

Niższy wzrost PKB = niższy deficyt fiskalny

Prognozy średnioterminowe:

- Prognozujemy, że wzrost PKB w 2016 r. wyniesie 2,9%, a w 2017 r. przyspieszy do 3,2%. Ważnym czynnikiem wpływającym na dynamikę PKB nadal będzie kształt polityki fiskalnej, szczególnie na poziomie samorządów. W przyszłym roku spodziewamy się umiarkowanego wzrostu inwestycji publicznych (głównie drogowych) i prywatnych (dodatnia dynamika od 1q17). Jednocześnie szybki wzrost inflacji w stosunkowo krótkim czasie (przełom 2016/17) może spowodować, że bez wyraźnego przyspieszenia nominalnego wzrostu płac, realna dynamika konsumpcji pozostanie poniżej 4% (tym bardziej, że bezpośredni wpływ programu 500+ na dynamikę konsumpcji i PKB wygaśnie po 2q17).
- Przewidujemy utrzymanie pozytywnego trendu na rynku pracy i dalszy spadek stopy bezrobocia. Przy dalszym wzroście popytu na pracę, w warunkach coraz bardziej ograniczonej podaży pracy (zarówno ilości, jak i jakości), możliwe jest nasilenie presji płacowej, ale dochody realne będą wzrastać coraz wolniej wskutek wyraźnego odbicia inflacji.
- Inflacja CPI powróci powyżej zera w grudniu, a już w styczniu zbliży się do ok. 1,0% r/r. Średnioroczna inflacja w 2017 r. wyniesie ok. 1,3% r/r vs. -0,6 r/r w 2016 r., a głównymi czynnikami 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.
- Nadal przewidujemy, że RPP nie wznowi łagodzenia polityki pieniężnej. Z uwagi na odbicie inflacji oraz dbałość o stabilność systemu finansowego uważamy, że przejściowy spadek dynamiki PKB poniżej 3% r/r nie zmieni obecnego „neutralnego” nastawienia Rady, a pierwszą zmianą stóp procentowych NBP będzie podwyżka. Zakładamy, że nastąpi ona najwcześniej w 1q18.
- Pomimo przyspieszenia wzrostu wydatków na szczeblu rządowym (budżet państwa, prawdopodobnie także KFD), oczekujemy, że zacieśnienie fiskalne będzie w tym roku kontynuowane. W 2016 r. deficyt fiskalny wyniesie wg naszych szacunków zaledwie 2,2% PKB. W przyszłym roku, w związku z zakładanym przez nas przyspieszeniem absorpcji środków z UE, oczekujemy niewielkiego poluzowania fiskalnego (deficyt: 2,6% PKB).
- Saldo rachunku obrotów bieżących w 2016 r. wyniesie -0,5% 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

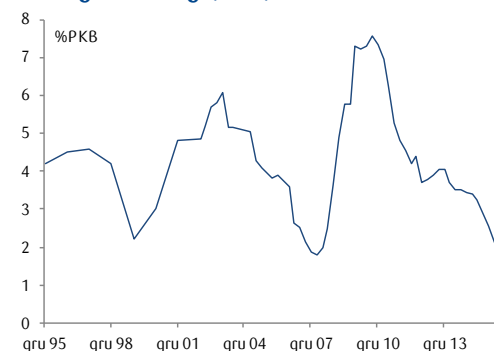
analizy.makro@pkobp.pl

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Karolina Sędzimir
Ekonomista
tel. 22 521 81 28

Deficyt fiskalny (ESA)



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. Dane roczne do 4q02.

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	2016	2017
Realny PKB (% r/r)	4,3	3,0	3,1	2,9	2,5	3,1	2,9	3,5	2,9	3,2
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,9	7,0	6,2	5,9	5,9	6,2	5,6	5,4	5,9	5,5
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,5	-0,9	-0,8	-0,5	0,3	1,3	1,2	1,2	0,3	1,1
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	0,3	0,4	0,5	-0,1	0,3
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0	-0,5	-1,1
Deficyt fiskalny (% PKB)†*	-2,6	-2,1	-1,8	-2,0	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,2	-2,6
Dług publiczny (% PKB)†*	51,1	51,9	53,6	53,7	54,4	54,3	54,2	54,2	54,4	54,2
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 krocących.

(1). Sfera realna

Trendy bieżące

Zacujemy, że dynamika PKB w 3q16 wyniosła 2,9% r/r (vs. 3,1% r/r w 2q16, przed rewizją), przy czym impuls fiskalny na szczeblu centralnym „odrobił straty” z wcześniejszej części roku, ale za to zacieśnienie polityki fiskalnej przez samorządy pogłębiło się, na co wskazują: spadek wartości rozstrzygniętych przetargów na inwestycje (-62,2% r/r w 3q vs. -31,1% r/r w 2q) oraz pogłębiający się spadek produkcji w budownictwie. Aktywność w pozostałej części sektora prywatnego pozostała umiarkowana, przy wysokiej zmienności dynamik w poszczególnych miesiącach kwartału. Osłabienie złotego utrzymywało wysoką opłacalność polskiego eksportu i tworzyło bufor na wypadek osłabienia popytu zewnętrznego.

Prognoza średnioterminowa

Prognozujemy, że wzrost PKB w 2016 r. wyniesie 2,9%, a w 2017 r. przyspieszy do 3,2%. Ważnym czynnikiem wpływającym na dynamikę PKB nadal będzie kształt polityki fiskalnej, szczególnie na poziomie samorządów. Bardzo niska realizacja ich wydatków inwestycyjnych sugeruje, że negatywny wpływ na wzrost w 2016 r. może wynieść nawet do 1,0% PKB. W przyszłym roku spodziewamy się umiarkowanego wzrostu inwestycji publicznych (głównie drogowych) i prywatnych. Zakładamy, że przyspieszenie inwestycji publicznych będzie mieć miejsce w drugiej połowie roku. Obecnie obserwowany spadek inwestycji firm ma charakter „niecykliczny” (związany z przejściem między starym a nowym budżetem UE oraz kończeniem inwestycji w energetyce), a miary cyklicznej pozycji inwestycji (m.in. wykorzystanie mocy produkcyjnych, nastroje przedsiębiorstw) wskazują, że ich dynamika powinna być dodatnia. Dlatego oczekujemy powrotu wzrostu inwestycji prywatnych począwszy od 1q17, sygnalizowanego przez wzrost wartości kosztorysowej noworozpoczętych inwestycji w ostatnich kwartałach. Zwiększenie absorpcji środków z UE przez firmy wzmocni aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw w drugiej połowie 2017 r. Znaczny wzrost inflacji w stosunkowo krótkim czasie (przełom 2016/17) może spowodować, że przy braku wyraźnego przyspieszenia nominalnego wzrostu płac, realna dynamika konsumpcji pozostanie poniżej 4% - tym bardziej, że bezpośredni wpływ programu 500+ na dynamikę konsumpcji i PKB wygaśnie po 2q17. Słabsze perspektywy wzrostu w strefie euro (związane z: (1) niedoborem kapitału regulacyjnego w sektorze bankowym obniżającym skuteczność luzowania przez EBC oraz (2) niską skłonnością do luzowania fiskalnego przez kraje strefy, mające nadwyżki np. Niemcy) przełożą się na wolniejszy wzrost polskiego eksportu.

Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) tempo globalnego wzrostu (strefa euro, Chiny, USA), (2) wzrost ryzyka politycznego (m.in. Brexit, referendum we Włoszech); (3) tempo absorpcji środków UE.

Sfera realna*

	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	2016	2017
Realny PKB (% r/r)	4,3	3,0	3,1	2,9	2,5	3,1	2,9	3,5	2,9	3,2
Popyt krajowy (pkt. proc.)	4,4	3,9	2,3	2,0	2,3	2,4	2,2	3,2	2,6	2,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,0	3,2	3,3	3,3	3,2	3,0	3,0	3,0	3,3	3,0
Sprzedaż krajowa (% r/r)	4,3	2,6	1,8	1,9	1,8	2,9	2,7	3,5	2,0	3,0
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	4,4	-1,8	-4,9	-5,4	-3,8	3,1	3,6	7,2	-4,1	4,8
Publiczne [‡] (% r/r)	-0,7	1,4	-10,3	-15,2	-10,7	-9,4	-3,7	9,0	-9,9	2,3
Prywatne [‡] (% r/r)	6,0	-2,7	-3,4	-2,3	-1,7	6,6	5,4	6,7	-2,4	5,5
Zapasy (pkt. proc.)	0,1	1,3	0,5	0,2	0,5	-0,5	-0,4	-0,2	0,6	-0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,1	-0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,3	0,3	0,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6,0	3,0	5,7	2,5	1,2	4,3	1,0	5,6	2,6	4,6
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	3,0

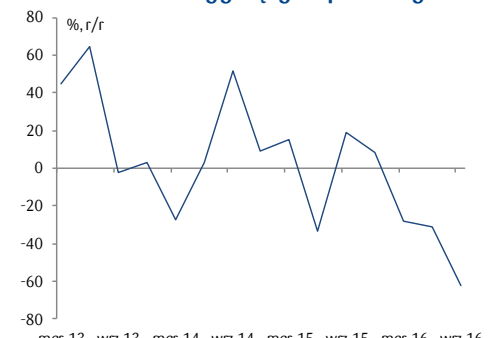
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [‡]szacunki własne.*profile kwartalne dla danych sprzed rewizji.

Aktywność gospodarcza w 3q16

	2q16	3q16
Przemysł	5,7	2,5
Budownictwo	-13,9	-18,2
Sprzedaż detaliczna	5,7	5,9
Sprzedaż hurtowa*	7,0	6,7
Sprzedaż usług transportowych	7,1	5,1
Płace [^]	4,7	4,5
Zatrudnienie [^]	2,9	3,2
Stopa bezrobocia [#]	-1,5	-1,4
Kredyty konsumpcyjne (FX adj.)	8,3	7,7
Kredyty mieszkaniowe (FX adj.)	5,3	5,2
Kredyty przedsiębiorstw (FX adj.)	5,0	4,8

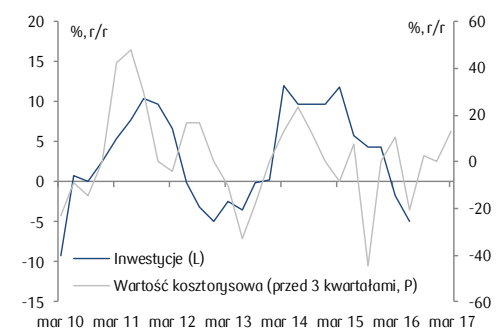
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *nominalnie; [^]sektor przedsiębiorstw; [#]pp, r/r.

Wartość rozstrzygniętych przetargów



Źródło: Pressinfo, PKO Bank Polski.

Nakłady inwestycyjne firm[^] vs. wartość kosztorysowa noworozpoczętych inwestycji



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [^]zatr.>49 osób.

(2). Rynek pracy

Trendy bieżące

Rynek pracy charakteryzuje rekordowo niskie bezrobocie, znaczny wzrost zatrudnienia i stabilna dynamika płac. Różne miary stopy bezrobocia obniżyły się do rekordowo niskich poziomów: stopa bezrobocia BAEL (sa) wyniosła 6,4% w końcu 2q16, a stopa bezrobocia rejestrowanego osiągnęła 8,2% w październiku. Dalszy spadek bezrobocia był możliwy dzięki: (1) utrzymaniu wysokiego popytu na pracę (znaczny wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach przeciętnie 3,2% r/r w 3q16 vs. 2,9% r/r w 2q16) oraz (2) pozytywnym efektem programów aktywizacyjnych realizowanych przez urzędy pracy (co wg naszych szacunków obniżyło stopę bezrobocia o 0,2-0,3pp r/r). Mimo wzrostu zatrudnienia wzrasta liczba wakatów: nieobsadzone stanowiska pracy raportuje co trzeci respondent, a więcej niż co trzecie przedsiębiorstwo odczuwa kłopoty ze znalezieniem pracowników, zwłaszcza w przetwórstwie przemysłowym ([raport NBP o koniunkturze](#)), co pozwala przewidywać wyhamowanie tempa wzrostu zatrudnienia (wskutek ograniczeń w podaży pracy i statystycznego efektu wysokiej bazy). Nominalna dynamika przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw ustabilizowała się (4,5% r/r w 3q16 z 4,4% r/r w 2q16). Realna dynamika funduszu płac w przedsiębiorstwach, przy szybszym wzroście zatrudnienia i nieco mniejszej skali deflacji, również ustabilizowała się (8,6% r/r w 3q16 vs. 8,7% r/r w 2q16), pozwalając wraz z wypłatami 500+ (które osiągnęły dotychczas 11,3 mld zł) na przyspieszenie wzrostu dochodów gospodarstw domowych.

Prognoza średnioterminowa

Wzrostowy trend popytu na pracę (zatrudnienie, oferty pracy) wskazuje na utrzymanie spadkowego trendu bezrobocia i obniżenie stopy bezrobocia BAEL do ok. 5,5% w 2017 r., przy powolnym wzroście wskaźnika aktywności zawodowej. Dalszy wzrost zatrudnienia może być jednak hamowany przez czynniki demograficzne i planowane obniżenie wieku emerytalnego. **Coraz silniejsza pozycja pracowników na rynku pracy wraz z kolejnym istotnym wzrostem płacy minimalnej wpłynie na nasilenie presji płacowej** (nastąpi zwiększenie zasięgu i wysokości podwyżek płac), przy łagodzącym wpływie utrzymania znacznej skali napływu pracowników z Ukrainy. Mimo prognozowanego przyspieszenia nominalnego wzrostu płac, **wzrost inflacji osłabi realną dynamikę dochodów do dyspozycji ludności w 2017 r. do ok. 3% z 4% przewidywanych w br.**

Czynniki ryzyka dla prognozy

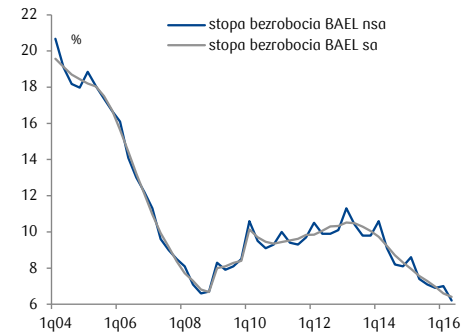
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) dynamika PKB; (2) trwałość i skala napływu imigrantów do Polski (głównie z Ukrainy) oraz odpływu emigrantów do UE (możliwa poprawa salda migracji do Wielkiej Brytanii wobec perspektywy Brexitu); (3) decyzje płacowe pracodawców wobec wyczerpywania się wolnej podaży pracy (brak istotnej poprawy wyników finansowych może utrwalić politykę niezwiększania kosztów i osłabiać presję płacową, przy możliwej zwiększonej rotacji pracowników).

Rynek pracy

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

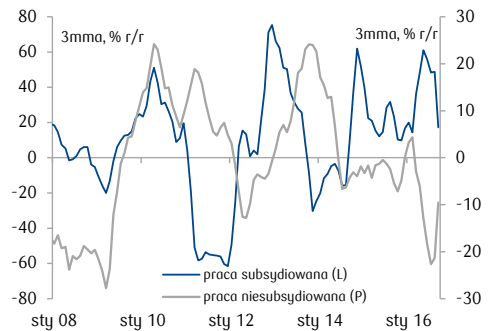
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia BAEL



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika podjęcia pracy oferowanej przez urzędy pracy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wzrost płac neutralizujący negatywny wpływ wzrostu inflacji na dynamikę dochodów gospodarstw domowych

Dynamika zatrudnienia	Poziom inflacji CPI				
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
1,3%	4,5	5,2	5,8	6,5	7,2
1,1%	4,7	5,4	6,0	6,7	7,4
0,9%	4,9	5,6	6,2	6,9	7,6
0,7%	5,1	5,8	6,4	7,1	7,8
0,5%	5,3	6,0	6,6	7,3	8,0
0,3%	5,5	6,2	6,8	7,5	8,2

Źródło: PKO Bank Polski. Uwaga: Dynamika płac w zacienionej komórce odpowiada naszym prognozom dynamiki zatrudnienia i inflacji CPI w 2017 r.

(3). Procesy inflacyjne

• Trendy bieżące

Inflacja CPI w 3q16 wyniosła średnio $-0,8\%$ r/r, nieznacznie więcej niż w 2q ($-0,9\%$ r/r). Wzrost inflacji związany był przede wszystkim z materializacją efektów niskiej bazy cen paliw we wrześniu (wzrost dynamiki cen paliw do $-2,5\%$ r/r z $-9,0\%$ r/r w czerwcu), które podniosły inflację CPI do $-0,5\%$ r/r. Te same czynniki doprowadziły do wzrostu inflacji PPI do $+0,2\%$ r/r, co było pierwszym dodatnim odczytem od 47 miesięcy. Dynamika cen żywności rosta do sierpnia, aby spaść we wrześniu do $0,4\%$ r/r vs. $1,1\%$ r/r w czerwcu) w wyniku silnych efektów wysokiej bazy cen warzyw. Główna miara inflacji bazowej (CPI bez żywności, energii i paliw) spadła do $-0,4\%$ r/r we wrześniu z $-0,2\%$ r/r w czerwcu. Wpłynęły na to głównie czynniki regulacyjne (ceny leków i podręczników). Po wyłączeniu cen leków, inflacja bazowa utrzymuje trend boczny od ok. 3 lat co, wskazuje na brak wyraźnej presji inflacyjnej w gospodarce, pomimo silnego rynku pracy.

• Prognoza średnioterminowa

Przewidujemy, że inflacja CPI powróci powyżej zera w grudniu ($0,3\%$ r/r), a już w styczniu zbliży się do $1,0\%$ r/r. W 2017 r. średnioroczna inflacja CPI wyniesie $1,3\%$ r/r vs. $-0,6\%$ r/r w 2016 r., a głównymi czynnikami wzrostu cen będą: (1) efekty niskiej bazy cen paliw (por. wykres na marginesie) oraz energii (gaz), (2) zwiększenie dynamiki cen żywności stymulowane wzrostowym trendem na świecie (indeks FAO w PLN rośnie najszybciej od 2012 r.), (3) czynniki regulacyjne, w tym: (a) dalszy wzrost składek OC samochodów związany z rekomendacjami KNF (wzrost inflacji CPI ponad trend o ok. $0,1\text{pp}$) oraz (b) nowa opłata na OZE dodana do rachunków za prąd od 1 stycznia ($0,1/0,2\text{pp}$ do trendu inflacji CPI).

• Czynniki ryzyka dla prognozy

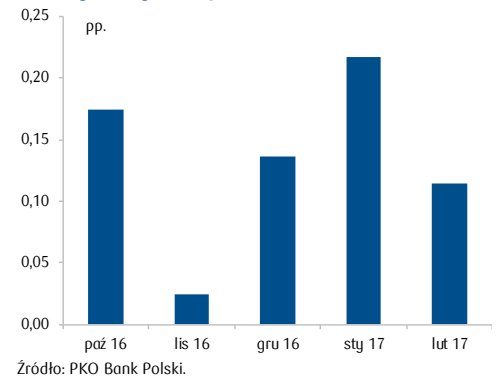
Podstawowym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy pozostają regulacje. W październiku rzecznik rządu ogłosił, że nie są planowane dodatkowe opłaty związane z wprowadzeniem nowego „prawa wodnego”, w związku z czym nie spodziewamy się już podwyżek opłat za wodę (początkowo zakładaliśmy, że ten czynnik doda $0,2-0,3\text{pp}$ do inflacji CPI w 2017 r.), ale nie możemy wykluczyć podwyżek dla przedsiębiorców i związanych z tym efektów drugiej rundy. Ponadto, z pierwotnych informacji wynikało, że pobór podatku handlowego będzie zawieszony do końca 2017 r., jednak umieszczenie dochodu z tego podatku w projekcie ustawy budżetowej oznacza, że może on wrócić już w 2h17. Z naszych szacunków wynika, że wprowadzenie podatku może podnieść ścieżkę inflacji CPI o $0,1-0,5\text{pp}$, w zależności od ostatecznego kształtu daniny. Duża niepewność towarzyszy dynamice cen leków, która spadła poniżej -5% r/r oraz temu czy kolejne listy leków refundowanych przyniosą dalsze obniżki. Duże znaczenie będą miały również zmiany globalnych cen żywności i ropy, a także skala wzrostu presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy.

Procesy inflacyjne

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

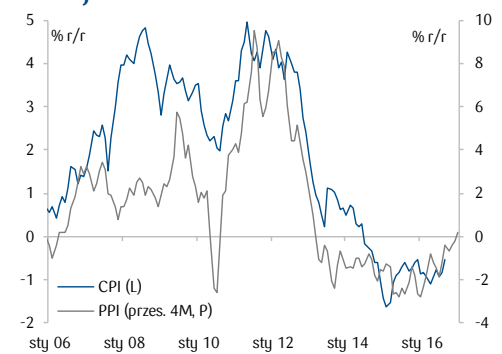
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

Efekty bazy cen paliw



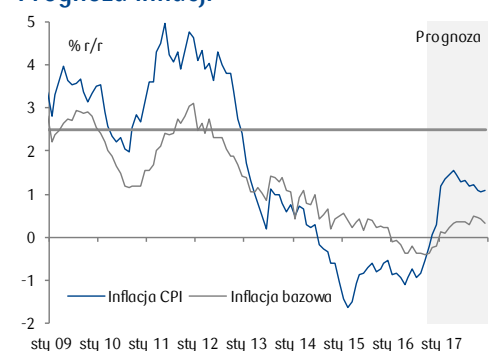
Źródło: PKO Bank Polski.

Inflacja CPI vs. PPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Prognoza inflacji



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

(4). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) wyniosło w sierpniu -0,6% PKB (w ujęciu 12-mies.). Nadwyżka w handlu towarami od początku roku utrzymuje się na poziomie ok. 0,5% PKB (0,6% PKB w sierpniu). Od początku roku poprawia się saldo rachunku finansowego, na co wpływa odwrócenie wcześniejszego trendu odpływu inwestycji portfelowych, w szczególności udziałowych. Saldo BIZ od początku roku odnotowuje stabilny wzrost z 2,0% PKB do 2,5% PKB w sierpniu. Na rachunku finansowym (pozostałe inwestycje) widoczna jest kontynuacja ograniczenia finansowania zagranicznego netto polskich banków (wykres obok).

Prognoza średnioterminowa

Na koniec 2016 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszy się do -0,5% PKB. Malejąca dynamika zamówień eksportowych sygnalizuje osłabienie dynamiki eksportu w dalszej części roku. Z drugiej strony, słabszy wynik w całym kwartale wynika z będących pod silnym wpływem kalendarza danych za lipiec, a stabilne nastroje w niemieckim przemyśle, w tym wzrost nowych zamówień, powinny wpływać pozytywnie na dynamikę polskiego eksportu. Jednocześnie, przyspieszenie konsumpcji w Polsce (stymulowane dodatkowo przez uruchomiony w 2q16 program 500+) powinno w najbliższych miesiącach przełożyć się (wraz ze wzrostem cen ropy) na wzrost dynamiki importu. W rezultacie prognozujemy spadek nadwyżki handlowej z 0,6% PKB w sierpniu do 0,3% PKB na koniec roku. W 2017 r. dodatkowym czynnikiem ograniczającym nadwyżkę handlową będzie spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz oczekiwane przyspieszenie inwestycji w kraju. Z drugiej strony, kończenie nowych inwestycji przez inwestorów zagranicznych (m.in. nowa fabryka samochodów) powinno podnieść dynamikę eksportu o ok. 1pp wobec krótkookresowego trendu. Czynnikiem obniżającym saldo na rachunku obrotów bieżących pozostanie wzrost transferów dochodów pracowników ze Wschodu, których wolumen już w 2017 r. powinien się zrównać z wolumenem środków napływających od Polaków pracujących za granicą. Zmiany rachunku finansowego będą determinowane: (1) percepcją ryzyka fiskalnego i politycznego (inwestycje portfelowe) oraz (2) sytuacją europejskich banków.

Czynniki ryzyka dla prognozy

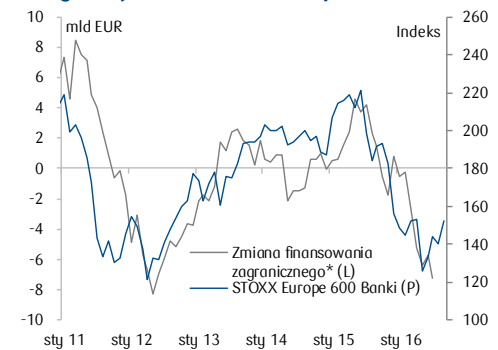
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy salda CAB są: (1) koniunktura w strefie euro, (2) zmiany kursowe, (3) ceny ropy i (4) Brexit.

Równowaga zewnętrzna

	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	2016	2017
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0	-0,5	-1,1
Bilans handlowy (% PKB)	0,5	0,4	0,7	0,6	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,0
Eksport (% r/r)	8,7	1,5	3,9	3,1	6,9	6,7	6,5	7,2	3,9	6,8
Import (% r/r)	3,1	3,2	1,0	3,4	8,3	9,1	8,1	6,9	4,0	8,0
Saldo usług (% PKB)	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	2,9	3,1
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,5	-3,7	-3,9	-3,7	-3,7	-3,6	-3,7	-4,0	-3,7	-4,0
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,4	2,1	1,8	0,8	0,7	0,4	1,2	1,7	0,7	2,2
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	-0,1	0,6	1,5	2,4	2,1	2,4	1,2	0,7	2,1	0,7
Bezpośrednie inwestycje zagran. netto (% PKB)	2,1	2,2	2,4	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1	1,8	2,0
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-0,9
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-1,4	-1,3	-3,2	-2,0	-1,7	-1,3	-0,5	-1,0	-1,7	-2,1
Zmiana rezerw (% PKB)*	-0,2	-0,5	-1,7	-1,7	-1,5	-1,4	-0,4	-0,3	-1,5	-0,9
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,4	-1,4	-1,0	-0,9	-0,9	-0,8	-1,2	-1,1	-0,9	-1,1
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	71,9	71,2	75,3	75,3	73,1	72,7	72,4	71,3	73,1	68,9
Sektor publiczny (% PKB)	30,4	30,2	31,9	31,9	31,0	30,8	30,6	30,2	31,0	29,2
Sektor prywatny (% PKB)	41,5	41,0	43,3	43,3	42,1	41,9	41,8	41,1	42,1	39,7

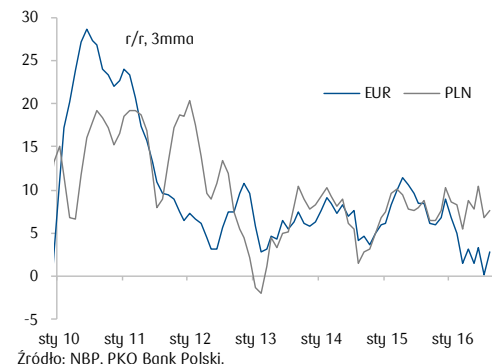
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym - znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

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



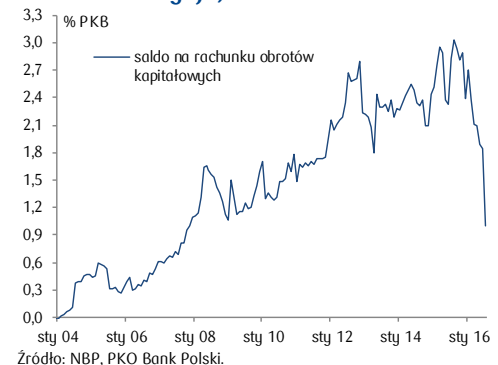
Źródło: NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana zobowiązań monetarnych instytucji finansowych wobec nierezydentów (12m skum.).

Dynamika eksportu towarów: PLN vs. EUR



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Saldo na rachunku kapitałowym (środku UE na inwestycje)



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

(5). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Parametry polityki pieniężnej NBP w ostatnich miesiącach pozostały zgodnie z oczekiwaniami bez zmian. Retoryka RPP przebiegała pod znakiem sygnalizacji, że stopy procentowe NBP w najbliższych kwartałach pozostaną stabilne. Początkowo wypowiedzi członków Rady skoncentrowane były na podkreśleniu braku potrzeby wznawiania obniżek stóp procentowych. Po pogorszeniu przewidywań co do wzrostu PKB retoryka członków RPP stała się nieco bardziej „gołębia”. Nadal podkreślano brak przestrzeni dla złagodzenia polityki pieniężnej, ale jednocześnie wskazywano, że przez dłuższy czas (do końca 2017 r.) nie będzie potrzeby rozpoczęcia podwyżek stóp. Część członków Rady nadal wskazuje jednak, że pierwsza podwyżka stóp może nastąpić już przed końcem 2017 r.

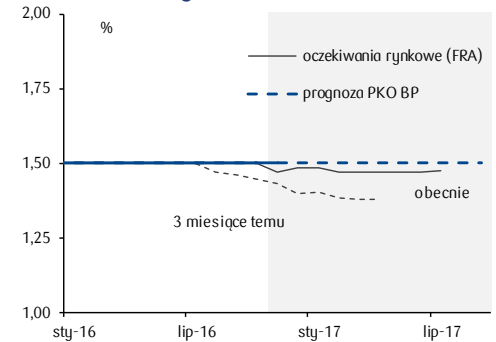
• Prognoza średnioterminowa

Splaszczanie i obniżenie oczekiwanej ścieżki wzrostu PKB oraz brak nadmiernej presji inflacyjnej sugeruje, że okres sygnalizowanej przez RPP stabilizacji stóp procentowych NBP wydłuży się przynajmniej do 1q18. Listopadowa projekcja NBP powinna pokazać: dalsze obniżenie ścieżki wzrostu PKB w najbliższych kwartałach oraz brak istotnych zmian w ścieżce inflacyjnej. Członkowie RPP zdają sobie sprawę z dużego prawdopodobieństwa spadku dynamiki PKB w 3q-4q16 poniżej 3%, ale są przekonani o jego przejściowym charakterze, co w połączeniu z wyraźnym odbiciem inflacji CPI oznacza, że skłonność do wznawienia obniżek stóp nie wzrośnie. Naszym zdaniem, podejście RPP mogłoby ulec zmianie dopiero przy utrzymaniu dynamiki PKB poniżej 3% r/r w 1-2q17. Argumentami przeciwko redukcji stóp jest dbałość o stabilność sektora finansowego, stabilność kursu walutowego, brak negatywnych skutków deflacji oraz bliski powrót inflacji CPI w pobliżu 1,5% r/r, tj. dolnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu. Wciąż oczekujemy, że pierwszą decyzją RPP będzie podwyżka stóp procentowych, ale prognozowany przez nas spadek inflacji w 2h17 (por. wykres na s. 4) może wówczas złagodzić retorykę Rady i osłabić oczekiwania na pierwszą podwyżkę stóp procentowych NBP.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

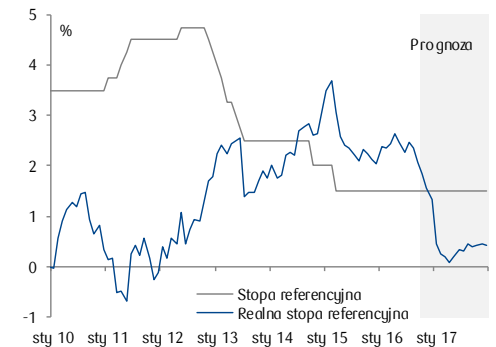
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) zmiany globalnych cen surowców i oczekiwanej ścieżki inflacji CPI, (2) zmiany kursu złotego, (3) zmiany dynamiki PKB (skala jej spadku w najbliższych kwartałach oraz moment odbicia inwestycji finansowanych ze środków UE) i (4) wpływ programu 500+ na popyt konsumpcyjny i ceny.

Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



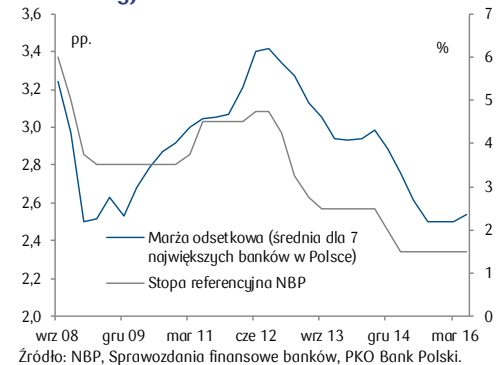
Źródło: NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Stopa referencyjna: nominalna vs. realna*



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

Marża odsetkowa banków vs. stopa referencyjna NBP



Źródło: NBP, Sprawozdania finansowe banków, PKO Bank Polski.

Polityka pieniężna

	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	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 (%)	2,03	2,43	2,26	2,05	1,22	0,16	0,31	0,28	1,22	0,43
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,29	1,68	1,70	1,91	1,70	1,28	1,15	1,02	1,70	1,18
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)	-4,9	-3,0	-5,2	-1,3	0,2	0,6	3,4	-0,3	-2,3	1,1
Nominalny PKB (% r/r)	6,6	3,2	3,6	4,1	3,7	5,1	5,0	5,7	3,1	5,5

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(6). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny w 2q16 obniżył się do rekordowo niskiego poziomu **-1,8% PKB** (vs. -2,2% PKB w 1q16, 4kw. skum). Spadek deficytu wynika z cyklicznej poprawy dochodów oraz głębokiego zacieśnienia fiskalnego na poziomie samorządów. **Skumulowany za 4 kwartały strukturalny deficyt pierwotny** (skor. o zmiany w systemie emerytalnym z lat 2010-2014) **obniżył się w 2q16 do -1,9% PKB** (szac. PKO, por. tabela obok), co oznacza spadek aż o 1,1 pp r/r. Znacznie głębszy niż zakładaliśmy spadek wydatków samorządów jest tylko częściowo kompensowany przez poluzowanie na szczeblu centralnym. Dług publiczny wzrósł do **53,6% PKB** (vs. 51,3% PKB w 1q16).

Prognoza średnioterminowa

Pomimo przyspieszenia wydatków na szczeblu rządowym (budżet państwa, prawdopodobnie także KFD), oczekujemy, że zacieśnienie fiskalne będzie w tym roku kontynuowane. Sugeruje to pogłębienie spadków produkcji budowlanej oraz wartości rozstrzygniętych przetargów w 3q16, a także inne informacje płynące z samorządów (por. np. [wykonanie wydatków inwestycyjnych Warszawy po 3 kwartałach wyniosło zaledwie 33% planu](#)).

Szacujemy, że w całym 2016 r. deficyt fiskalny (wg ESA2010) wyniesie **-2,2% PKB**. W przyszłym roku, w związku z zakładanym przez nas przyspieszeniem absorpcji środków z UE oczekujemy niewielkiego poluzowania fiskalnego, które przy ograniczonej dynamice udziału kosztów pracy w sektorze publicznym w PKB (por. wykres obok) spowoduje wzrost deficytu fiskalnego - w ramach dostępnej przestrzeni fiskalnej - do **-2,6% PKB**. Pozytywnie na deficyt oddziaływać będą także: (1) dalsza poprawa relacji dochody/PKB (m.in. w związku z bardzo dobrą sytuacją na rynku pracy poprawiającą dochody podsektora ubezpieczeń społecznych) oraz (2) powrót inflacji, który przełoży się na wyższy wzrost nominalnego PKB i bazy podatkowej. **Prognozujemy, że choć w 2016 r. relacja dług/PKB będzie jeszcze rosnąć (do 54,4%), to w 2017 r. powinna się nieznacznie obniżyć do 54,2%.**

Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki ryzyka to: (1) skuteczność zwiększenia ściągальności podatków, (2) tempo absorpcji środków z UE z nowej perspektywy finansowej, (3) dokładny termin i forma planowanego obniżenia wieku emerytalnego.

Wyniki sektora publicznego po 2q16

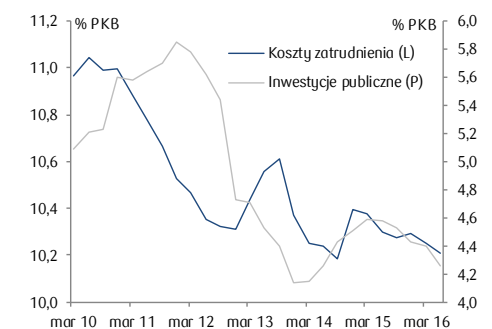
	2014	2015	1q16	2q16
Saldo sektora publicznego	-3,4	-2,6	-2,2	-1,8
Saldo strukturalne pierwotne	-1,2	-0,8	-0,5	-0,1
Efekt zmian w syst. emerytalnym	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
Saldo strukturalne pierwotne*	-2,9	-2,6	-2,3	-1,9
Impuls fiskalny**	-0,7	0,3	0,7	1,1

*skor. o zmiany w systemie emerytalnym

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

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

Inwestycje i koszty zatrudnienia w sektorze publicznym



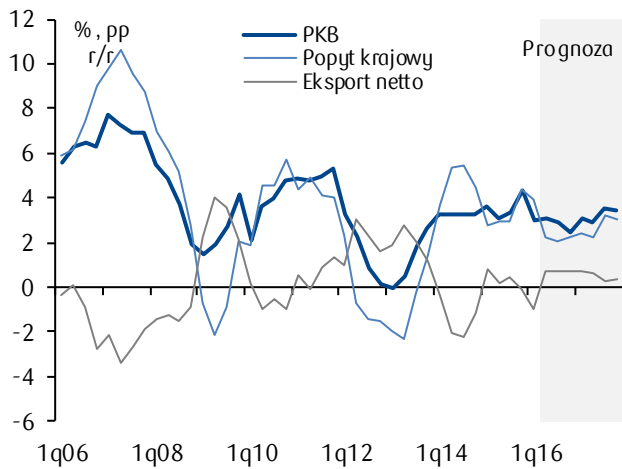
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Polityka fiskalna†

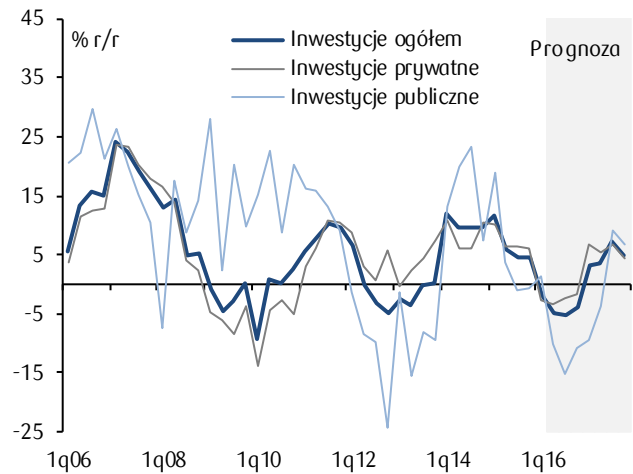
	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	2016	2017
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-2,6	-2,1	-1,8	-2,0	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,2	-2,6
Dochody (% PKB, ESA2010)	38,9	39,0	39,6	39,9	40,4	40,5	40,6	40,6	40,4	40,6
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,5	41,2	41,4	41,9	42,6	42,7	42,9	43,0	42,6	43,2
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,8	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8	-0,5	-1,0
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB, ESA2010)	-0,9	-0,5	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,5	-1,1
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,1	51,9	53,6	53,7	54,4	54,3	54,2	54,2	54,4	54,2
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	-2,4	x	x	x	-2,3	x	x	x	-2,3	-2,9
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	-2,7	x	x	x	-2,4	x	x	x	-2,4	-2,9
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	48,8	x	x	x	49,7	x	x	x	49,7	49,5

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

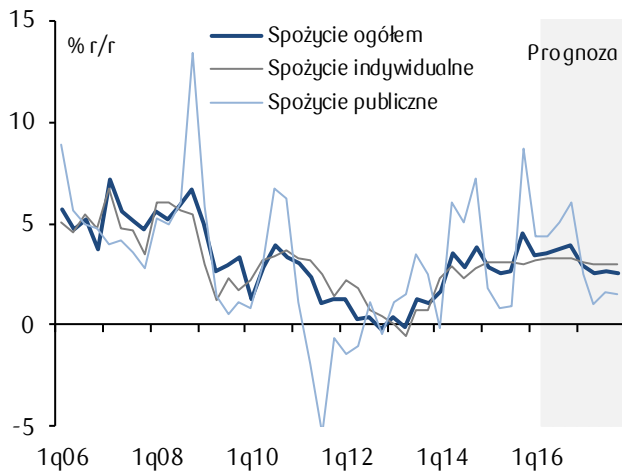
Realny PKB



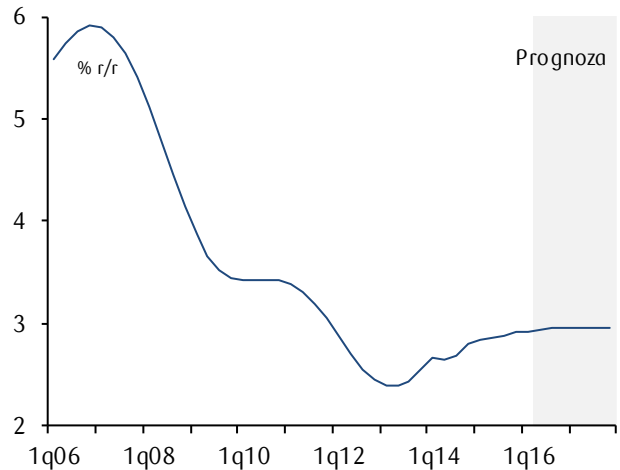
Popyt inwestycyjny



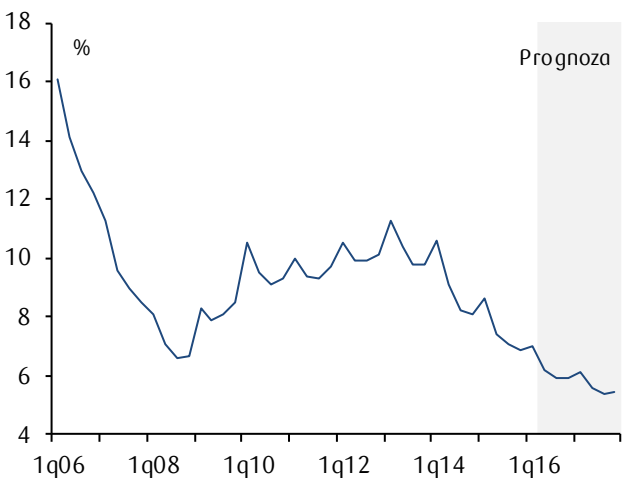
Popyt konsumpcyjny



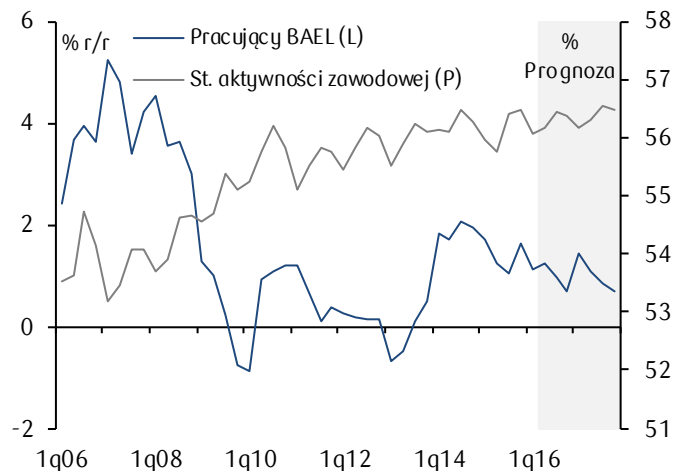
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

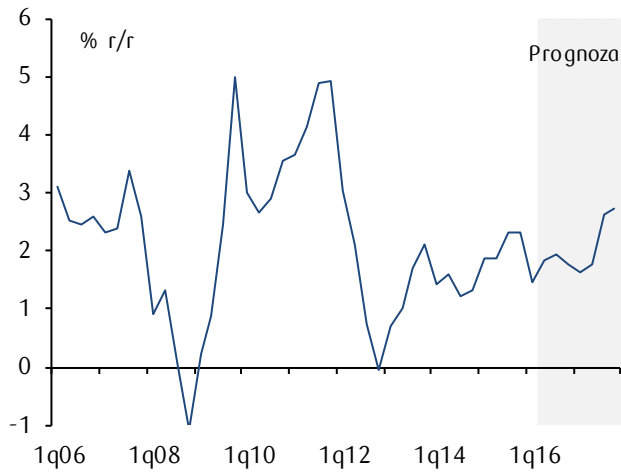


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

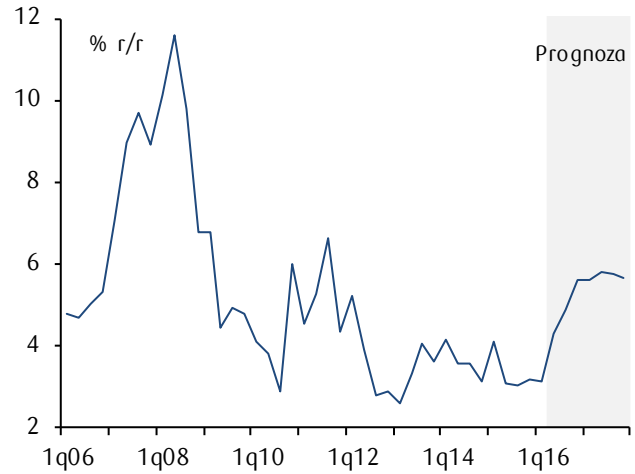


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

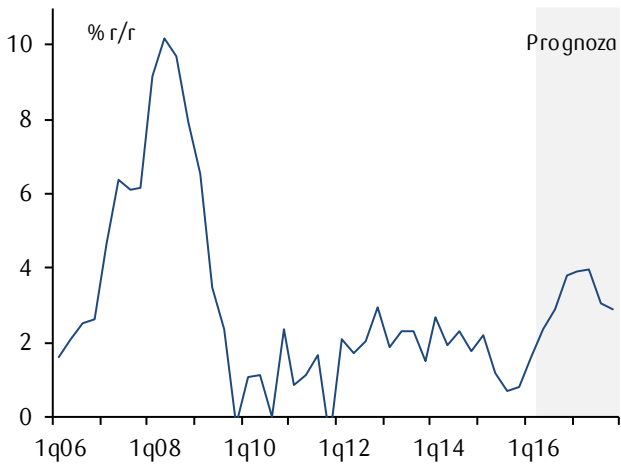
Wydajność pracy*



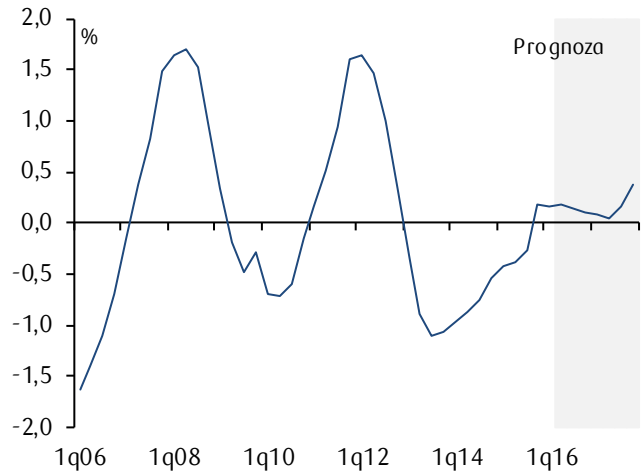
Płace w gospodarce narodowej



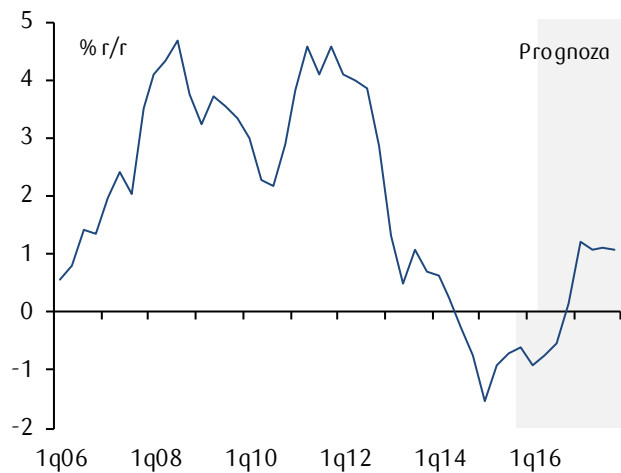
Jednostkowe koszty pracy*



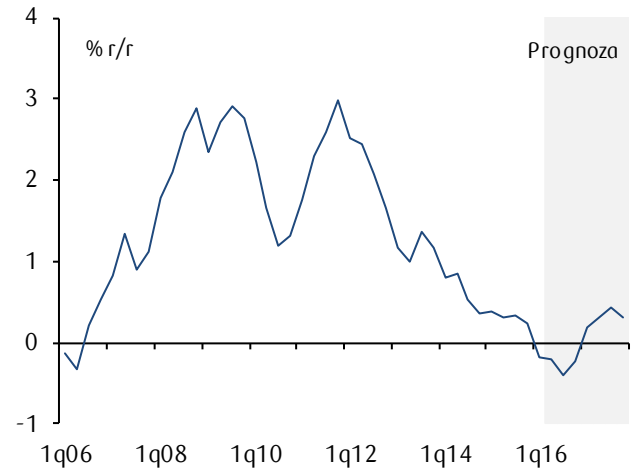
Luka popytowa



Inflacja CPI

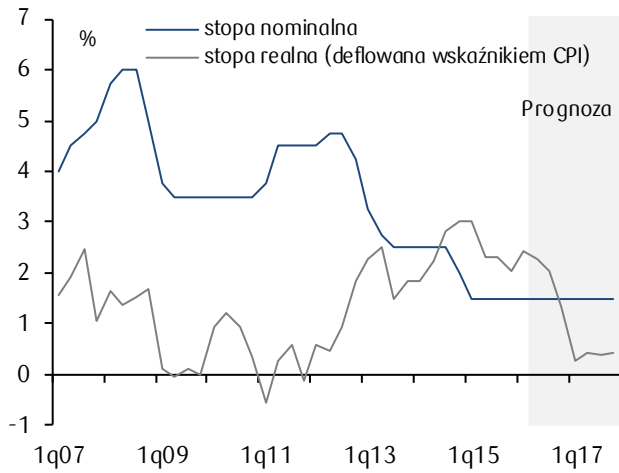


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

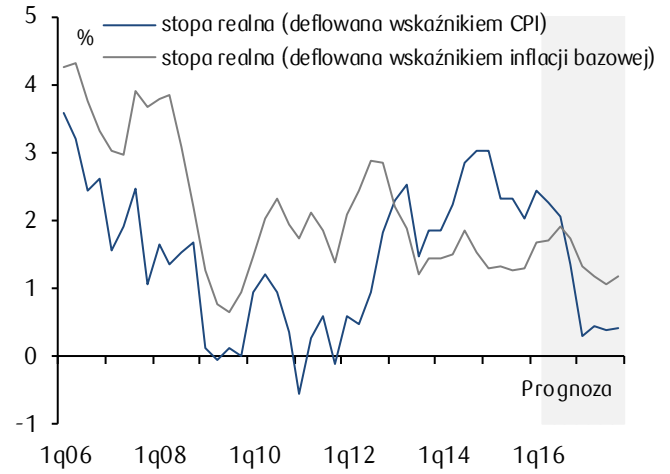


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

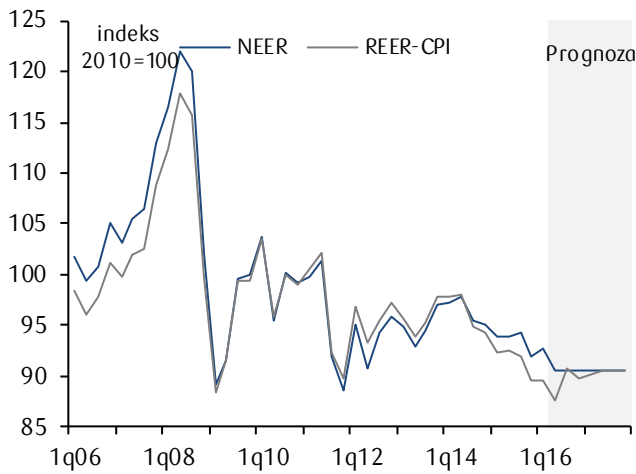
Stopy nominalne vs. realne



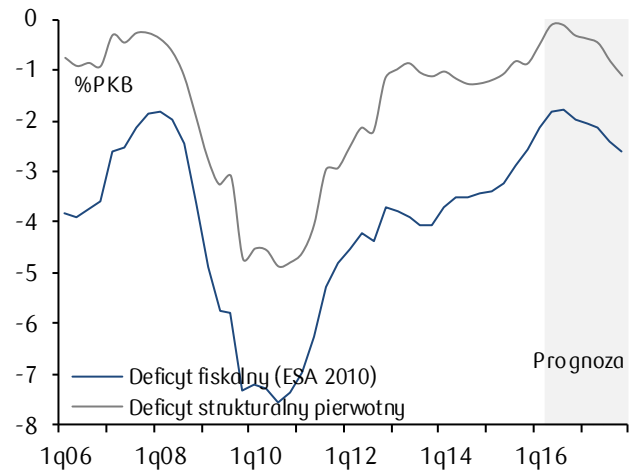
Stopy realne



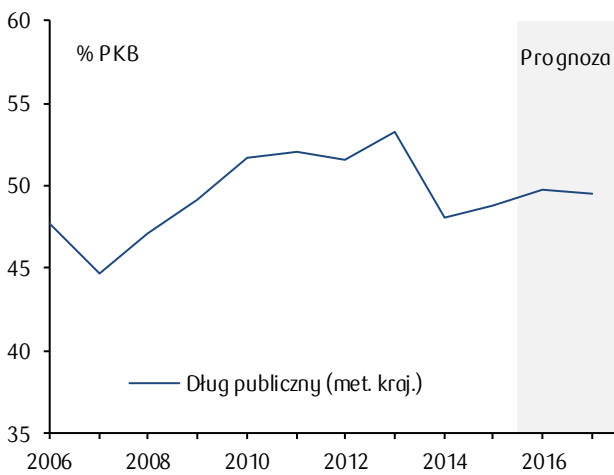
Założenia dotyczące NEER i REER*



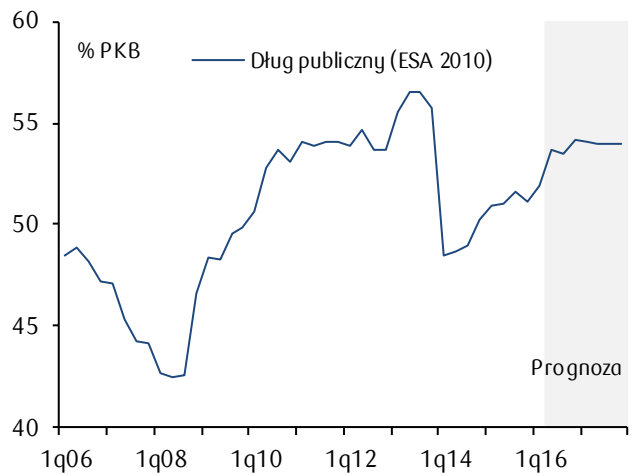
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

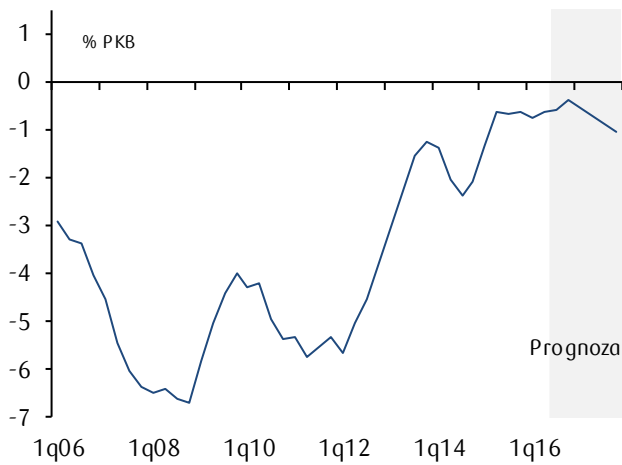


Dług publiczny (ESA 2010)

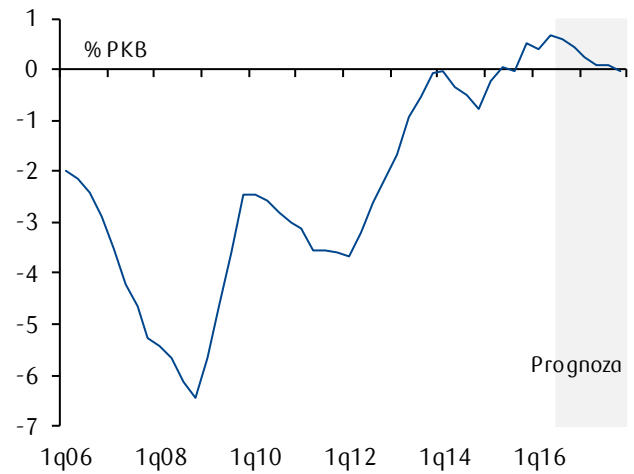


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

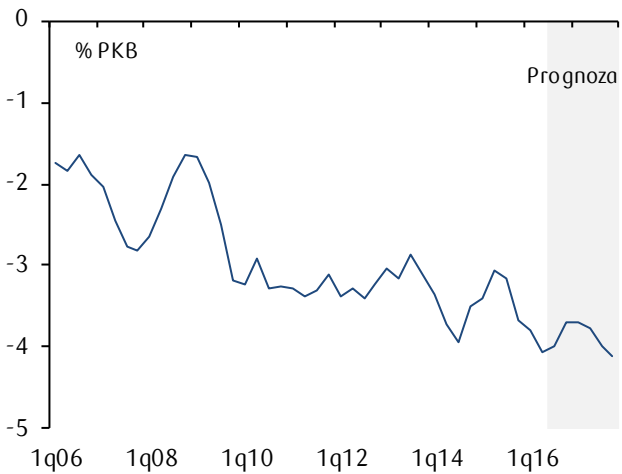
Saldo rachunku obrotów bieżących



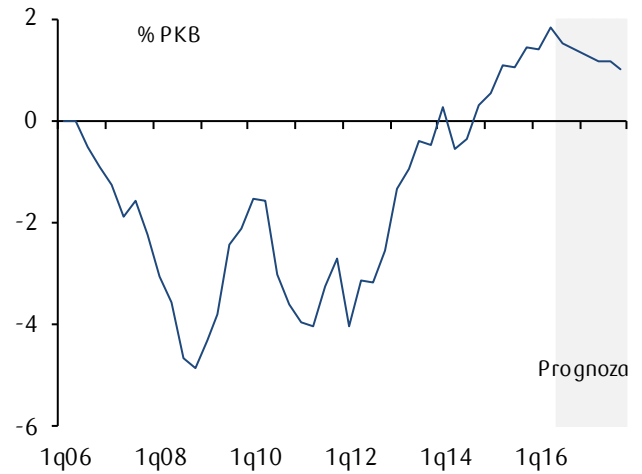
Saldo handlu zagranicznego



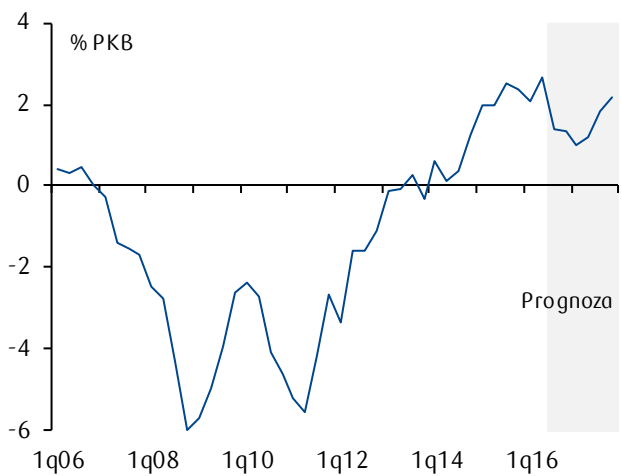
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



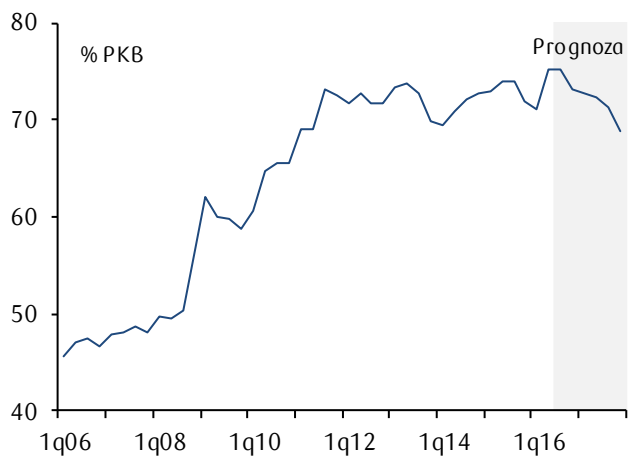
Saldo CAB i FDI[^]



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	1,4	3,3	3,9	2,9	3,2
Popyt krajowy (% r/r)	5,0	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,4	2,6	2,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	3,3	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,2	3,3	3,0
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	8,4	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-4,1	4,8
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	6,3	2,4	2,2	3,3	0,0	0,3	4,3	3,8	2,0	3,0
Zapasy (pkt. proc.)	-1,3	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,4	-0,4	0,6	-0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,1	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,3	0,5
Produkt potencjalny (% r/r)	4,6	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,7	2,9	2,9	3,0
Nominalny PKB (mld PLN)	1277	1362	1445	1567	1629	1656	1719	1798	1855	1956
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	0,7	0,7
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	2,7	3,4
Wydajność pracy (% r/r)	0,3	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,1	1,8	2,2
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	-0,6	1,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	0,3
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	0,7
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,4	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,2	0,2
Inflacja bazowa (% r/r)	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,3	0,3
Deflator PKB (% r/r)	3,7	3,9	2,3	3,2	2,4	0,4	0,5	0,4	0,7	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	1266,5	1390,0
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	9,8
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	15,3	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	9,5	8,7
Kredyty ogółem (mld PLN)	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1122,1	1157,7
Kredyty ogółem (% r/r)	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,2	3,2
Depozyty ogółem (mld PLN)	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1139,7	1218,2
Depozyty ogółem (% r/r)	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,0	6,9
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-6,7	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,4	-1,1
Bilans handlowy (% PKB)	-6,5	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,5	0,0
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	1,8	2,0
Polityka fiskalna										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-3,6	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,2	-2,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-4,8	-4,9	-2,3	-1,0	-1,5	-1,5	-0,8	-0,5	-1,0
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB)	-1,9	-4,7	-4,8	-2,9	-1,2	-1,1	-1,3	-0,9	-0,5	-1,1
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	46,6	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,2	51,1	54,4	54,2
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	1,28	0,43
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,69	1,18
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	-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.