

Powiało chłodem z Zachodu

Prognozy średnioterminowe:

- Chociaż **potencjalne skutki Brexitu** mogą wg naszych szacunków wynieść do 1% PKB, to faktyczny wpływ wyniku referendum w Wlk. Brytanii na gospodarkę strefy euro i Polski powinien być ograniczony. Nadal prognozujemy, że wzrost PKB w 2016 r. wyniesie 3,5%. Rozkład ryzyka dla tej prognozy staje się jednak asymetryczny w dół ze względu na: (1) pogorszenie perspektyw wzrostu w strefie euro związane m.in. **z sytuacją banków** oraz wygasaniem efektów wcześniejszego osłabienia euro i spadku cen ropy oraz (2) **opóźnienie w wykorzystaniu środków z UE**. W 2017 r. przewidujemy umiarkowane przyspieszenie wzrostu PKB do 3,7%. Sprzyjać temu będzie wzmocnienie wzrostu konsumpcji (rynek pracy, a w pierwszej części roku również 500+) oraz wzrost wykorzystania środków z UE (w drugiej połowie przyszłego roku). Pozytywny impuls dla wzrostu PKB w 2017 r. związany ze środkami UE szacujemy na 0,1-0,3pp (vs. -0,5 pp w 2016 r.).
- Pierwsza połowa tego roku przyniosła mocniejszą od oczekiwań poprawę sytuacji na rynku pracy i spadek stopy bezrobocia do rekordowo niskiego poziomu. Dalszy wzrost popytu na pracę, przy ograniczeniu wolnej podaży pracy, będzie sprzyjać nasileniu presji płacowej.
- Do sierpnia br. inflacja CPI będzie stabilna, a od września będzie rosła do 0,3-0,5% r/r w grudniu za sprawą efektu niskiej bazy, wzrostu dynamiki cen żywności, wzmocnienia presji płacowej i popytowej oraz podatku handlowego. Przewidujemy, że już w styczniu 2017 r. inflacja CPI wzrośnie powyżej 1,0% r/r (na skutek silnego efektu niskiej bazy cen paliw oraz wzrostu rachunków za wodę i prąd), a w lutym znajdzie się powyżej 1,5%, tj. w przedziale dopuszczalnych odchyłań od celu NBP.
- Nadal przewidujemy, że RPP nie wznowi łagodzenia polityki pieniężnej, a pierwszą zmianą stóp procentowych będzie podwyżka. Zakładamy jednak, że nastąpi ona najwcześniej pod koniec 2017 r. ze względu na wzrost niepewności co do perspektyw globalnej gospodarki i złagodzenie retoryki głównych banków centralnych (obniżenie oczekiwanej ścieżki stóp Fed oraz spodziewane dodatkowe złagodzenie polityki EBC).
- Poluzowanie fiskalne na szczeblu centralnym, mające zneutralizować zacieśnienie fiskalne związane z mniejszymi nakładami na infrastrukturę, nabierze tempa w drugiej połowie roku. Umiarkowana stymulacja fiskalna będzie kontynuowana w przyszłym roku (ok. 0,5% PKB), ale deficyt fiskalny nie przekroczy 3% PKB.
- Saldo rachunku obrotów bieżących w 2016 r. ustabilizuje się na poziomie -0,3% PKB, a w 2017 r. pogorszy się do ok. -1,1% PKB na skutek wzrostu importu i transferów dochodów imigrantów za granicę.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

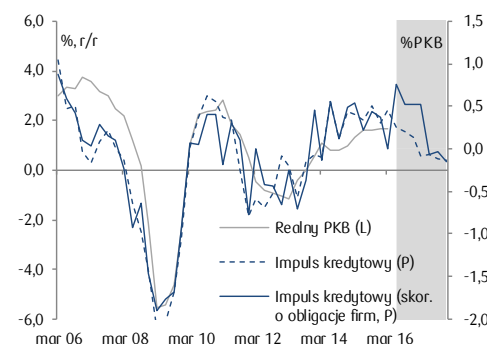
analizy.makro@pkobp.pl

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Karolina Sędzimir
Ekonomista
tel. 22 521 81 28

Pogorszenie perspektyw wzrostu w strefie euro*



Źródło: Eurostat, EBC, BIS, PKO Bank Polski.*nawet przy założeniu, że EBC wydłuży luzowanie do końca 2017 roku.

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	2016	2017
Realny PKB (% r/r)	3,4	4,3	3,0	3,3	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5	3,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	7,1	6,9	7,0	6,3	6,0	6,2	6,6	5,9	6,2	5,9
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,8	-0,5	-0,9	-0,8	-0,4	0,4	1,7	1,7	0,4	1,5
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,9	1,2	0,1	1,1
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,5	-0,9	-0,3	-1,1
Deficyt fiskalny (% PKB)†*	-2,8	-2,6	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8	-2,6	-3,0
Dług publiczny (% PKB)†*	51,8	51,3	52,0	52,4	52,4	52,6	52,7	52,7	52,6	52,8
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75

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

Dynamika PKB w 1q16 obniżyła się wyraźnie do 3,0% r/r (vs. 4,3% r/r w 4q15) pod wpływem zakończenia projektów ze starej perspektywy finansowej UE. **Impuls fiskalny na poziomie budżetu centralnego, który ma zneutralizować przejściowy spadek inwestycji publicznych, zadziała dopiero w dalszej części roku** (patrz też rozdział *Polityka fiskalna*). Wobec efektywnego zacieśnienia fiskalnego dynamika PKB w 2q16 podniosła się nieznacznie do 3,2-3,3% r/r. Nasz szacunek opiera się o miesięczne dane ze sfery realnej (por. tabela obok). Aktywność w głównych obszarach w 2q poprawiła się względem 1q, częściowo odzwierciedlając efekty kalendarzowe (Wielkanoc w marcu i przesunięcie aktywności na kwiecień).

Prognoza średnioterminowa

Chociaż potencjalne skutki Brexitu mogą wg naszych szacunków wynieść do 1% PKB, to faktyczny wpływ wyniku referendum w Wlk. Brytanii na gospodarki strefy euro i Polski powinien być ograniczony. **Nadal prognozujemy, że wzrost PKB w 2016 r. wyniesie 3,5%**. Rozkład ryzyka dla tej prognozy staje się jednak asymetryczny w dół ze względu na pogorszenie perspektyw wzrostu w strefie euro związane z sytuacją banków oraz wygasaniem efektów wcześniejszego osłabienia euro i spadku cen ropy, a także opóźnienie w wykorzystaniu środków z UE. Opóźnienie poluzowania fiskalnego na szczeblu centralnym może istotnie wpłynąć na kształt ścieżki PKB do końca tego roku. Możliwe są dwa scenariusze: (1) wydatki nie będą już odkładane i odbicie dynamiki PKB powinno być wyraźne już w 3q (nasz scenariusz bazowy); (2) ostrożne podejście do wydatków budżetu państwa będzie kontynuowane i przyspieszenie ich realizacji nastąpi pod koniec roku – wtedy dynamika PKB nie wzrosłaby istotnie w 3q, a jej wyraźne odbicie nastąpiłoby dopiero w 4q. **W 2017 r. przewidujemy umiarkowane przyspieszenie wzrostu PKB do 3,7%**. Sprzyjać temu będzie wzmocnienie wzrostu konsumpcji (rynek pracy, a w pierwszej części roku również 500+) oraz wzrost wykorzystania środków z UE (w drugiej połowie przyszłego roku). Pozytywny impuls dla wzrostu PKB w 2017 r. związany ze środkami UE szacujemy na 0,1-0,3pp (vs. -0,5 pp w 2016 r.). Wraz z kontynuacją umiarkowanej ekspansji fiskalnej na szczeblu centralnym **polityka fiskalna doda ok. 0,5pp do wzrostu PKB w 2017 r.**

Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) dalsze losy globalnego ożywienia (strefa euro, Chiny, USA) w tym w kontekście niepewności dotyczącej Brexitu, (2) krajowe i unijne uwarunkowania polityczne; (3) tempo wykorzystania środków UE.

Sfera realna

	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	2016	2017
Realny PKB (% r/r)	3,4	4,3	3,0	3,3	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5	3,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,0	4,4	3,9	3,3	4,0	4,5	4,2	4,3	4,0	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,1	3,0	3,2	3,6	4,7	4,5	4,5	4,2	4,0	4,1
Sprzedaż krajowa (% r/r)	3,1	4,3	2,6	2,9	3,7	3,6	4,3	4,0	3,2	4,0
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	4,4	4,4	-1,8	-0,4	1,2	2,3	6,0	5,1	0,8	5,6
Publiczne [†] (% r/r)	-1,2	3,5	-19,3	-19,6	-7,5	-10,9	13,9	5,5	-13,1	8,1
Prywatne [‡] (% r/r)	6,3	4,7	2,9	4,8	3,9	6,5	4,3	5,0	4,9	5,0
Zapasy (pkt. proc.) [^]	0,1	0,1	1,3	0,5	0,4	1,0	0,0	0,4	0,8	0,3
Eksport netto (pkt. proc.) [^]	0,4	-0,1	-0,9	-0,3	-0,4	-0,2	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4,3	5,6	3,0	5,7	5,0	6,9	4,2	3,5	5,2	6,1
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2

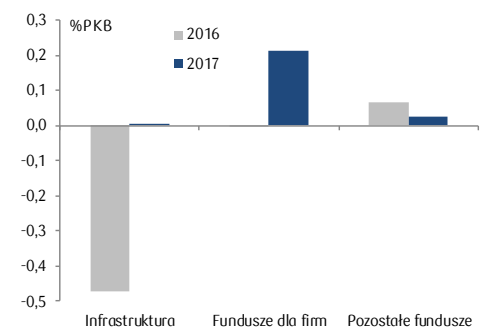
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [†]szacunki własne.

Aktywność gospodarcza w 2q16

	1q16	2q16
Przemysł	3,0	5,7
Budownictwo	-11,6	-13,9
Sprzedaż detaliczna	4,4	5,7
Sprzedaż hurtowa*	3,3	7,0
Sprzedaż usług transportowych	2,5	7,1
Płace [^]	3,7	4,7
Zatrudnienie [^]	2,5	2,9
Stopa bezrobocia [#]	-1,5	-1,4
Kredyty konsumpcyjne (FX adj.)	7,1	8,3
Kredyty mieszkaniowe (FX adj.)	4,7	4,1
Kredyty przedsiębiorstw (FX adj.)	6,9	5,0

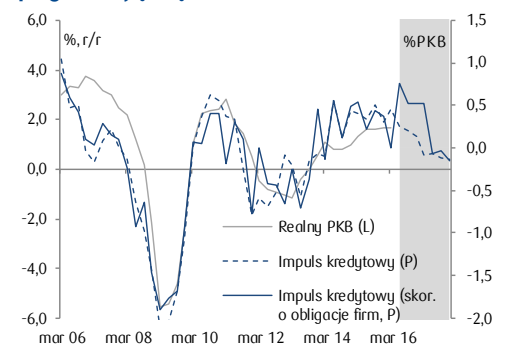
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *nominalnie; [^]skor. o obligacje firm; [#]pp, r/r.

Wpływ funduszy UE na wzrost PKB



Źródło: MR, GUS, PKO Bank Polski.

Perspektywy wzrostu w strefie euro pogarszają się*



Źródło: Eurostat, EBC, BIS, PKO Bank Polski. *nawet przy założeniu, że EBC wydłuży luzowanie do końca 2017 roku.

(2). Rynek pracy

Trendy bieżące

Pierwsza połowa tego roku przyniosła mocniejszą od oczekiwań poprawę sytuacji na rynku pracy. Różne miary stopy bezrobocia spadły do rekordowo niskiego poziomu: stopa bezrobocia BAEL (sa) wyniosła 6,4% w 1q16, a stopa bezrobocia rejestrowanego 8,8% w czerwcu. Redukcji bezrobocia sprzyjają: (1) wysoki popyt na pracę (zaskakująco mocne przyspieszenie wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach do 3,2% r/r w 2q16 z 2,6% r/r w 1q16; subindeks PMI dla zatrudnienia wzrósł w lipcu i był 36. miesiąc powyżej neutralnego poziomu 50,0) oraz (2) pozytywne efekty programów aktywizacyjnych realizowanych przez urzędy pracy (utrzymuje się znaczna dynamika podejmowania pracy subsydiowanej +48,3% r/r 3mma; średnio w 2q16 aż 26 tys. osób/m-c, co wg naszych szacunków zmniejszyło stopę bezrobocia o ok. 0,2pp). Mocny wzrost popytu na pracę w połączeniu z wyczerpywaniem się efektywnego zasobu podaży pracy (rekordowo niskie bezrobocie) przekłada się na nasilenie presji płacowej. Nominalna dynamika przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się do 4,4% r/r w 2q16 z 3,7% r/r w 1q16, wybijając się z przedziału 3-4% r/r w trakcie 2015 r. Realna dynamika funduszu płac w przedsiębiorstwach, przy przyspieszeniu wzrostu zatrudnienia i utrzymaniu skali deflacji, wzrosła w jeszcze większym stopniu (7,7% r/r w 2q vs. 6,3% r/r w 1q), poprawiając (wraz z programem 500+) dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Prognoza średnioterminowa

Siła bieżącego trendu wzrostu popytu na pracę (zatrudnienie, oferty pracy) wskazuje na utrzymanie spadkowego trendu bezrobocia i obniżenie stopy bezrobocia BAEL do poniżej 6% w 2017 r., przy powolnym wzroście wskaźnika aktywności zawodowej (do 56,5% w końcu 4q17 z 56,1% w końcu 1q16). Jednocześnie, dalszy wzrost popytu na pracę, przy wyczerpywaniu się wolnego zasobu siły roboczej (efekt czynników demograficznych, pogłębiany przez planowane obniżenie wieku emerytalnego) oraz podwyżki płac w sferze budżetowej i kolejny, znaczny wzrost płacy minimalnej będą sprzyjać nasileniu presji płacowej. Czynnikiem łagodzącym napięcia na rynku pracy i ograniczającym wzrost presji płacowej pozostanie nadal znaczna skala napływu pracowników z Ukrainy.

Czynniki ryzyka dla prognozy

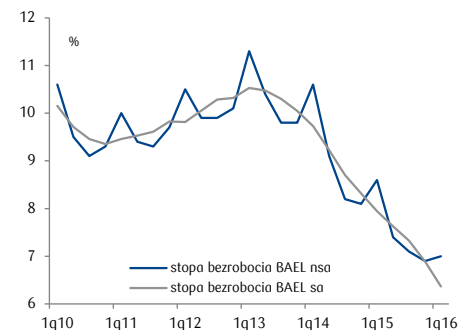
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) tempo wzrostu gospodarczego; (2) skala napływu imigrantów do Polski (głównie z Ukrainy) oraz odpływu emigrantów do UE (możliwe zahamowanie wyjazdów do Wielkiej Brytanii i większa skala powrotów wobec niepewności związanej z Brexitem), (3) decyzje płacowe pracodawców (brak istotnej poprawy wyników finansowych ogółu przedsiębiorstw może na dłuższy czas utrzymać politykę niezwiększania kosztów firm i tym samym hamować presję płacową, przy możliwej zwiększonej rotacji pracowników).

Rynek pracy

	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	2016	2017
Pracujący BAEL (mln osób)	16,2	16,3	16,0	16,2	16,4	16,4	16,2	16,3	16,4	16,5
Pracujący BAEL (% r/r)	1,1	1,6	1,1	1,2	1,0	0,5	1,1	1,0	0,5	0,6
Bezrobotni BAEL (mln osób)	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,1	1,2	1,0	1,1	1,0
Stopa bezrobocia BAEL (%)	7,1	6,9	7,0	6,3	6,0	6,2	6,6	5,9	6,2	5,9
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,4	56,5	56,1	56,2	56,5	56,4	56,2	56,4	56,4	56,5
Płace nominalne gospodarka narodowa (% r/r)	3,0	3,2	3,1	4,2	4,9	5,6	5,6	5,8	4,5	5,7
ULC (% r/r)	0,7	0,8	1,6	2,2	2,1	2,2	2,9	3,1	2,0	2,8
Wydatność pracy (% r/r)	2,3	2,3	1,5	2,0	2,7	3,3	2,6	2,6	2,4	2,8

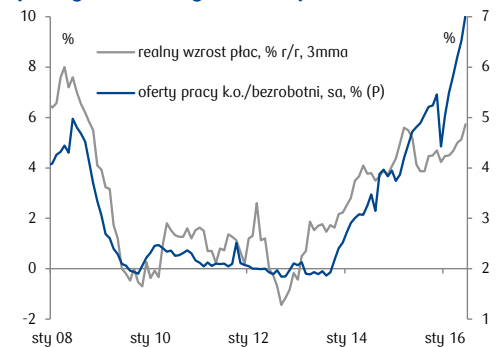
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia BAEL



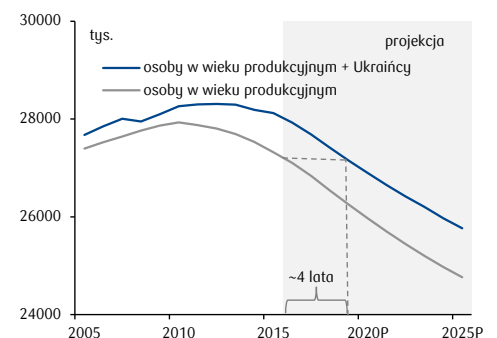
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Relacja popytu do podaży na rynku pracy vs. realny wzrost płac



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Populacja w wieku produkcyjnym vs. szacunki imigracji z Ukrainy



Źródło: Straż Graniczna, GUS, PKO Bank Polski.

(3). Procesy inflacyjne

- Trendy bieżące

Inflacja CPI w 2q16 wyniosła średnio $-0,9\%$ r/r, a więc nie zmieniła się wobec 1q16. Utrzymanie skali deflacji miało miejsce przy wzroście dynamiki cen żywności ($0,8\%$ r/r w 2q16 vs. $0,4\%$ r/r w 1q16) i cen paliw ($-10,4\%$ r/r vs. $-11,5\%$ r/r) oraz obniżeniu dynamiki cen energii ($-3,3\%$ r/r vs. $-2,6\%$ r/r; efekt obniżki taryfy za gaz ziemny od kwietnia) i inflacji bazowej ($-0,3\%$ r/r vs. $-0,1\%$ r/r). Główna miara inflacji bazowej (CPI bez żywności, energii i paliw) osiągnęła w trakcie 2q16 najniższy poziom w historii badań NBP ($-0,4\%$ r/r w kwietniu i maju). Wpłynęły na to w dużej mierze specyficzne czynniki (spadek cen w łączności i obniżki abonamentów telewizyjnych), a w mniejszym stopniu potencjalnie niebezpieczne z punktu widzenia banku centralnego wtórne efekty wcześniejszego spadku cen żywności i paliw.

- Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że do sierpnia inflacja CPI pozostanie w pobliżu przeciętnego poziomu z I połowy br. (odczyt *flash* pokazał już, że w lipcu inflacja CPI wyniosła $-0,9\%$ r/r), a od września będzie rosła i na koniec roku wyniesie $0,3-0,5\%$ r/r. Głównymi czynnikami wzrostu inflacji CPI w tym roku będzie efekt niskiej bazy cen paliw (szczególnie we wrześniu), kontynuacja wzrostu cen żywności (głównie mięsa), wzrost składek za ubezpieczenie pojazdów, presja popytowa na ceny związana z przyspieszeniem wzrostu płac (rekordowo niskie bezrobocie) oraz fiskalną stymulacją konsumpcji (program 500+). **Wpływ podatku handlowego na ścieżkę inflacji CPI szacujemy na $0,1-0,5pp$** , a jego faktyczna skala będzie zależeć od tego, czy mali detaliści zdecydują się na zwiększenie marż po nałożeniu podatku na większe podmioty, oraz od tego jak duża okaże się siła przetargowa dużych sieci, które będą starały się przerzucić podatek na swoich dostawców. Czynnikiem deflacyjnym pozostaną tendencje cenowe w kategoriach „łączność” oraz „rozrywka i kultura”, co wynika ze wzrostu presji konkurencyjnej oraz zmian technologicznych i regulacyjnych. Przewidujemy, że na koniec 2017 r. inflacja CPI sięgnie ok. $1,5\%$ r/r, przy czym już w styczniu może wzrosnąć powyżej $1,0\%$ r/r (na skutek silnego efektu niskiej bazy cen paliw oraz wzrostu rachunków za wodę i prąd). Już w lutym inflacja CPI znajdzie się w przedziale dopuszczalnych odchyleń od celu NBP. Ważnym czynnikiem proinflacyjnym w 2017 r. będzie przewidywany przez nas wzrostowy trend cen żywności i ropy. Duże znaczenie będą też mieć administracyjne zmiany cen, w szczególności wzrost opłat za prąd i wodę.

- Czynniki ryzyka dla prognozy

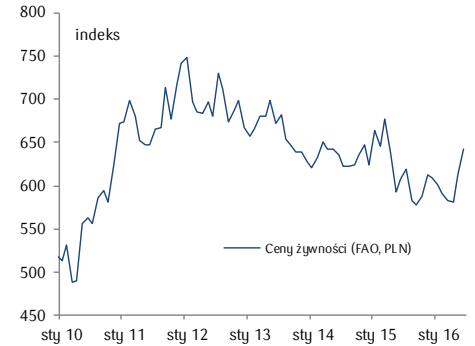
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: (1) kształtowanie się globalnych cen ropy i żywności, (2) skala wzrostu płac i konsumpcji, (3) przełożenie podatku handlowego na wzrost cen, (4) zmiany kursów walutowych (przekładające się na inflację importowaną), (5) zmiany fiskalne i administracyjne (stawki VAT, opłata paliwowa, prawo wodne, opłata przejściowa do rachunku za prąd).

Procesy inflacyjne

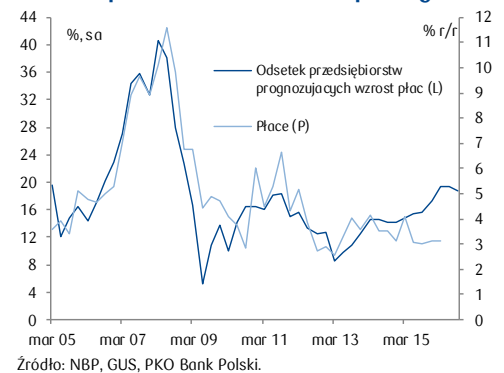
	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	2016	2017
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,8	-0,5	-0,9	-0,8	-0,4	0,4	1,7	1,7	0,4	1,5
Inflacja CPI – średnia w okresie (% r/r)	-0,7	-0,6	-0,9	-0,9	-0,7	0,2	1,6	1,8	-0,6	1,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,6	0,8	0,9	0,3	0,7
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,4	0,3	0,2	-0,8	0,3
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,5	0,7	-0,1	0,6
Inflacja bazowa† (% r/r)	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,9	1,2	0,1	1,1
Inflacja PPI† (% r/r)	-2,8	-0,8	-1,9	-0,2	0,8	0,2	1,8	1,1	0,2	1,3
Deflator PKB (% r/r)	-0,4	2,2	0,2	1,2	1,2	1,2	1,9	2,0	0,9	2,1
Nominalny PKB (% r/r)	3,0	6,6	3,2	4,5	4,9	5,0	5,7	5,7	4,4	5,9

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

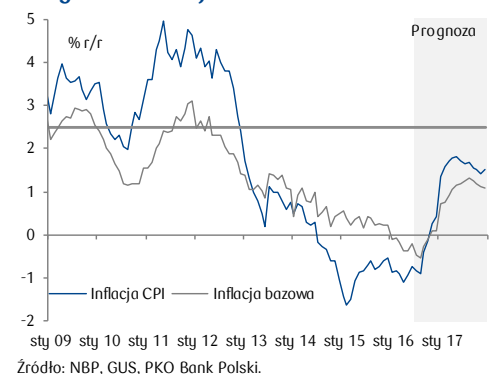
Globalne ceny żywności



Wzrost płac vs. oczekiwania podwyżek



Prognoza inflacji



(4). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) wyniosło w maju -0,5% PKB (w ujęciu 12-mies.). Nadwyżka w handlu towarami od początku roku utrzymuje się na poziomie ok. 0,5% PKB. Od początku roku poprawia się saldo rachunku finansowego, na co wpływa przyspieszenie napływu inwestycji portfelowych. Saldo BIZ pozostaje stabilne w okolicy 1% PKB. Na rachunku finansowym (pozostałe inwestycje) widoczna jest kontynuacja ograniczenia finansowania zagranicznego netto polskich banków (wykres), co można wiązać z pogorszeniem sytuacji europejskich banków.

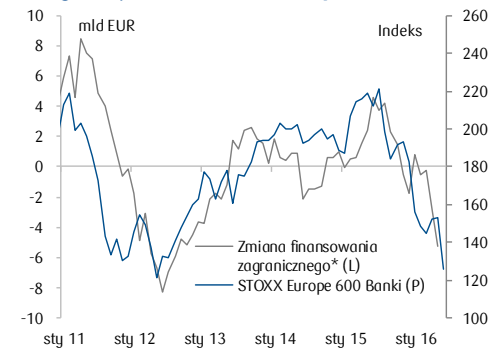
Prognoza średnioterminowa

Na koniec 2016 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszy się do -0,3% PKB. Dane GUS za maj i czerwiec pokazują znaczny wzrost liczby nowych zamówień eksportowych (ok. 30% r/r), co wskazuje na poprawę dynamiki eksportu w dalszej części roku. Równocześnie, po przekroczeniu poziomu 50 USD/b, ceny ropy zaczęły spadać, co jest związane ze zwiększeniem wydobycia w USA oraz wzrostem produkcji i eksportu ropy w Iranie. Z drugiej strony, zakładamy wzrost dynamiki importu z wyłączeniem ropy na skutek wzmocnienia wzrostu konsumpcji. W rezultacie prognozujemy stabilizację nadwyżki handlowej w tym roku na poziomie 0,5% PKB. Na przyszły rok przewidujemy spadek nadwyżki handlowej do 0,3% PKB, przy wzroście cen importowanej ropy oraz dalszym przyspieszeniu wzrostu importu (popytu krajowego). Z uwagi na koniec „starej” perspektywy finansowej UE oczekujemy spadku transferów unijnych, co pogorszy saldo rachunku dochodów. Tendencja ta powinna się odwrócić pod koniec roku, wraz z absorpcją „nowej” fali środków z UE. Wzrost transferów dochodów pracowników ze Wschodu dalej zwiększy się (wykres na marginesie) pogłębiając deficyt dochodów pierwotnych. W rezultacie saldo CAB na koniec 2017 r. wyniesie ok. -1,1% PKB.

Czynniki ryzyka dla prognozy

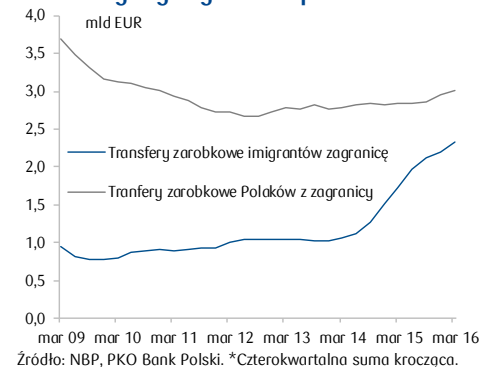
W średnioterminowej perspektywie głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy salda CAB są: (1) koniunktura w strefie euro, (2) zmiany kursowe, (3) ceny ropy i (4) Brexit. Zmiany rachunku finansowego będą determinowane: (1) percepcją ryzyka fiskalnego i politycznego (inwestycje portfelowe) oraz (2) sytuacją europejskich banków.

Zmiana finansowania zagranicznego* monetarnych instytucji finansowych vs. ceny akcji banków w Europie



Źródło: NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana zobowiązań monetarnych instytucji finansowych wobec nierezzydentów (12m skum.).

Transfery wynagrodzeń pracowników*



Źródło: NBP, PKO Bank Polski. *Czterokwartalna suma krocząca.

Równowaga zewnętrzna

	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	2016	2017
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,5	-0,9	-0,3	-1,1
Bilans handlowy (% PKB)	-0,1	0,5	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,3
Eksport (% r/r)	5,3	9,3	2,0	1,9	6,1	7,2	5,8	6,0	4,4	6,5
Import (% r/r)	6,4	3,5	3,2	-0,8	7,0	8,3	4,8	6,5	4,5	6,9
Saldo usług (% PKB)	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	2,7
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-2,6	-2,8	-3,1	-3,3	-3,4	-3,4	-3,4	-3,7	-3,4	-3,8
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	0,0	-0,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,9	2,4	2,1	2,0	1,3	1,5	1,2	1,7	1,5	2,0
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	-0,1	-1,2	-0,6	0,1	-0,2	-0,1	0,2	-0,7	-0,1	-0,5
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto (% PKB)	0,7	0,9	1,0	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-0,9
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-3,2	-1,3	-1,3	-3,2	-1,4	-2,5	-1,7	0,1	-2,5	0,4
Zmiana rezerw (% PKB)*	-1,7	-0,2	-0,5	-1,6	-0,5	-1,0	-0,7	0,7	-1,0	0,7
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,7	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8	-0,1	-1,1
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	73,8	71,8	71,0	71,7	70,1	67,8	67,4	66,9	67,8	63,0
Sektor publiczny (% PKB)	31,2	30,4	30,1	30,4	29,8	28,8	28,6	28,3	28,8	26,7
Sektor prywatny (% PKB)	42,6	41,4	40,9	41,3	40,4	39,0	38,8	38,6	39,0	36,3

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



(5). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Pierwsze miesiące po zmianach w składzie RPP nie przyniosły zauważalnej zmiany linii krajowej polityki pieniężnej. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom niektórych uczestników rynku, „nowa” Rada nie tylko nie obniżyła stóp procentowych, lecz nawet nie złagodziła swojej retoryki. Wyraźne obniżenie ścieżki PKB w nowej projekcji NBP z lipca nie zmieniło niechęci członków RPP wobec ewentualnego wznowienia obniżek stóp, mimo zauważalnego wzrostu relatywnej wagi PKB w funkcji reakcji Rady. Być może członkowie RPP odebrali obniżenie ścieżki PKB w nowej projekcji jako korektę nadmiernie optymistycznej projekcji z marca. Projekcja inflacji CPI pozostała praktycznie bez zmian. W naszej ocenie bilans ryzyka dla niej jest asymetryczny w górę, ponieważ uwzględnia ona mało prawdopodobną obniżkę stawki VAT w 2017 r., a nie bierze pod uwagę wpływu podatku handlowego.

• Prognoza średnioterminowa

Nadal przewidujemy, że RPP nie wznowi łagodzenia polityki pieniężnej, a pierwszą zmianą stóp procentowych będzie podwyżka. Zakładamy jednak, że nastąpi ona najwcześniej pod koniec 2017 r. ze względu na wzrost niepewności co do perspektyw globalnej gospodarki oraz złagodzenie retoryki głównych banków centralnych (w szczególności ze względu na obniżenie oczekiwanej ścieżki stóp Fed oraz spodziewane dodatkowe złagodzenie polityki pieniężnej EBC). Oprócz spodziewanego wzrostu inflacji w granice dopuszczalnych odchyłeń od celu, argumentami przeciwko wznowieniu obniżek stóp procentowych są m.in.: (1) rosnące napięcia na rynku pracy, (2) stymulacja fiskalna ukierunkowana na popyt konsumpcyjny (500+), (3) obawy o stabilność systemu finansowego oraz negatywny wpływ obniżek stóp na pozycję kapitałową banków i ich zdolność do zwiększania akcji kredytowej. Nie bez znaczenia dla niechęci RPP wobec wznowienia obniżek stóp jest również przekonanie członków Rady (wsparte badaniami NBP), że dotychczasowa deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na gospodarkę, w tym na przedsiębiorstwa i ich aktywność inwestycyjną. Scenariuszowi ewentualnych obniżek stóp procentowych przypisujemy prawdopodobieństwo 15-20% i mógłby się on zrealizować przede wszystkim w przypadku spowolnienia wzrostu gospodarczego poniżej 3% bez znacznej deprecjacji złotego.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

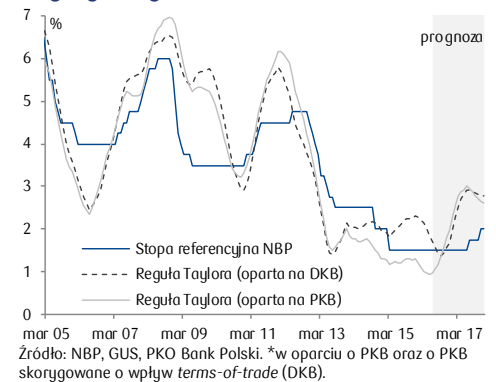
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych to: (1) zmiany globalnych cen surowców i oczekiwanej ścieżki inflacji, (2) zmiany kursu złotego, (3) zmiany dynamiki PKB i (4) wpływ programu 500+ na popyt konsumpcyjny i ceny.

Polityka pieniężna

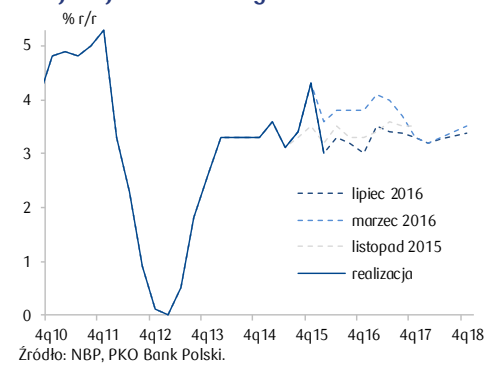
	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	2016	2017
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
Realna st. proc. defl. CPI (%)	2,31	2,03	2,41	2,25	1,91	1,07	-0,23	-0,20	1,07	0,22
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,26	1,29	1,68	1,70	1,76	1,40	0,57	0,30	1,40	0,67
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Stopa redysk. weksli(%)	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00
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)	-3,1	-4,9	-3,0	-5,2	-1,3	0,2	0,6	3,4	-2,3	1,1
Nominalny PKB (% r/r)	3,0	6,6	3,2	4,5	4,9	5,0	5,7	5,7	4,4	5,9

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

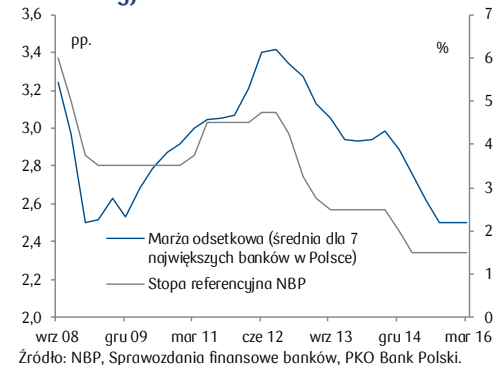
Reguły* Taylora dla NBP



Projekcja NBP dla dynamiki PKB



Marża odsetkowa banków vs. stopa referencyjna NBP



(6). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny w 1q16 wyniósł -2,2% PKB (vs. -2,6% PKB w 4q15, 4kw. skum.). Spadek deficytu wynika z cyklicznej poprawy dochodów oraz niezamierzonego zacieśnienia fiskalnego (negatywny impuls fiskalny w postaci ograniczenia inwestycji publicznych) związanego z końcem poprzedniej perspektywy finansowej UE. **Skumulowany za 4 kwartały strukturalny deficyt pierwotny** (skor. o zmiany w systemie emerytalnym z lat 2010-2014) **obniżył się w 1q16 do -2,2% PKB** (szac. PKO, por. tabela obok), co oznacza spadek aż o 0,6pp r/r. Jest to spójne z szacowanym przez nas skutkiem ograniczenia aktywności inwestycyjnej sektora publicznego (w dużej mierze w podsektorze samorządowym), podczas gdy **pozytywny impuls fiskalny na poziomie budżetu centralnego zrealizuje się w dalszej części roku**. Dług publiczny wzrósł do 52,0% PKB (vs. 51,3% PKB w 4q15). Skumulowana od początku roku dynamika dochodów w ujęciu skorygowanym o jednorazowe dochody wzrosła do 5,4% r/r (z 4,9% r/r w maju vs. 8,5% zaplanowane w całym roku), a wydatków obniżyła się do 4,4% r/r (z 4,9% r/r w maju vs. 11,1% zaplanowane w całym roku).

Prognoza średnioterminowa

Dane o realizacji budżetu państwa po czerwcu sugerują, że poluzowanie fiskalne na szczeblu centralnym, mające zneutralizować zacieśnienie fiskalne związane z mniejszymi nakładami na infrastrukturę, nie nabrało jeszcze tempa. Szacujemy, że nawet przy istotnej skali poluzowania fiskalnego na szczeblu centralnym w dalszej części roku, deficyt budżetu państwa skorygowany o efekty jednorazowe wyniesie w 2016 r. ok. 63 mld zł (vs. 67 mld zł wg planu). Uwzględniając dodatkowo większą od planu wpłatę z zysku NBP (o 4,7 mld zł), **deficyt budżetu państwa w 2016 r. powinien być o blisko 9 mld zł mniejszy niż założone w ustawie budżetowej 54,7 mld zł**. Prognozujemy, że deficyt całego sektora finansów publicznych (wg ESA) w 2016 r. wyniesie 2,6% PKB, a w 2017 r. nie przekroczy 3% PKB. Mimo strukturalnego wzrostu wydatków przy ubytku jednorazowych dochodów, deficyt sektora publicznego w 2017 r. nie przekroczy 3% PKB za sprawą: (1) niskiego punktu startowego (deficyt 2,6% PKB w 2016 r.), (2) zmiany struktury wzrostu PKB na bardziej „wydajną” podatkowo, (3) wolniejszej absorpcji funduszy UE oraz (4) opóźnienia planowanego obniżenia wieku emerytalnego.

Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki ryzyka to: (1) skuteczność zwiększenia ściągalskości podatków, (2) tempo absorpcji środków z UE z nowej perspektywy finansowej.

Polityka fiskalna

	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	2016	2017
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-2,8	-2,6	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8	-2,6	-3,0
Dochody (% PKB, ESA2010)	38,8	38,9	39,0	39,2	39,4	39,7	39,7	39,8	39,7	39,7
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,6	41,5	41,1	41,5	41,9	42,3	42,4	42,5	42,3	42,8
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,9	-0,8	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,0	-1,2	-1,0	-1,5
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB, ESA2010)	-0,7	-0,8	-0,4	-0,5	-0,7	-1,1	-1,2	-1,3	-1,1	-1,8
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,8	51,3	52,0	52,4	52,4	52,6	52,7	52,7	52,6	52,8
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	-2,6	x	x	x	-2,4	x	x	-2,4	-2,8
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	x	-2,9	x	x	x	-2,6	x	x	-2,6	-2,8
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	49,0	x	x	x	49,8	x	x	49,8	49,3

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

Wyniki sektora publicznego po 1q16

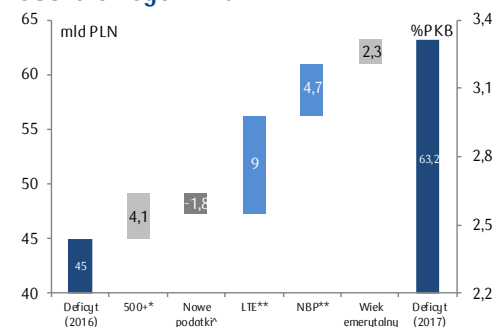
	2013	2014	2015	1q16
Saldo sektora publicznego	-4,0	-3,3	-2,6	-2,2
Saldo strukturalne pierwotne	-1,1	-1,1	-0,8	-0,4
Efekt zmian w syst. emerytalnym	-1,1	-1,7	-1,8	-1,8
Saldo strukturalne pierwotne*	-2,2	-2,8	-2,6	-2,2
Impuls fiskalny**	-0,1	0,6	-0,2	-0,6

*skor. o zmiany w systemie emerytalnym

**zmiana skor. salda pierwotnego strukturalnego (r/r)

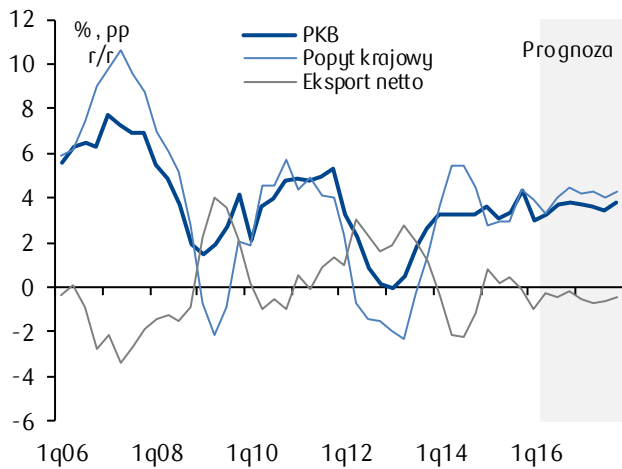
Źródło: Eurostat, GUS, MF, PKO Bank Polski.

Pesymistyczny scenariusz dla deficytu budżetowego w 2017 r.

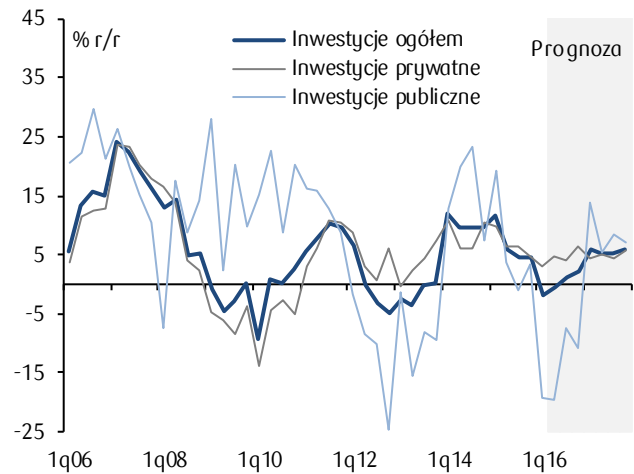


Źródło: PKO Bank Polski. Działania strukturalne: *za pierwsze 3 miesiące roku; ^podatek bankowy oraz handlowy; **wpływy jednorazowe w 2016 r.

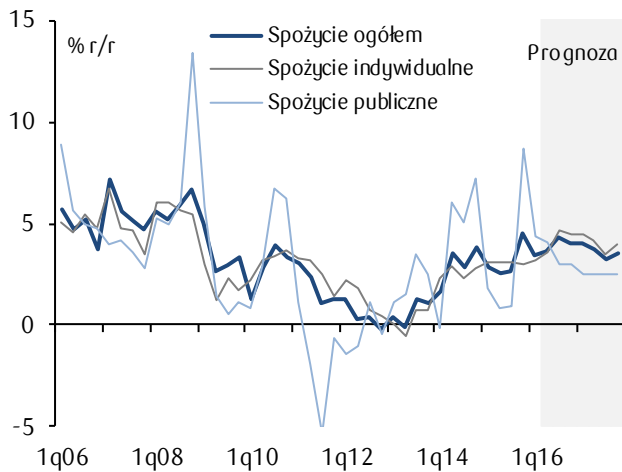
Realny PKB



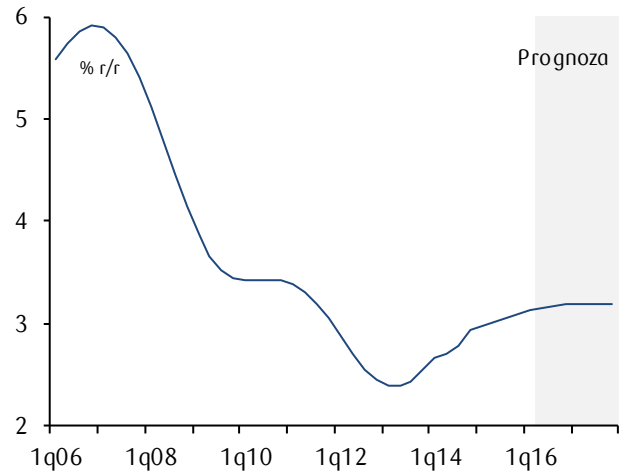
Popyt inwestycyjny



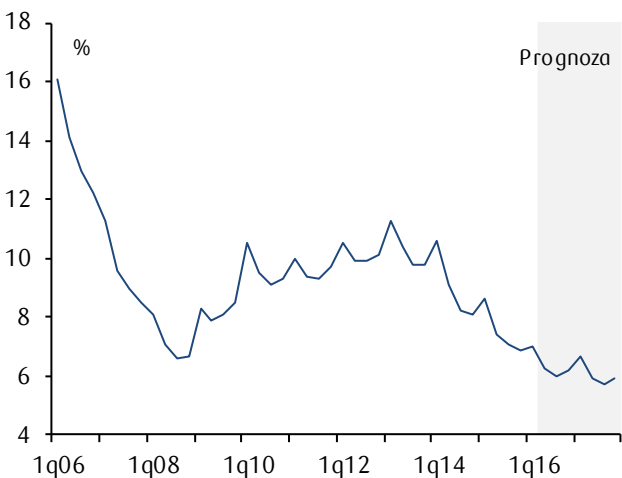
Popyt konsumpcyjny



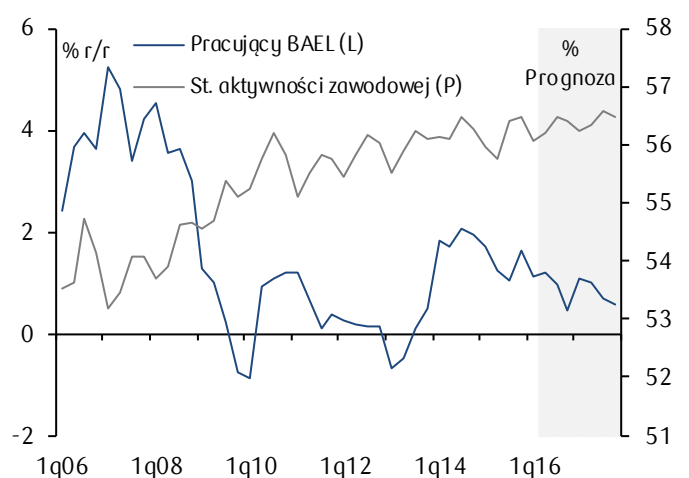
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

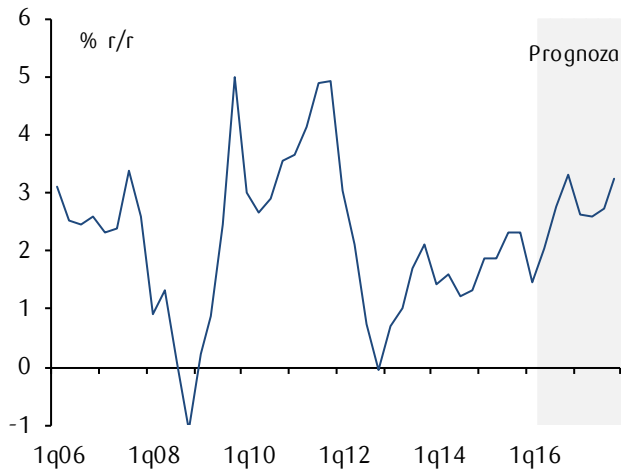


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

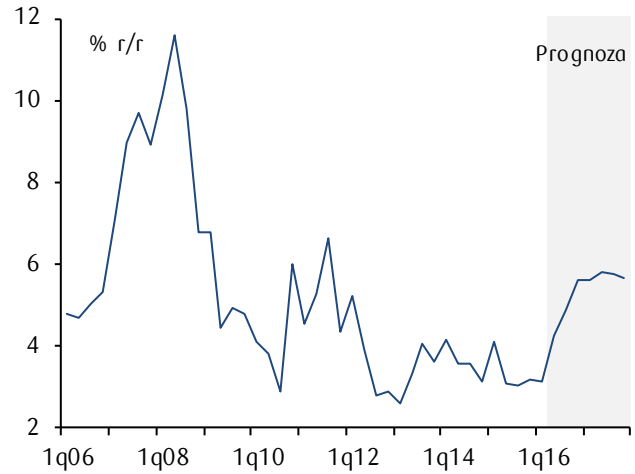


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

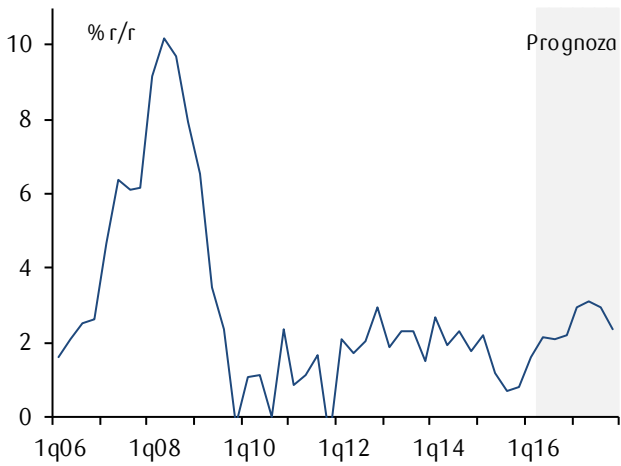
Wydajność pracy*



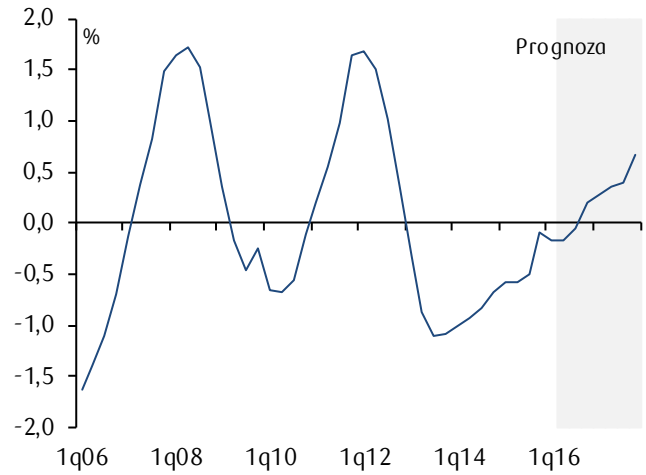
Płace w gospodarce narodowej



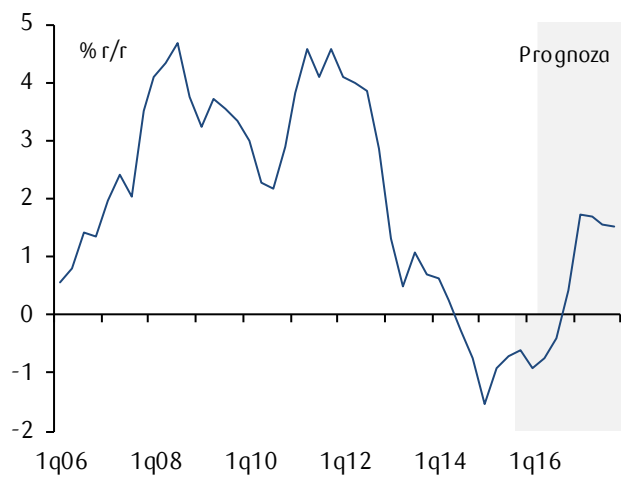
Jednostkowe koszty pracy*



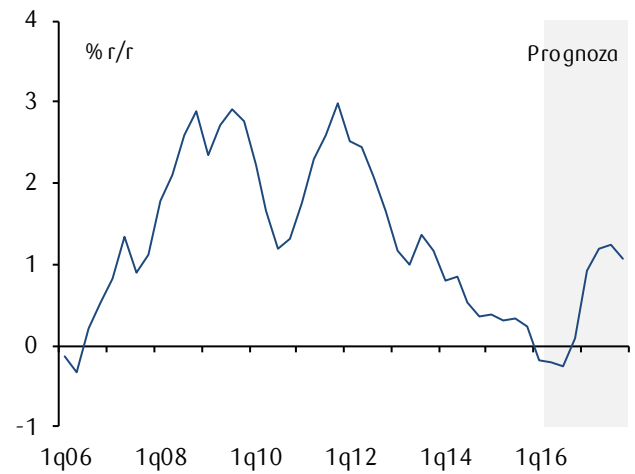
Luka popytowa



Inflacja CPI

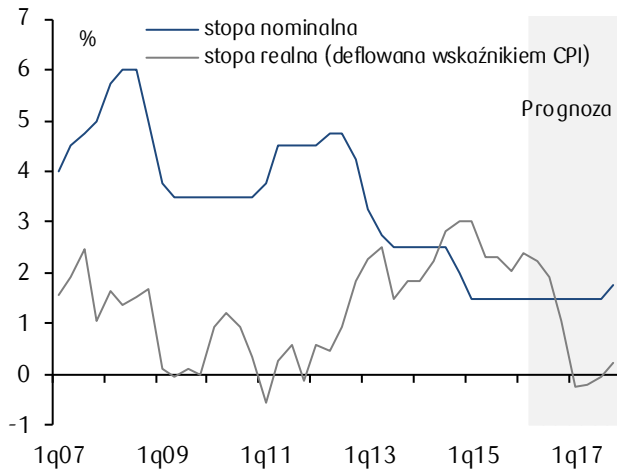


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

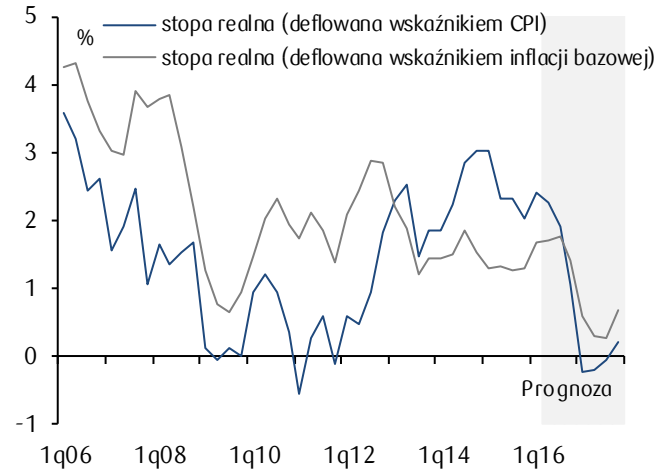


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

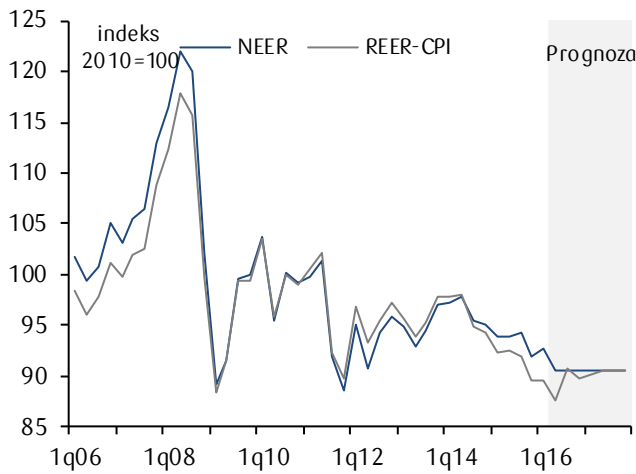
Stopy nominalne vs. realne



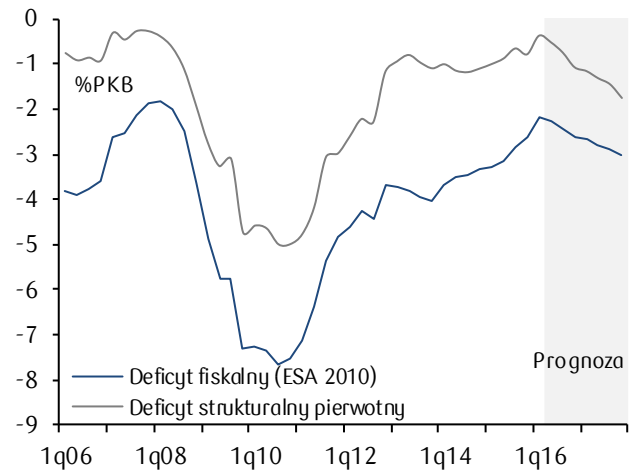
Stopy realne



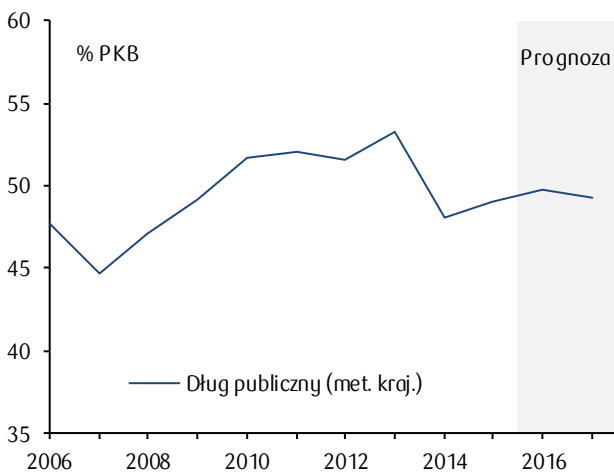
Założenia dotyczące NEER i REER*



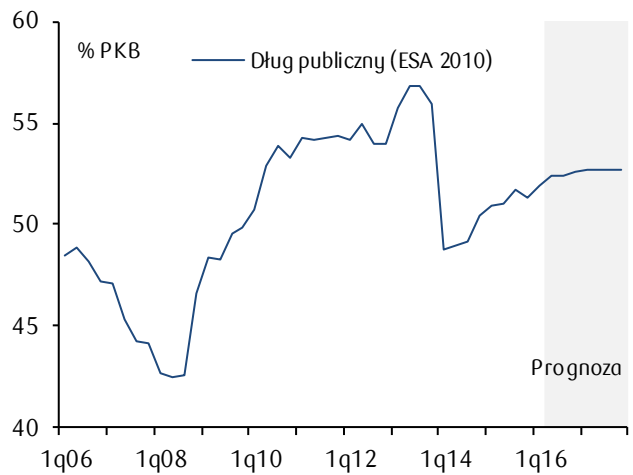
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

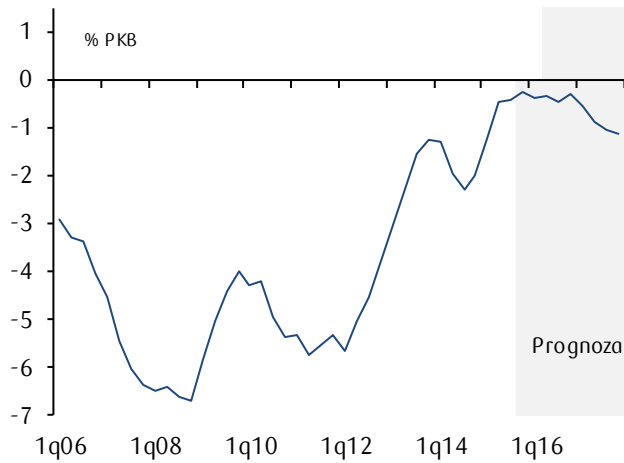


Dług publiczny (ESA 2010)

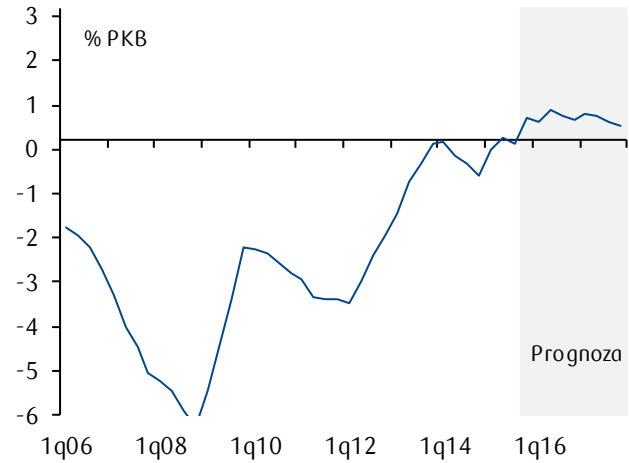


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

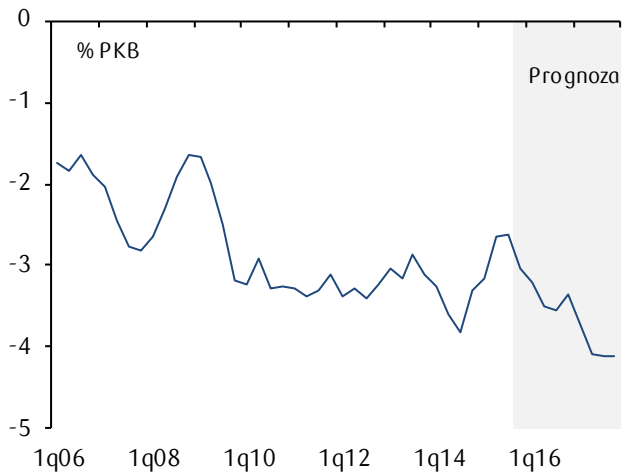
Saldo rachunku obrotów bieżących



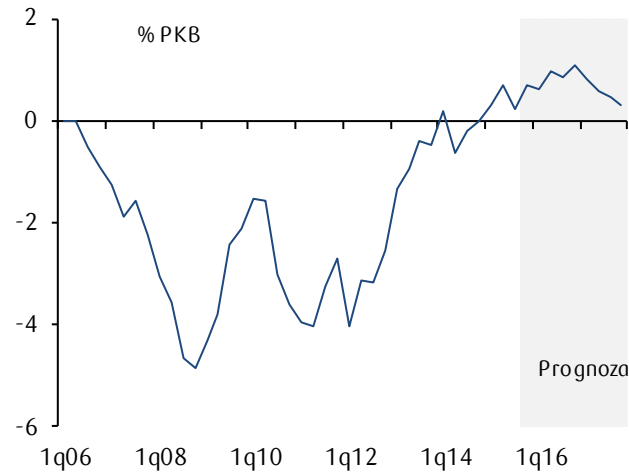
Saldo handlu zagranicznego



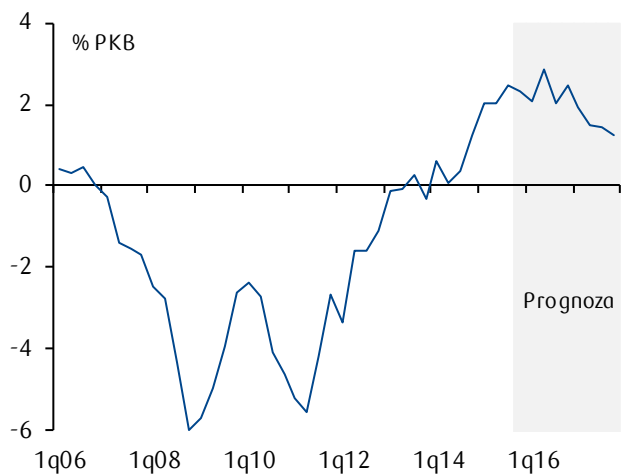
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



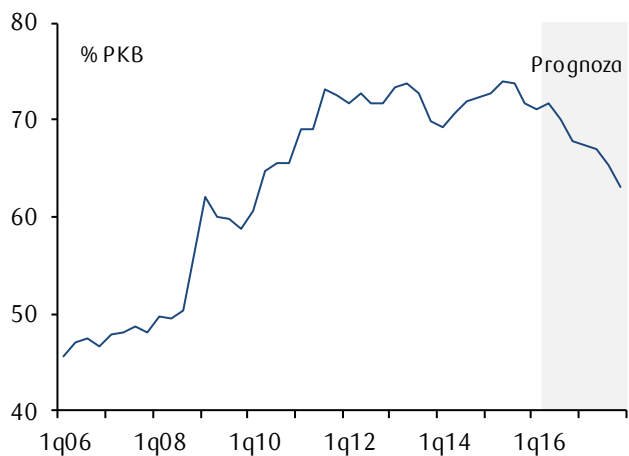
Saldo CAB i FDI[^]



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR^x



Zadłużenie zagraniczne



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



Prognozy długoterminowe

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	3,9	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,5	3,7
Popyt krajowy (% r/r)	5,0	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,4	4,0	4,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	3,3	2,5	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,0	4,1
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,4	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	9,8	5,8	0,8	5,6
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	6,3	2,4	2,2	3,3	0,0	0,2	4,5	3,8	3,2	4,0
Zapasy (pkt. proc.)	-1,3	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,4	-0,4	0,8	0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,1	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,6	0,2	-0,5	-0,5
Produkt potencjalny (% r/r)	4,6	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,0	3,2	3,2
Nominalny PKB (mld PLN)	1277	1362	1445	1567	1629	1656	1719	1790	1869	1979
Rynek Pracy										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	6,2	5,9
Pracujący BAEL (% r/r)	3,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	0,5	1,9	1,6	0,5	0,6
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	4,5	5,7
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	1,2	2,0	2,8
Wydajność pracy (% r/r)	0,3	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,1	2,4	2,8
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	1,5
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,3	0,7
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,3	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,8	0,3
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	1,1
Deflator PKB (% r/r)	3,7	3,9	2,3	3,2	2,4	0,4	0,5	0,4	0,9	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	1266,8	1394,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	10,1
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	15,3	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	9,2	8,5
Kredyty ogółem (mld PLN)	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1132,1	1187,2
Kredyty ogółem (% r/r)	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	5,1	4,9
Depozyty ogółem (mld PLN)	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1046,1	1140,0	1219,4
Depozyty ogółem (% r/r)	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,6	9,0	7,0
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-6,7	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,0	-0,3	-0,3	-1,1
Bilans handlowy (% PKB)	-6,5	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,5	0,3
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,0	0,9	1,4	1,4
Polityka fiskalna										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,6	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,6	-3,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-4,8	-5,0	-2,3	-1,0	-1,5	-1,4	-0,8	-1,0	-1,5
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB)	-1,9	-4,7	-5,0	-3,0	-1,2	-1,1	-1,1	-0,8	-1,1	-1,8
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	46,6	49,8	53,3	54,4	54,0	56,0	50,5	51,3	52,6	52,8
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,75
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,67	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	1,07	0,22
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,40	0,67
Stopa lombardowa (%)	6,50	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,75
REER defl. CPI (% r/r)	7,9	-15,0	5,1	-3,4	-0,5	-0,1	0,6	-4,8	-2,3	1,1

Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, *popyt krajowy z wyłączeniem zapasów.

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