6	-2,9
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	50,1	x	x	x	50,0	50,1	50,0

Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, † dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.* dochody z LTE rozłożone w czasie.

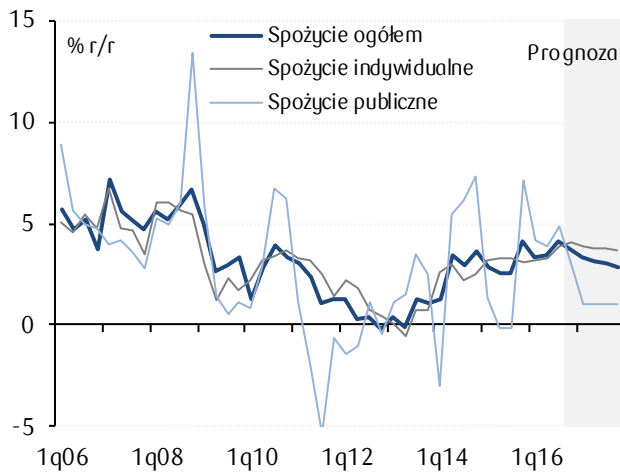
Realny PKB



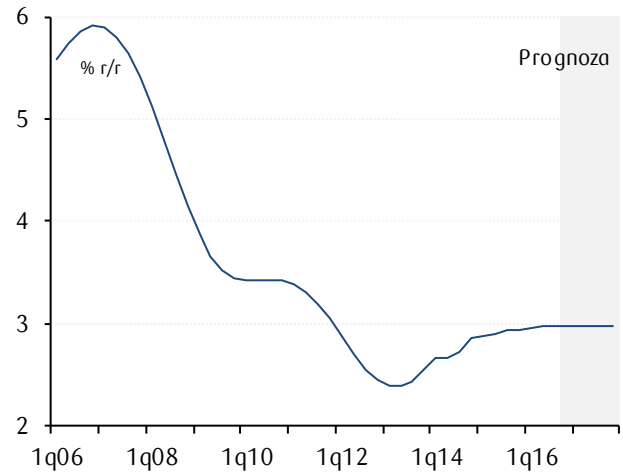
Popyt inwestycyjny



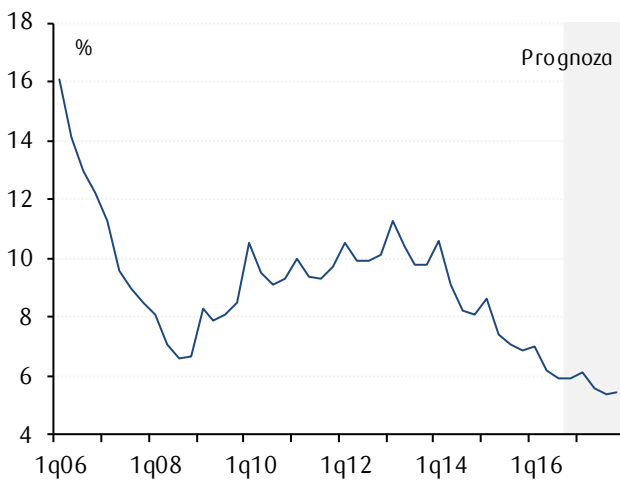
Popyt konsumpcyjny



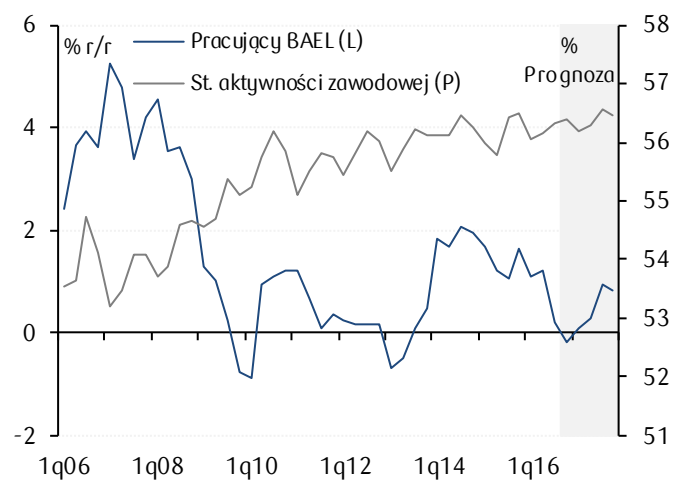
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

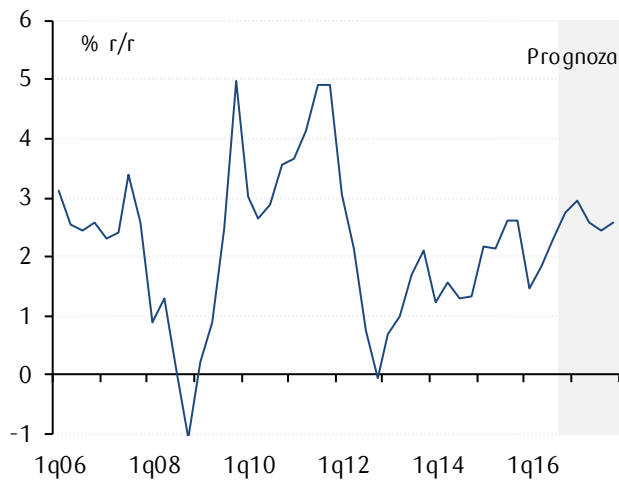


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

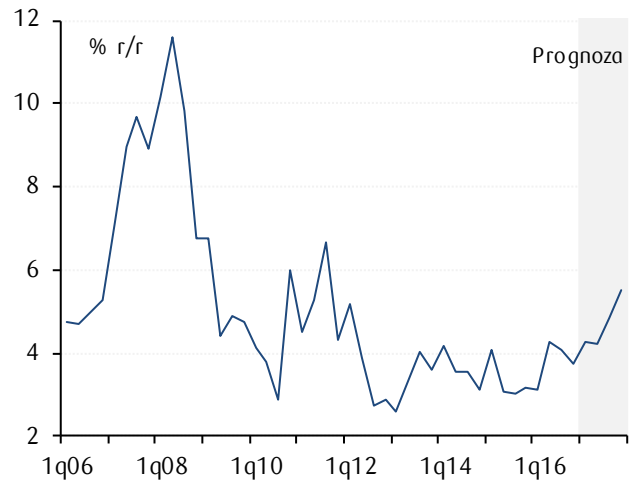


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

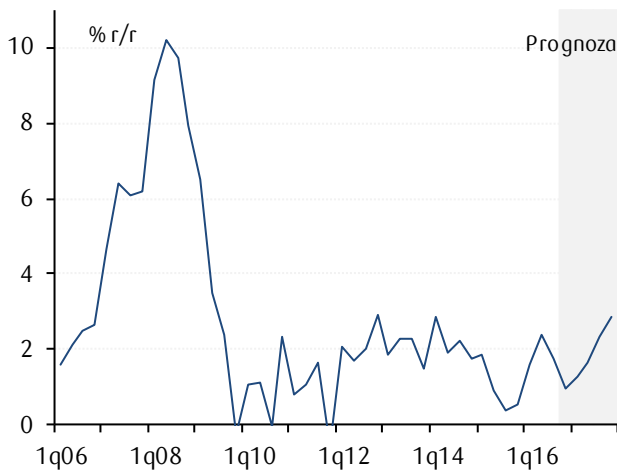
Wydajność pracy*



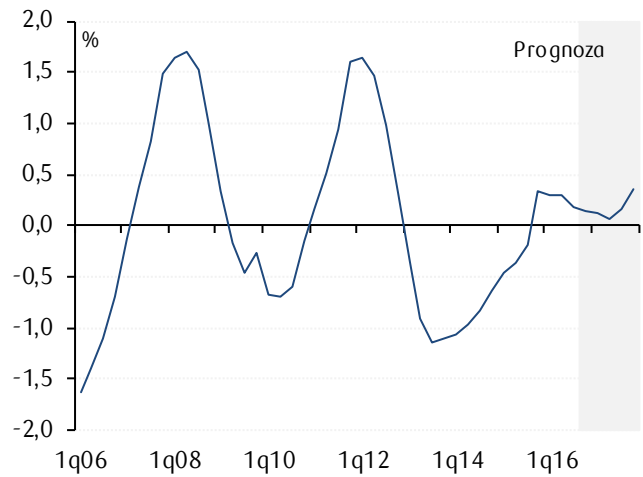
Płace w gospodarce narodowej



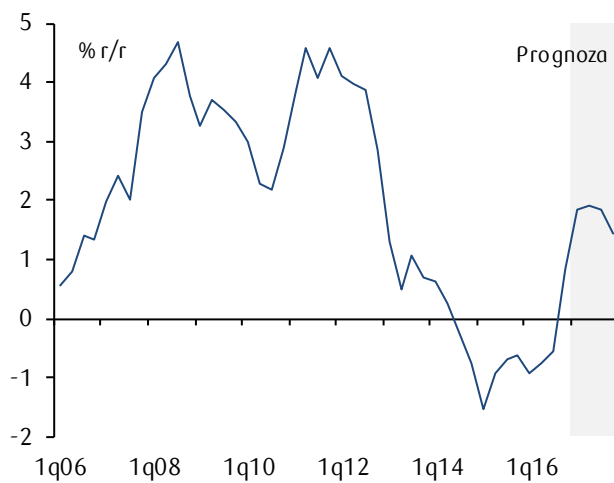
Jednostkowe koszty pracy*



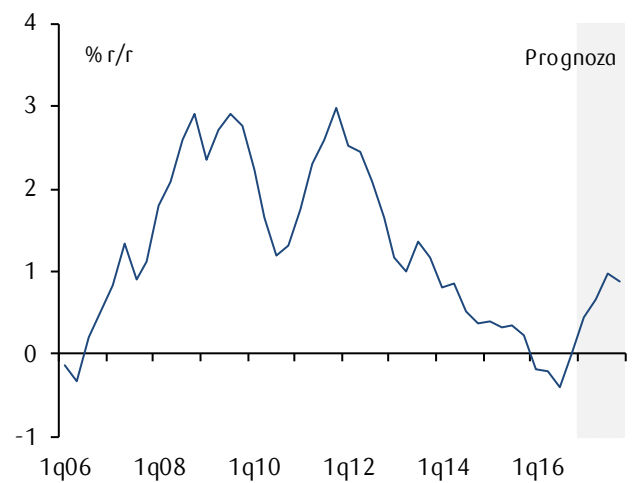
Luka popytowa



Inflacja CPI

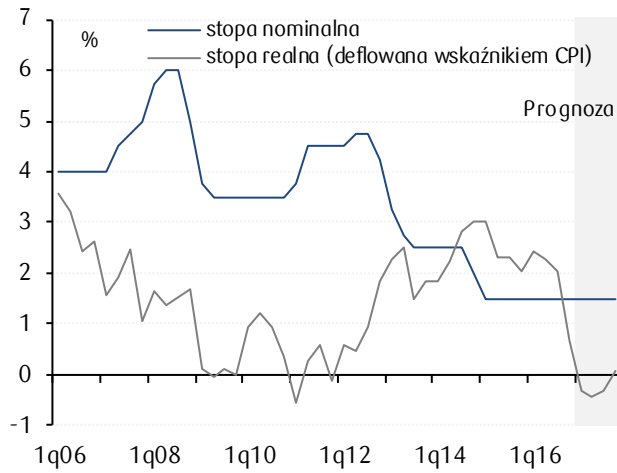


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

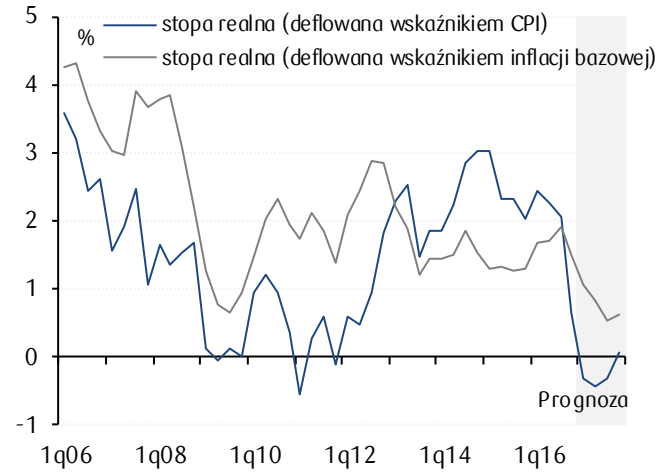


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

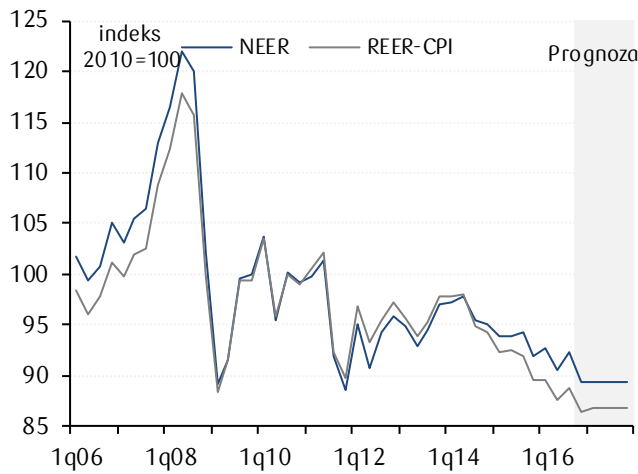
Stopy nominalne vs. realne



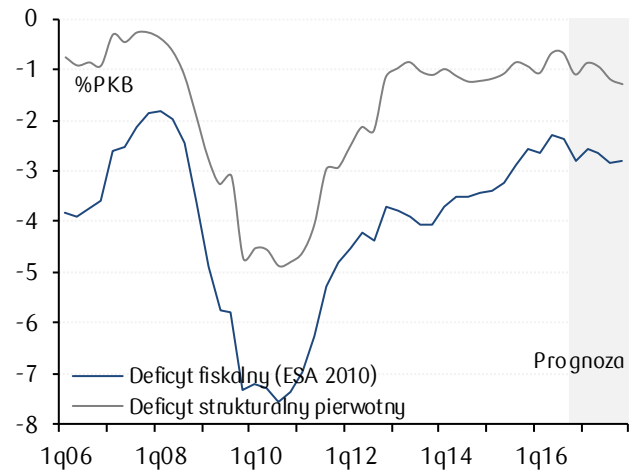
Stopy realne



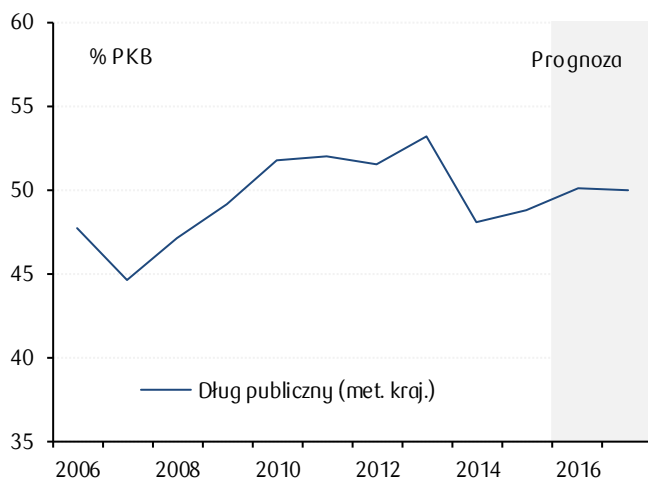
Założenia dotyczące NEER i REER*



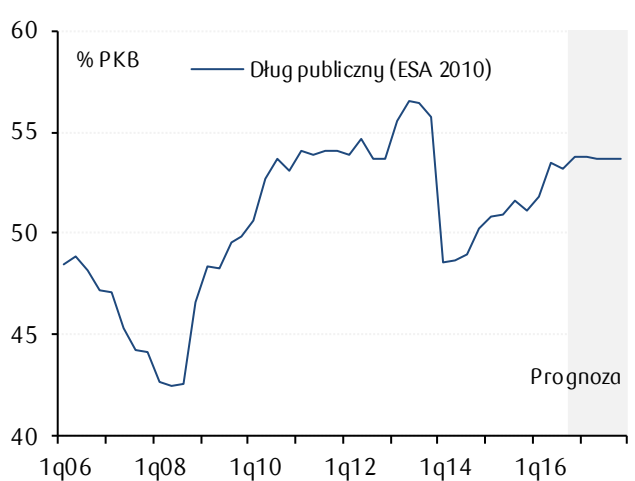
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

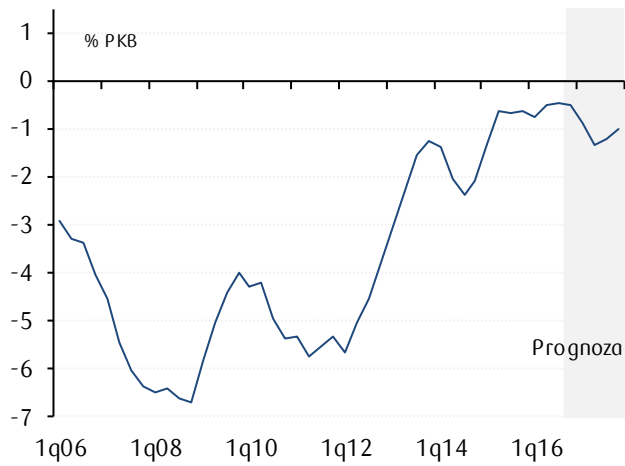


Dług publiczny (ESA 2010)

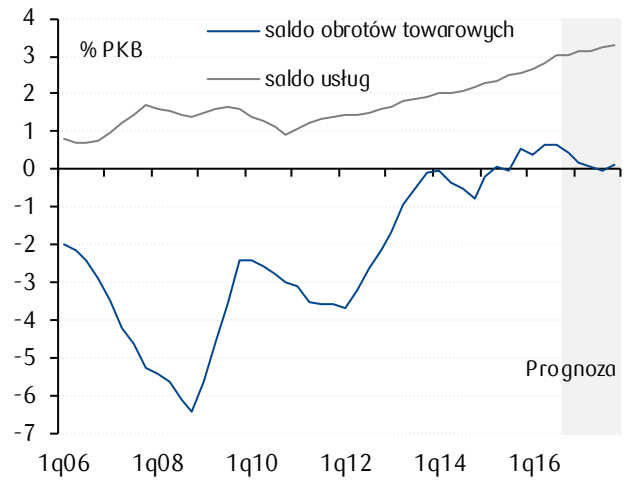


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjacje.

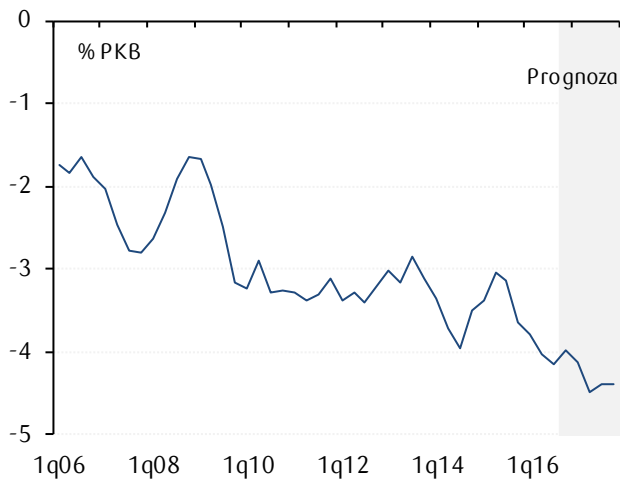
Saldo rachunku obrotów bieżących



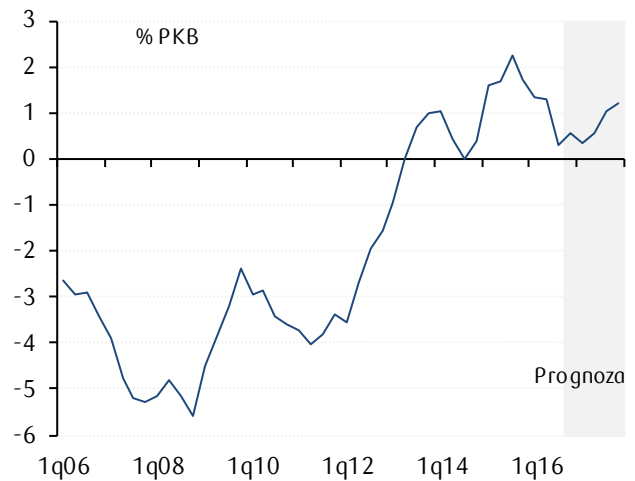
Saldo handlu zagranicznego



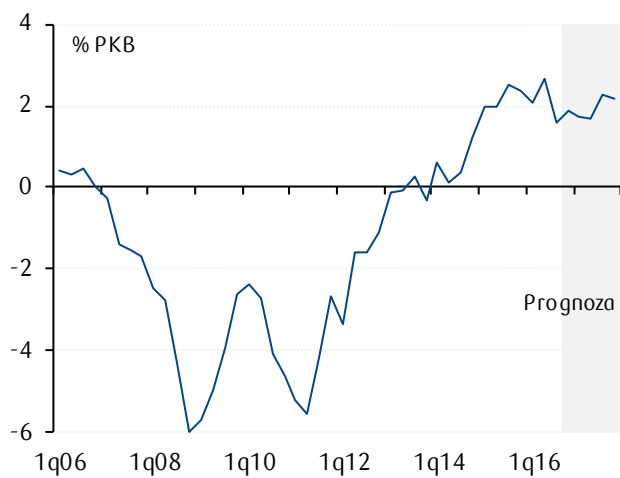
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



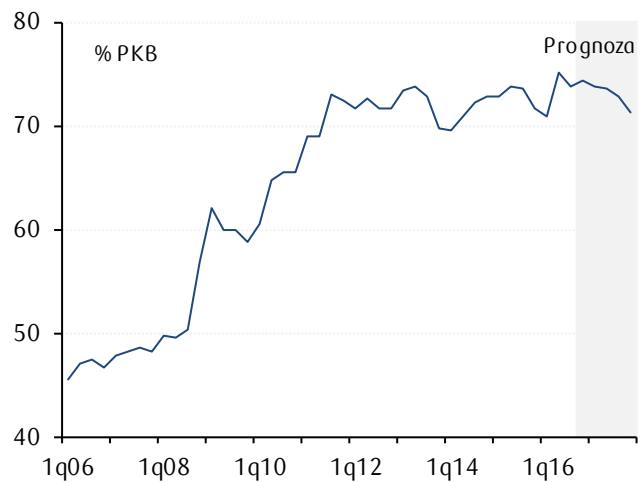
Saldo CAB i CAP^{*}



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR^{*}



Zadłużenie zagraniczne



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



Prognozy długoterminowe

	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	1,4	3,3	3,9	2,8	3,2
Popyt krajowy (% r/r)	5,0	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,4	2,8	3,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	3,3	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,2	3,6	3,8
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,4	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-5,5	4,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	6,3	2,4	2,2	3,3	0,0	0,3	4,3	3,7	1,7	3,2
Zapasy (pkt. proc.)	-1,3	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,4	-0,3	1,0	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,1	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,1	0,1
Produkt potencjalny (% r/r)	4,6	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,7	2,9	3,0	3,0
Nominalny PKB (mld PLN)	1277	1362	1445	1567	1629	1657	1720	1798	1860	1960
Rynek Pracy										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,9	5,5
Pracujący BAEL (% r/r)	3,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	0,5	1,9	1,6	-0,2	0,8
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	4,7
St. akt. zawodowej (%)	54,7	55,1	55,8	55,7	56,0	56,1	56,3	56,5	56,4	56,5
ULC (% r/r)	9,2	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,2	0,9	1,7	2,0
Wydajność pracy (% r/r)	0,3	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,4	2,1	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	0,1
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,8
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	-0,7	0,9
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,4	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4
Inflacja bazowa (% r/r)	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7
Deflator PKB (% r/r)	3,7	3,9	2,4	3,2	2,4	0,4	0,6	0,6	0,6	2,1
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	666,2	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1264,1	1384,8
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,4	9,5
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	15,3	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,6	8,1
Kredyty ogółem (mld PLN)	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,1	1184,7
Kredyty ogółem (% r/r)	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	4,8
Depozyty ogółem (mld PLN)	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,7	1234,3
Depozyty ogółem (% r/r)	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	7,8
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-6,7	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	-1,0
Bilans handlowy (% PKB)	-6,5	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,4	0,1
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	1,9	2,1
Polityka fiskalna										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,6	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,8	-2,8
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-4,8	-4,9	-2,3	-1,0	-1,5	-1,5	-0,8	-1,0	-1,1
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB)	-1,9	-4,7	-4,8	-2,9	-1,2	-1,1	-1,2	-0,9	-1,1	-1,3
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	46,6	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,2	51,1	53,8	53,7
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,67	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	0,65	0,07
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,61
Stopa lombardowa (%)	6,50	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50
REER defl. CPI (% r/r)	7,9	-15,0	5,1	-3,4	-0,5	-0,1	0,6	-4,8	-3,8	-1,4

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.