

Więcej inwestycji, mniej konsumpcji

- **Prognozujemy, że wzrost PKB w Polsce przyspieszy w tym roku do 3,9%, a w 2018 r. sięgnie 4,1%.** Głównym motorem napędowym przyspieszenia jest ożywienie aktywności inwestycyjnej przy nadal mocnym wzroście konsumpcji. Inwestycje stymulowane są optymizmem co do siły i trwałości popytu, wzrostem absorpcji środków unijnych, wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych oraz niedoborem podaży pracy. Konsumpcji sprzyja silny wzrost dochodów realnych, rozłożone w czasie efekty 500+ i rekordowo wysoki poziom zaufania konsumentów. Wkład eksportu netto nie pogorszy się istotnie, ponieważ wzrost dynamiki importu na skutek wzmocnienia popytu krajowego będzie niwelowany utrzymaniem szybkiego wzrostu eksportu (ożywienie w strefie euro, napływ BIZ, niedowartościowanie PLN, strukturalna ekspansja zagraniczna polskich firm).
- **Nie podzielamy optymizmu ekonomistów NBP (projekcja z lipca br.) co do utrzymania względnej równowagi na rynku pracy.** Utrzymanie imigracji netto (z ryzykiem jej osłabienia) i wzrost wskaźnika aktywności zawodowej nie wystarczą, aby przy obniżeniu wieku emerytalnego i coraz niższym bezrobociu zapobiec wzrostowi dynamiki płac. Niedobór podaży pracy spowoduje, że pomimo nadal silnego popytu na pracę, wyhamuje wzrost zatrudnienia. Przyspieszenie wzrostu wydajności pracy nie będzie tak silne jak wzrostu płac, co doprowadzi do zwiększenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy.
- **Domykanie się luki popytowej oraz przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy przełożą się na systematyczny wzrost inflacji bazowej.** Mimo silnej presji konkurencyjnej, firmy coraz śміalej będą przetrzucać rosnące koszty na ceny, w szczególności usług. Ceny towarów pozostaną pod większym wpływem trendów światowych (surowce rolne i energetyczne) i czynników regulacyjnych. Prognozujemy, że inflacja CPI zbliży się do celu NBP w 2h18, a do tego czasu będzie fluktuować w rytm szybko zmieniających się cen żywności i paliw (a także towarzyszących im efektów bazy).
- **Mimo „gołębiej” retoryki niektórych członków RPP, uważamy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych NBP nastąpi przed końcem 2018 r.** Głównym powodem będzie wzrost inflacji do celu i obawy o oszczędności gospodarstw domowych. Argumentami przeciw są chęć uniknięcia wzrostu kosztów obsługi długu (publicznego i gosp. domowych) i ewentualna nadmierna aprecjacja PLN.
- **Pozycja fiskalna Polski pozostaje lepsza od oczekiwań, działając w kierunku poprawy oceny ryzyka kredytowego kraju.** Szacujemy, że tegoroczny deficyt fiskalny (wg ESA2010) pozostanie wyraźnie poniżej 3% PKB. Większym wyzwaniem fiskalnym będzie 2018 r. (koszt obniżenia wieku emerytalnego).
- Trwająca od kilku lat strukturalna ekspansja polskiego eksportu w połączeniu ze spadkiem cen surowców spowodowały znaczną poprawę salda obrotów bieżących. Zatrzymanie spadku cen surowców, mocniejszy wzrost popytu krajowego oraz rosnące transfery zarobkowe netto za granicę będą powodować pogorszenie salda deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

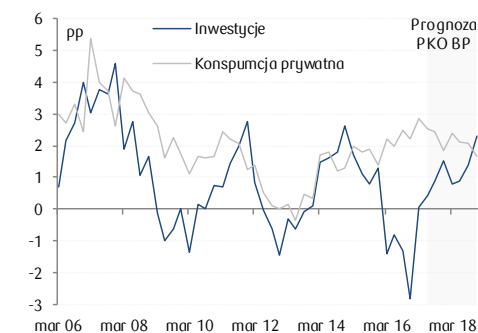
analizy.makro@pkobp.pl

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

Wkład do wzrostu PKB



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2017	2018
Realny PKB (% r/r)	3,0	2,4	2,5	4,0	3,8	4,1	3,9	4,2	3,9	4,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,2	5,9	5,5	5,4	4,4	4,2	4,5	4,9	4,5	4,1
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,8	-0,5	0,8	2,0	1,5	1,7	1,5	2,1	1,5	2,7
Inflacja bazowa‡ (% r/r)	-0,2	-0,4	0,0	0,6	0,8	1,1	1,0	1,5	1,0	2,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	-0,4	-0,2	0,1	-0,6	-0,7	-0,5	-0,9	-0,5	-1,0
Saldo fiskalne (% PKB)‡*	-2,3	-2,4	-2,4	-2,0	-1,8	-2,0	-2,4	-2,5	-2,4	-2,6
Dług publiczny (% PKB)‡*	53,5	53,2	54,4	54,1	53,9	53,7	53,7	52,7	53,7	53,2
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

Na bazie miesięcznych danych za kwiecień-czerwiec szacujemy, że wzrost PKB w 2q17 wyniósł 3,8% r/r (vs. 4,0% r/r w 1q17). Niewielkie obniżenie dynamiki wynika z efektów kalendarzowych, pierwsze wskaźniki z początku 3q17 pokazują, że w dalszej części roku wzrost gospodarczy będzie się utrzymywać w pobliżu 4% r/r. **Zmianie ulega struktura wzrostu PKB: zwiększa się wkład inwestycji, a słabnie relatywna rola konsumpcji.** Wskazuje na to zmiana średnich w kwartale dynamik wybranych wskaźników aktywności gospodarczej (tabela obok). Słabsza „bazowa” sprzedaż detaliczna (bez pojazdów, paliw i żywności) wskazuje na umiarkowane osłabienie wzrostu konsumpcji, natomiast silne wzrosty produkcji maszyn i urządzeń, stali oraz produkcji budowlanej w dziale inżynieria lądowa i wodna sygnalizują wyraźne ożywienie aktywności inwestycyjnej. Na odbicie inwestycji, w szczególności w sektorze prywatnym i w segmencie MSP, wskazują też badania koniunktury NBP.

Prognoza średnioterminowa

Nadal prognozujemy, że wzrost PKB w tym roku przyspieszy do 3,9% r/r, a w 2018 r. osiągnie 4,1%. Czynnikiem odpowiedzialnym za przyspieszenie i utrzymanie wzrostu gospodarczego w pobliżu 4% r/r jest wzrost dynamiki inwestycji przy tylko umiarkowanym osłabieniu wzrostu konsumpcji. Na początku tego roku pozytywnie zaskoczyła aktywność inwestycyjna sektora prywatnego, szczególnie w segmencie MSP (por. wykres obok), i to ona będzie mieć największy wkład we wzrost dynamiki inwestycji w tym roku. Inwestycje firm będą wyraźnie rosły za sprawą wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych, niedoboru „rąk do pracy”, optymistycznych ocen popytu oraz ulgi inwestycyjnej na zakup maszyn (stosowanej dla zakupów od początku tego roku). **Dynamika inwestycji publicznych będzie wg nas rosła przez cały 2017 i 2018 r. (por. wykres), bardziej stopniowo niż zakłada projekcja NBP (apogeum pod koniec 2017 r., a później spadek dynamiki inwestycji publicznych), co będzie istotne dla dynamiki PKB, luki popytowej (i presji inflacyjnej) w 2018 r.** Dynamika konsumpcji znajdzie się pod presją stopniowego wygasania efektu programu 500+ oraz wzrostu inflacji. Wsparciem pozostanie sytuacja na rynku pracy (por. str. 3). Ożywienie w gospodarce światowej i niedowartościowanie PLN wspierają eksport, zapobiegając znacznemu pogorszeniu wkładu eksportu netto.

Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) koniunktura na świecie (USA, Chiny, strefa euro), (2) ryzyko geopolityczne, (3) tempo absorpcji środków UE.

Sfera realna

	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2017	2018
Realny PKB (% r/r)	3,0	2,4	2,5	4,0	3,8	4,1	3,9	4,2	3,9	4,1
Popyt krajowy (pkt. proc.)	1,8	2,7	1,7	3,7	3,4	3,6	3,7	4,1	3,6	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,4	4,1	4,5	4,7	4,3	4,0	3,7	3,7	4,2	3,5
Sprzedaż krajowa (% r/r)	1,9	1,8	-0,6	3,0	3,2	3,3	3,2	3,7	3,2	3,9
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-4,5	-6,7	-9,8	-0,4	2,7	5,1	6,3	6,7	4,1	7,6
Publiczne [†] (% r/r)	-10,7	-12,4	-29,5	-9,2	6,7	7,3	17,9	25,2	8,8	15,4
Prywatne [†] (% r/r)	-2,8	-4,9	-3,9	1,2	1,8	4,7	3,9	4,5	3,2	6,1
Zapasy (pkt. proc.)	-0,1	0,9	2,3	0,7	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	1,2	-0,3	0,8	0,7	0,5	0,4	0,2	-0,5	0,3	0,0
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,7	2,5	1,5	7,3	4,3	6,8	5,6	5,2	5,9	5,3
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,4	3,5
Luka popytowa (% pot. PKB)	0,0	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,4

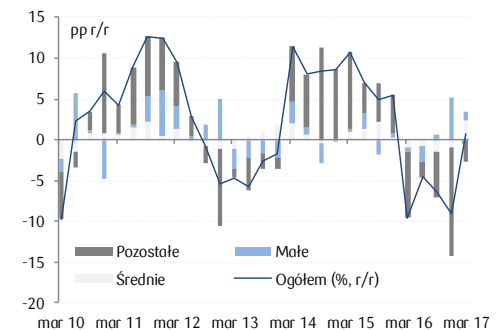
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. †szacunki własne.

Aktywność gospodarcza w 2q17

	1q17	2q17
Przemysł	7,3	4,3
Budownictwo	3,9	8,4
Sprzedaż detaliczna	7,1	6,6
Sprzedaż "bazowa"	9,4	7,5
Sprzedaż hurtowa*	18,0	11,0
Transport	13,9	10,3
Place [^]	4,3	5,2
Zatrudnienie [^]	4,5	4,4
Stopa bezrobocia [#]	-1,8	-1,5
Kredyty konsumpcyjne**	7,4	7,3
Kredyty mieszkaniowe**	5,4	5,3
Kredyty przedsiębiorstw**	6,2	8,4

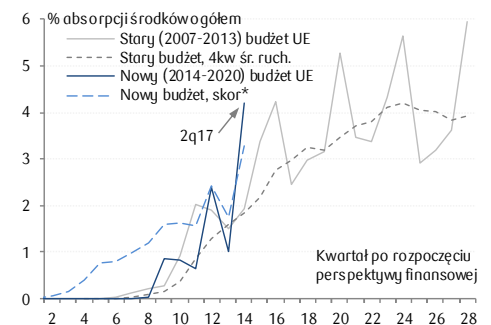
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *nominalnie; ^sektor przedsiębiorstw; #pp, r/r, **skor o FX.

Inwestycje MSP[^]



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. ^małe zatr. <49 osób; średnie - zatr. 50-249 osób.

Absorpcja środków z UE



Źródło: MR, PKO Bank Polski.*o zasadę weryfikacji projektów ex-ante pozwalającą na realizację inwestycji przed formalnym uzyskaniem dofinansowania z UE.

(2). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Poprawa sytuacji zaczęła tracić impet ze względu na ograniczenia podażowe. Skala spadku bezrobocia zmniejszyła się, a wzrost zatrudnienia wyhamował. Jednocześnie przyspieszył wzrost wynagrodzeń (w sektorze przedsiębiorstw w czerwcu do 6,0% r/r), szczególnie w branżach, w których firmy najbardziej odczuwają braki kadrowe (wykres obok). W handlu wzrost płac w czerwcu wyniósł 7,6% r/r, co jest najwyższym poziomem od 2008 r. Relatywnie wysoka była również dynamika płac w transporcie i budownictwie. W naszej ocenie kluczowym czynnikiem, który dotychczas ograniczał presję płacową (i faktyczną dynamikę płac) była masowa imigracja. Ponadto, nowotworzone miejsca pracy były relatywnie niskopłatne, więc silny wzrost zatrudnienia przekładał się na spadek przeciętnej płacy. Zarysował się również wzrostowy trend wskaźnika aktywności zawodowej.

• Prognoza średnioterminowa

Utrzymanie napływu imigrantów i wzrost wskaźnika aktywności zawodowej nie będą wystarczająco silne, aby utrzymać równowagę na rynku pracy. Prognozujemy, że spadek bezrobocia i wzrost zatrudnienia będą stopniowo spowalniać, a nominalna dynamika płac w gospodarce narodowej przyspieszy na koniec tego roku do ok. 6% r/r (w sektorze przedsiębiorstw do ok. 7% r/r), a w przyszłym roku będzie dalej rosła (powyżej ścieżki z projekcji NBP). Wzrostowi płac będzie sprzyjać utrzymujący się silny popyt na pracę (sygnalizowany m.in. w badaniach NBP) przy coraz mocniej odczuwalnym niedoborze efektywnej podaży pracy. Narastająca nierównowaga może zostać pod koniec roku pogłębiona przez obniżenie wieku emerytalnego. Czynnikiem łagodzącym napięcia na krajowym rynku pracy pozostanie imigracja. Pojawiają się sygnały świadczące o coraz silniejszym napływie imigrantów również z innych kierunków, niż Ukraina, np. Białorusinów (por. wykres obok), oraz dodatnim po raz pierwszy od długiego czasu saldzie migracji Polaków (powroty z zachodniej Europy). Niemniej, „miękkie” sygnały (m.in. badania sondażowe) wskazują, że żądania płacowe imigrantów zaczęły istotnie rosnąć. Istotna będzie też reakcja przedsiębiorstw (np. wzrost inwestycji ograniczających pracochłonność produkcji, co jest szczególnie istotne w branżach pracochłonnych i opierających się na niskich kosztach pracy) oraz relokacja zasobów pracy między rolnictwem a pozostałymi sektorami.

• Czynniki ryzyka dla prognozy

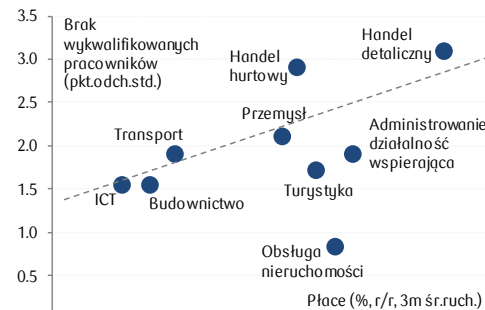
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala i trwałość migracji (w tym efekt zniesienia wiz do UE dla Ukraińców); (2) zmiany strukturalne procesu ustalania płac; (3) zmiany aktywności zawodowej.

Rynek pracy

	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2017	2018
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	2,9	3,2	3,1	4,5	4,5	4,2	4,2	1,8	4,4	1,3
Pracujący BAEL (% r/r)	1,2	0,2	0,3	1,7	1,5	0,9	0,4	0,0	1,1	0,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	8,7	8,3	8,3	8,1	7,1	6,7	7,0	7,4	7,0	6,4
Stopa bezrobocia BAEL (%)	6,2	5,9	5,5	5,4	4,4	4,2	4,5	4,9	4,5	4,1
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,2	56,3	56,3	56,2	56,1	56,0	55,9	56,0	56,1	56,0
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	4,7	4,5	3,4	4,5	5,2	6,1	6,9	7,1	5,7	7,2
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	4,3	4,1	3,7	4,1	4,2	4,9	5,7	5,9	4,7	6,9
ULC (% r/r)	2,5	1,9	1,5	1,8	1,9	1,7	2,2	1,7	1,9	2,7
Wydajność pracy (% r/r)	1,8	2,2	2,2	2,3	2,3	3,1	3,5	4,2	2,8	4,1

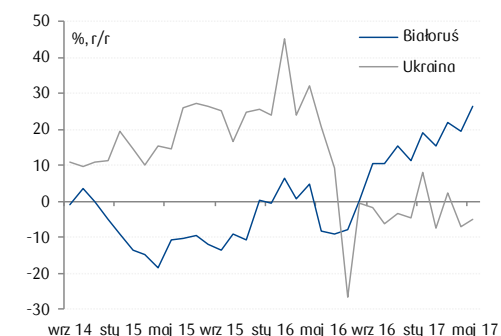
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Brak kadr* skłania do podwyżek płac



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *wyniki badań koniunktury GUS: bariery rozwoju - brak wykwalifikowanych pracowników. Obserwacja na obu osiach po danych za czerwiec.

Ruch graniczny^



Źródło: GUS, Straż Graniczna, PKO Bank Polski. ^przyjazdy cudzoziemców przez granicę z Białorusią i Ukrainą.

(3). Procesy inflacyjne

- Trendy bieżące

W 2q17 częściowo odwrócił się wzrostowy trend inflacji widoczny w 1q17. Inflacja CPI spadła z 2,0% r/r w marcu do 1,5% r/r w czerwcu (wstępny odczyt za lipiec pokazał wzrost do 1,7% r/r). Główną przyczyną ograniczenia presji inflacyjnej był spadek cen surowców (w tym paliw oraz żywności), który w połączeniu z aprecjacją PLN oraz efektami wysokiej bazy przyczynił się do **wyhamowania dynamiki cen towarów** z 2,0% r/r w marcu do 1,0% r/r w czerwcu. Z drugiej strony, **wzrosła „inflacja usług”** (z 1,9% r/r w marcu do 2,9% r/r w czerwcu), odzwierciedlając wzrost kosztów pracy i domykanie się luki popytowej. Inflacja bazowa (CPI bez żywności i energii) wzrosła z 0,6% r/r w marcu do 0,8% r/r w czerwcu.

- Prognoza średnioterminowa

Co prawda spadek cen surowców i dotychczasowe umocnienie PLN oznaczają, że bez „wsparcia” ze strony nowych regulacji inflacja CPI nie wzrośnie już powyżej tegorocznego szczytu na poziomie 2,2% r/r z lutego, ale aż do listopada powinna być w umiarkowanym trendzie wzrostowym. W grudniu br. i na początku 2018 r. wyraźny będzie natomiast wpływ silnego efektu wysokiej bazy, który może zepchnąć inflację CPI poniżej 1,5% r/r, tj. dolnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu. Jednocześnie, w kolejnych kwartałach coraz większą rolę odgrywać będzie **wzmocnienie „fundamentalnej” presji inflacyjnej** (wzrost kosztów pracy, zamknięcie ujemnej luki popytowej), które będzie neutralizowało niższą dynamikę cen paliw i żywności. Prognozujemy, że inflacja bazowa przekroczy 1% r/r na koniec 2017 r. i 2,5% r/r w 2h18. Szacujemy przy tym, że w 2h17 skończy się dezinflacyjny wpływ aprecjacji PLN na dynamikę cen importowych. Istotnym czynnikiem wpływającym na trendy cenowe będą decyzje regulacyjne/administracyjne (ceny mediów, leków, czynsze w galeriach handlowych). Przewidujemy, że po ostatnich spadkach cen surowców w kolejnych miesiącach dynamika PPI ponownie zacznie rosnąć, ale efekty wysokiej bazy cen paliw kopalnych zepchną ją poniżej 2% r/r w grudniu. Podwyżki cen mediów w 2018 r. mogą stanowić impuls dla wzrostu inflacji PPI, który później przynajmniej częściowo przełoży się na ceny towarów konsumpcyjnych.

- Czynniki ryzyka dla prognozy

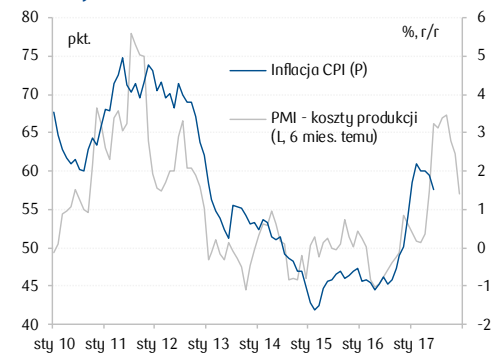
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji są: (1) **zmiany kursu PLN**, (2) **wahania globalnych cen surowców (rolnych i energetycznych)**. Istotnym czynnikiem ryzyka („w górę”) pozostają regulacje (duża niepewność zarówno co do ich ostatecznego kształtu, jak i terminu wejścia w życie). Niepewna jest także **skala wzrostu presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy**.

Procesy inflacyjne

	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2017	2018
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,8	-0,5	0,8	2,0	1,5	1,7	1,5	2,1	1,5	2,8
Inflacja CPI – średnia w okresie (% r/r)	-0,9	-0,8	0,2	2,0	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	2,3
Wkład cen żywności (pkt proc.)	0,2	0,2	0,3	0,8	0,8	0,9	0,9	0,7	0,9	0,8
Wkład cen energii i paliw (pkt proc.)	-0,9	-0,8	-0,1	0,9	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt proc.)	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,6	0,8	0,5	1,1
Inflacja bazowa† (% r/r)	-0,2	-0,4	0,0	0,6	0,8	1,1	1,0	1,5	1,0	2,6
Inflacja PPI† (% r/r)	-0,2	0,2	3,2	4,8	1,7	3,3	1,6	1,0	1,6	1,1
Deflator PKB (% r/r)	0,5	0,6	-0,3	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0
ULC (% r/r)	2,5	1,9	1,5	1,8	1,9	1,7	2,2	1,7	1,9	2,7
Luka popytowa (% pot. PKB)	0,0	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,4

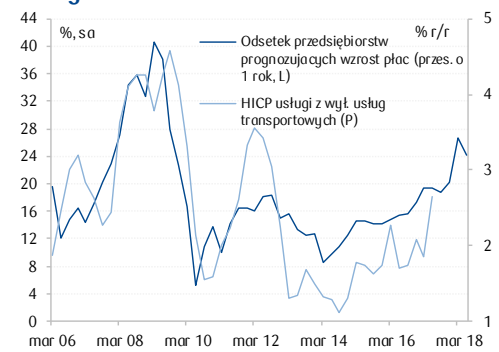
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. † dane na koniec okresu.

Inflacja PMI vs CPI



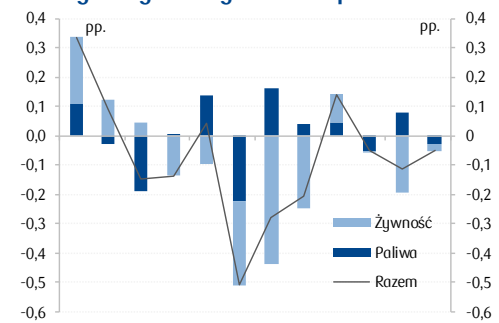
Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Wzrost presji kosztowej podniesie ceny usług



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.

Efekty bazy cen żywności i paliw



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Równowaga zewnętrzna

Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) wyniosło w maju **-0,4% PKB** (w ujęciu 12-mies.). W 2q17 nadal przyspieszał wzrost eksportu (poprawa światowej koniunktury i wzrost zamówień eksportowych). Towarzyszący temu **spadek nadwyżki handlowej** (w ujęciu 12-mies. do 0,1% PKB w maju z 0,3% PKB w marcu), wynika z wyraźnego przyspieszenia dynamiki importu na skutek wzmocnienia wzrostu popytu krajowego oraz wyższych cen surowców. Od marca widoczny jest nieznaczny wzrost salda na rachunku kapitałowym, sygnalizujący wzrost napływu środków z UE. Wciąż negatywny trend ma miejsce w przypadku napływu netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Na ograniczenie nadwyżki na rachunku finansowym miał głównie wpływ spadek zadłużenia NBP wobec zagranicy (wycofanie się z krótkoterminowych transakcji repo).

Prognoza średnioterminowa

Poprawa światowej koniunktury i popytu zewnętrznego będzie wspierała polski eksport także w 2h17, co sugerują m.in. indeksy PMI w strefie euro za lipiec. Dynamika importu pozostanie wyższa niż eksportu (w ujęciu nominalnym), ale wygasanie niskiej bazy cen surowców przyczyni się do jej wyhamowania, nawet pomimo rosnącego popytu krajowego. Wciąż oczekujemy jednak, że w 2h17 dojdzie do spadku salda handlowego do zera. Oprócz tego głównym czynnikiem pogorszenia CAB będą rosnące transfery pracowników za granicę, które (jak się okazało po rewizji danych NBP) już w 2016 r. były wyższe od transferów polskich emigrantów do kraju. Powyższa tendencja będzie widoczna również w 2018 r. Jednocześnie jednak, wraz ze wzrostem absorpcji środków z UE, będzie rosła nadwyżka na rachunku kapitałowym, co obok rosnącego salda bezpośrednich inwestycji zagranicznych będzie wspierało **spadek zadłużenia zagranicznego Polski**.

Czynniki ryzyka dla prognozy

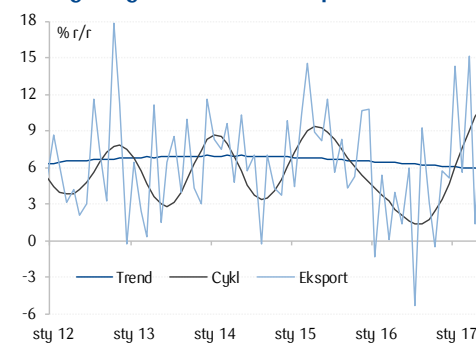
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) siła popytu zewnętrznego względem siły popytu krajowego (2) zmiany kursowe, (3) ceny surowców (w szczególności ropy), (4) działania protekcyjnistyczne na świecie.

Równowaga zewnętrzna

	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2017	2018
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	-0,4	-0,2	0,1	-0,6	-0,7	-0,5	-0,9	-0,5	-1,0
Bilans handlowy (% PKB)	0,7	0,7	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3
Eksport (% r/r)	3,8	2,1	3,3	11,7	7,6	6,6	6,8	7,9	8,2	6,2
Import (% r/r)	1,1	1,9	5,6	13,9	10,9	7,1	6,6	7,0	9,5	7,0
Saldo usług (% PKB)	2,8	3,0	3,2	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,8
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,8	-3,8	-3,6	-3,4	-3,8	-4,0	-4,2	-4,4	-4,2	-4,3
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	-0,1
Rachunek kapitałowy (% PKB)	1,8	0,8	1,1	0,6	0,7	1,6	2,2	2,7	2,2	2,4
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	1,5	2,6	4,7	3,2	0,9	0,9	1,2	1,6	1,2	1,2
Bezpośrednie inwestycje zagran. netto (% PKB)	2,5	2,2	0,9	0,5	0,5	0,7	1,5	1,9	1,5	1,9
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	-0,5	-0,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-3,9	-4,0	-6,8	-4,5	-0,7	-1,8	-4,6	-6,3	-4,6	-4,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	-1,7	-2,3	-4,8	-3,2	-0,2	-0,6	-1,8	-2,6	-1,8	-1,7
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,1	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-1,2	-1,1	-0,9	-1,1	-1,0
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	75,1	74,0	76,0	72,2	69,9	69,2	68,6	66,5	68,6	63,2
Sektor publiczny (% PKB)	32,8	31,5	32,4	30,8	29,7	29,5	29,3	28,4	29,3	27,0
Sektor prywatny (% PKB)	42,3	42,5	43,6	41,4	40,2	39,7	39,3	38,1	39,3	36,3

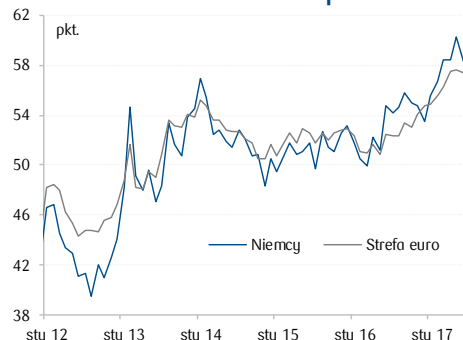
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym - znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

Z czego wynika wzrost eksportu?



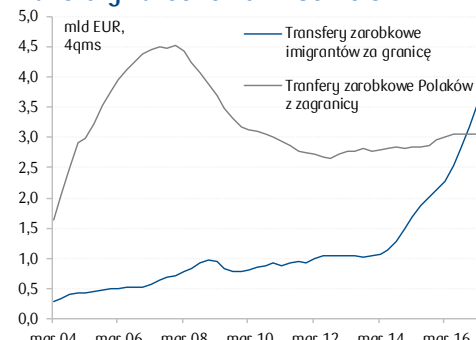
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

PMI: nowe zamówienia eksportowe



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Transfery zarobkowe z i do Polski



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

(5). Polityka pieniężna

• Trendy bieżące

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła w ostatnich miesiącach parametrów polityki pieniężnej. **Komunikacja Rady skupia się na sygnalizowaniu, że stopy procentowe NBP w najbliższych kwartałach (a nawet latach) pozostaną stabilne.** Rada kontynuuje swoje dotychczasowe nastawienie nawet pomimo ujemnych realnych stóp procentowych, wskazując na brak wyraźnej presji inflacyjnej. Wsparciem dla takiego nastawienia RPP jest spadek inflacji CPI w 2q17, a także nowa projekcja NBP, która przewiduje powrót inflacji CPI do celu dopiero pod koniec 2019 r., przy dynamice PKB obniżającej się po 2017 r. do potencjalnego poziomu.

• Prognoza średnioterminowa

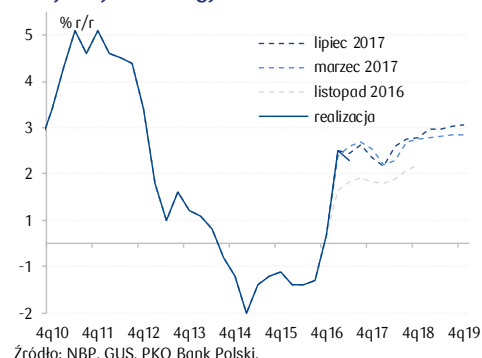
Bieżące zachowanie inflacji CPI i jej perspektywy do końca 2017 r. wspierają sceptyczne podejście członków RPP do podwyżek stóp procentowych. Uważamy jednak, że **przyspieszenie inflacji bazowej (w 2018 r. nawet powyżej celu) oraz obawy o wpływ trwałego utrzymywania się realnych stóp procentowych poniżej zera na oszczędności gospodarstw domowych mogą skłonić Radę do rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych NBP (pierwszej oczekujemy w listopadzie 2018 r.).** Rozkład ryzyka dla tej prognozy pozostaje naszym zdaniem asymetryczny w stronę dłuższej zwłoki z zaostrzeniem polityki pieniężnej (wśród scenariuszy alternatywnych najwyższe prawdopodobieństwo przyjmuje scenariusz przesunięcia podwyżek na 2019 r.), ale jednocześnie uważamy, że **już na początku 2018 r. może dojść do pierwszych prób dokonania podwyżki stóp.**

Wniosek o podwyżkę może się pojawić ze strony tych członków Rady, którzy obawiają się o negatywny wpływ ujemnych realnie stóp procentowych na oszczędności gospodarstw domowych (E.Gatnar, Ł.Hardt). Upór „gołębiej” frakcji RPP w utrzymywaniu stabilnych stóp będzie się wiązać przede wszystkim z chęcią uniknięcia wzrostu kosztów obsługi długu (publicznego i gospodarstw domowych) oraz nadmiernej aprecjacji PLN. Decyzje innych banków centralnych w regionie, w tym pierwsza podwyżka stóp procentowych czeskiego banku centralnego, nie będą miały wg nas istotnego wpływu na działania Rady.

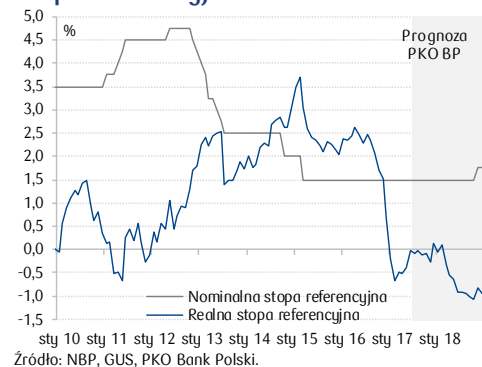
• Czynniki ryzyka dla prognozy

Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) skala wzrostu presji płacowej w najbliższych kwartałach i jej przełożenie na jednostkowe koszty pracy, (2) skala wzrostu popytowej presji inflacyjnej, (3) zmiany kursu złotego i cen surowców oraz (4) zmiany stopy oszczędności gospodarstw domowych.

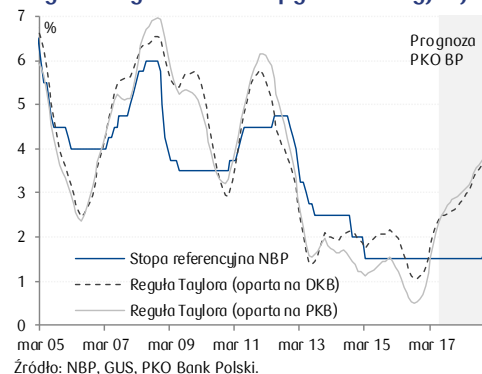
Projekcja inflacyjna NBP



Stopa referencyjna: nominalna vs realna



Reguła Taylora dla stopy referencyjnej



Polityka pieniężna

	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2017	2018
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 (%)	2,26	2,05	0,69	-0,49	-0,03	-0,20	0,05	-0,56	0,05	-0,96
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,70	1,91	1,50	0,94	0,72	0,41	0,55	-0,04	0,55	-0,89
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
REER defl. CPI (% r/r)	-5,2	-3,5	-3,5	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	0,0	-1,4	-0,1
Nominalny PKB (% r/r)	3,5	3,0	2,1	6,0	5,9	6,2	5,9	6,2	6,0	6,3

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(6). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA) w 1q17 obniżył się do 2,0% PKB (z 2,4% PKB po 4q16), i był najniższy od 2008 r. Deficyt strukturalny pierwotny spadł do -0,2% PKB (z -0,6% PKB w 4q16), co wskazuje na antycykliczne działanie polityki fiskalnej na początku roku. Wydatki publiczne w relacji do PKB wyniosły 41,1% PKB (4 kw. skum.) i w tym ujęciu były rekordowo niskie. Jednocześnie po czerwcu odnotowano rekordowo wysoki wynik budżetu państwa (nadwyżka 5,9 mld zł). Złożyły się na niego: (1) cykliczna poprawa dochodów, (2) poprawa ściągalsności podatków, (3) zmiany/przesunięcia w harmonogramach płatności podatków, (4) zerowa dynamika wydatków oraz (5) rekordowa wypłata z zysku NBP. **Dług publiczny (ESA) obniżył się na koniec 1q do 54,1% PKB z 54,4% PKB na koniec 2016 r.**

Prognoza średnioterminowa

Szacujemy, że **deficyt fiskalny w 2017 r. będzie zbliżony do ubiegłorocznego (-2,4% PKB), a w przyszłym roku zwiększy się do -2,6% PKB.** Wynikający ze zmian strukturalnego pierwotnego salda finansów publicznych pozytywny impuls fiskalny wyniesie wg naszych szacunków 0,2% PKB w 2017 r. i 0,4% PKB 2018 r., implikując **niewielkie poluzowanie fiskalne**, które łącznie ze zmianami polityki pieniężnej oznaczać będzie **mocno pro wzrostowy policy mix w tym roku i nieznacznie pro wzrostowy policy mix w przyszłym roku.** Na końcowy wynik budżetu państwa (i całego sektora) w tym roku wpływ będzie mieć skala wzrostu wydatków inwestycyjnych (głównie poza budżetem państwa) oraz koszty obniżenia wieku emerytalnego. Ostateczny poziom deficytu budżetowego zależeć może również od ewentualnego przesunięcia dochodów/wydatków między 2017 a 2018 r. (podobnie jak to miało miejsce na przełomie 2016/2017). Oczekiwane przez nas dalsze przyspieszenie inwestycji publicznych zmniejsza przestrzeń fiskalną dostępną w następnych latach (np. plany inwestycyjne samorządów na lata 2017-2018 zostały zrewidowane w górę w maju o ok. 10 mld zł) i może skłonić do „przerzucenia” części przyszłorocznych wydatków w koszty tegorocznego budżetu. **Relacja dług/PKB powinna się dalej obniżać:** do 53,7% PKB w 2017 r. i 53,2% PKB w 2018 r., dzięki (1) wysokiemu nominalnemu wzrostowi PKB oraz (2) wysokiemu transferowi zysku NBP do budżetu państwa w 2017 r. (8,7 mld zł), zmniejszającemu potrzeby pożyczkowe.

Czynniki ryzyka dla prognozy

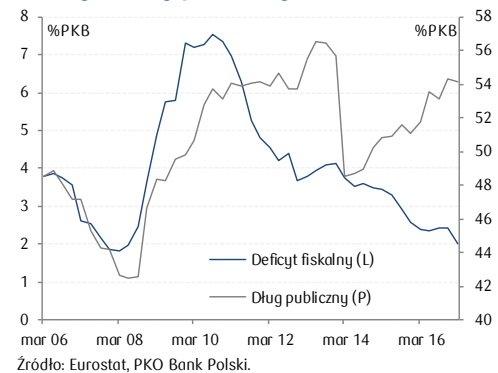
Główne czynniki ryzyka to: (1) skala poprawy ściągalsności podatków, (2) tempo absorpcji środków z UE; (3) wahania PLN i rentowności obligacji skarbowych.

Polityka fiskalna†

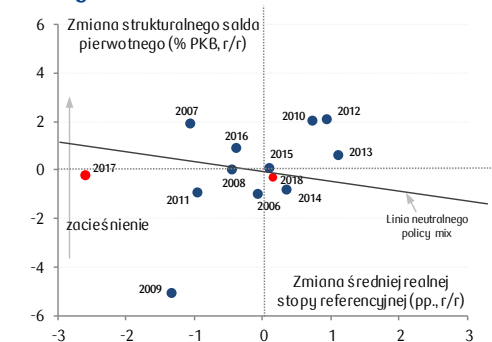
	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	1q18	2017	2018
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-2,3	-2,4	-2,4	-2,0	-1,8	-2,0	-2,4	-2,5	-2,4	-2,6
Docho dy (%) PKB, ESA2010)	39,1	39,1	38,8	39,1	39,4	39,8	40,6	40,6	40,6	40,9
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,5	41,5	41,3	41,1	41,2	41,8	43,0	43,1	43,0	43,5
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,6	-0,7	-0,7	-0,3	-0,1	-0,3	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,6	-0,6	-0,6	-0,2	0,0	-0,3	-0,8	-1,0	-0,8	-1,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	53,5	53,2	54,4	54,1	53,9	53,7	53,7	52,7	53,7	53,2
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	-2,5	x	x	x	-2,4	x	-2,4	-2,3
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	-2,6	x	x	x	-2,4	x	-2,4	-2,4
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	52,1	x	x	x	49,5	x	49,5	48,3

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

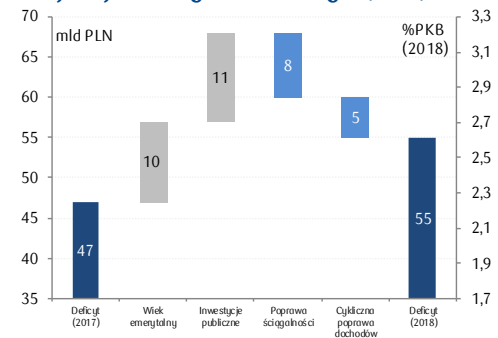
Deficyt i dług publiczny (ESA)



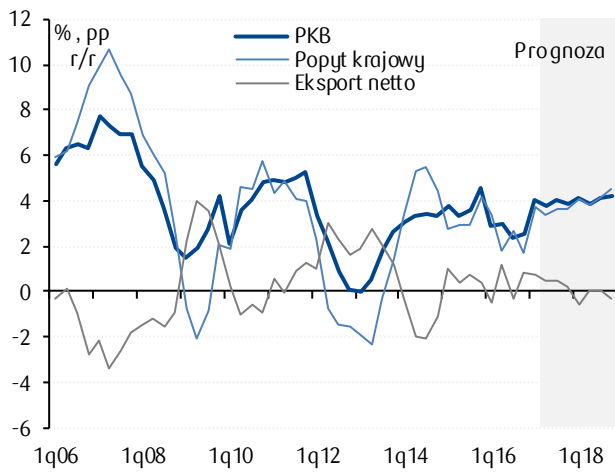
Policy mix



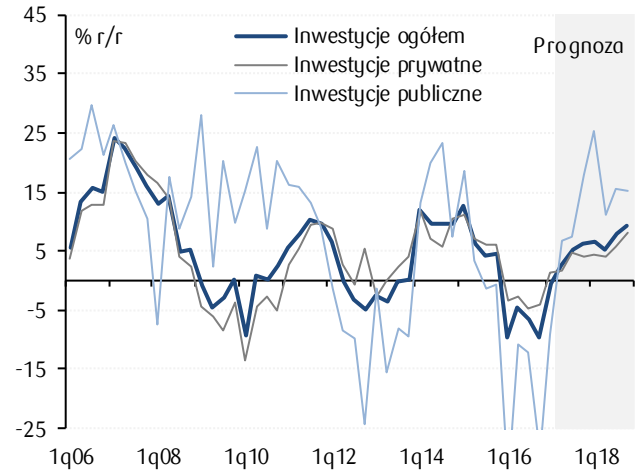
Projekcja deficytu fiskalnego (ESA)



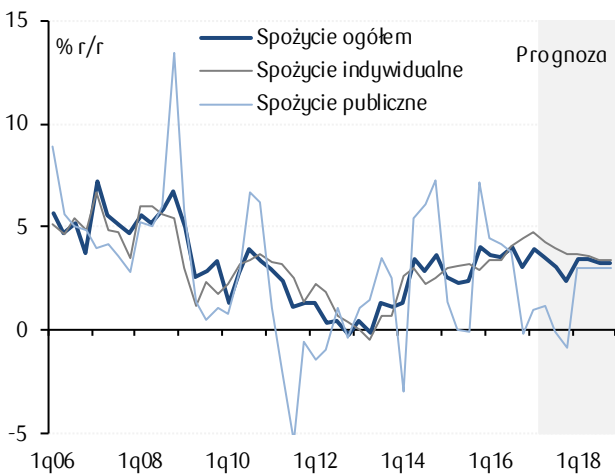
Realny PKB



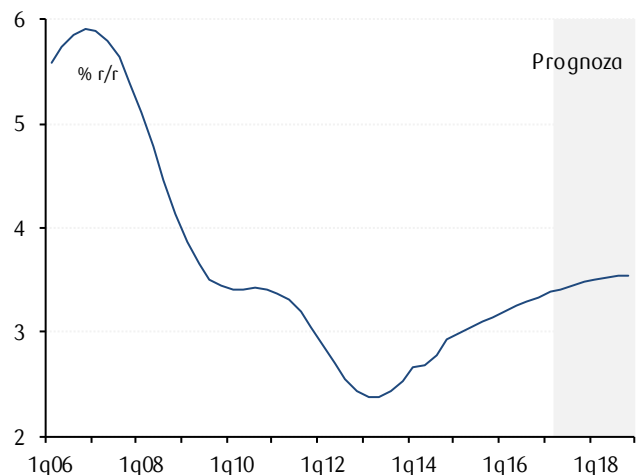
Popyt inwestycyjny



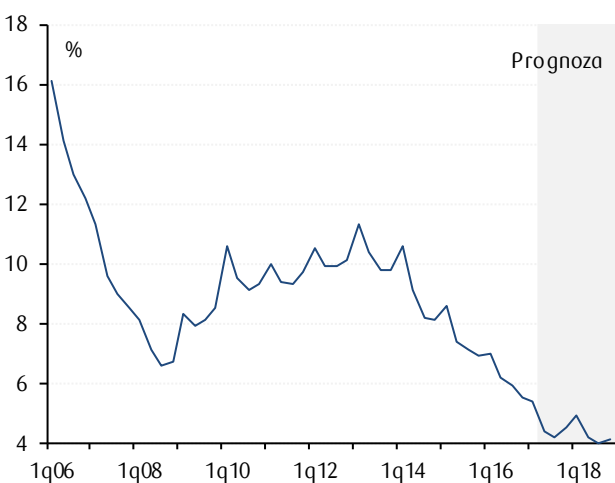
Popyt konsumpcyjny



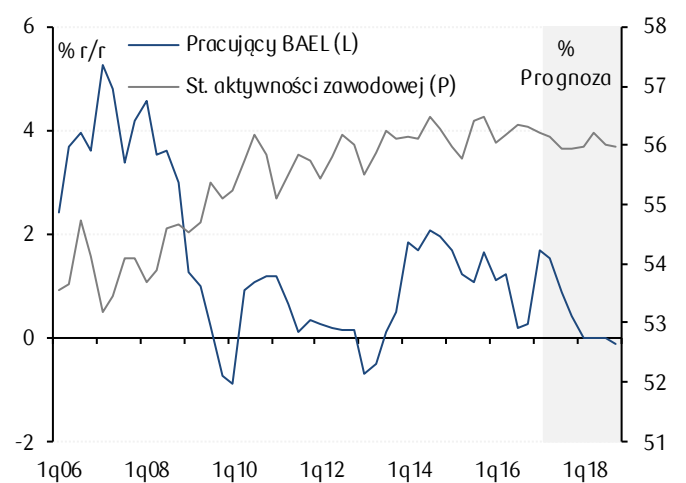
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

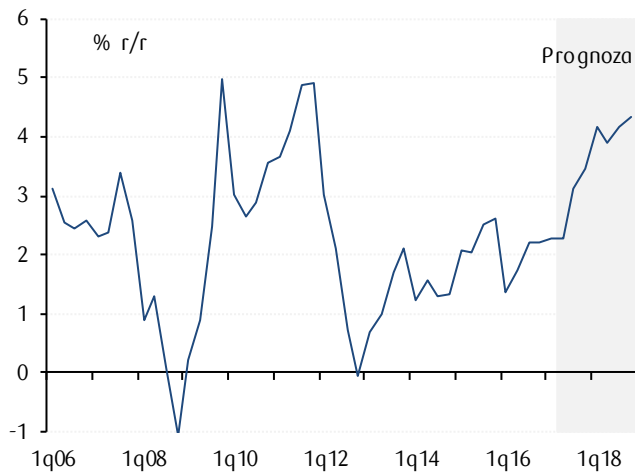


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

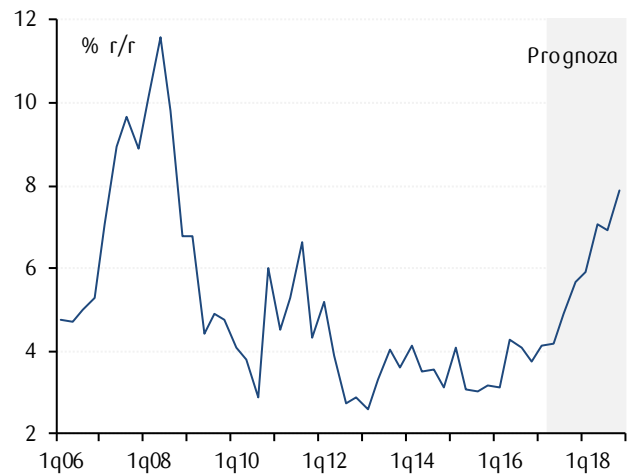


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

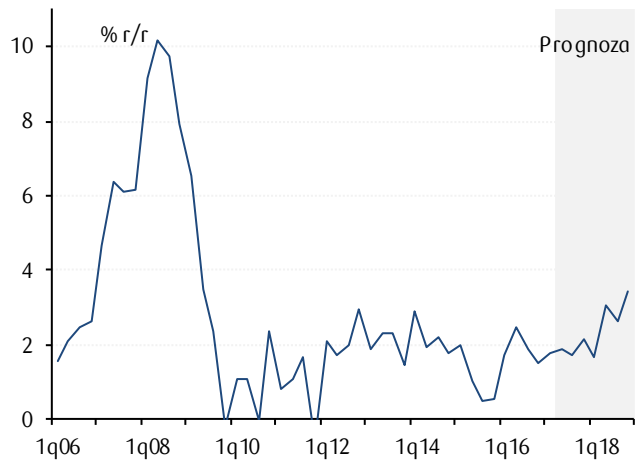
Wydajność pracy*



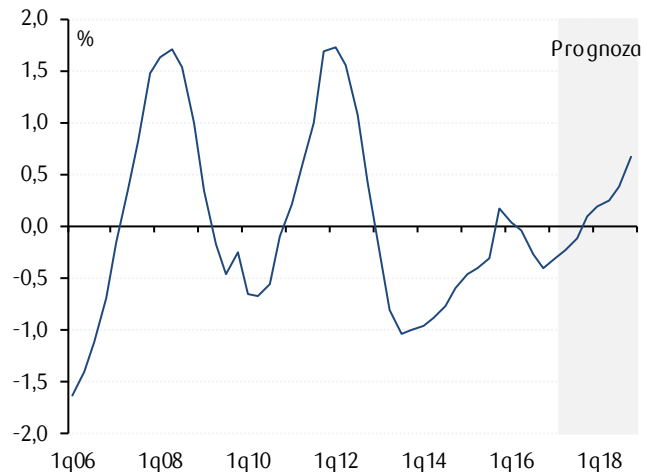
Płace w gospodarce narodowej



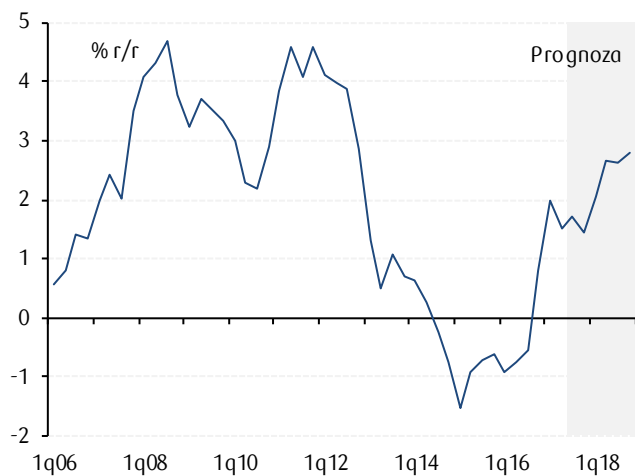
Jednostkowe koszty pracy*



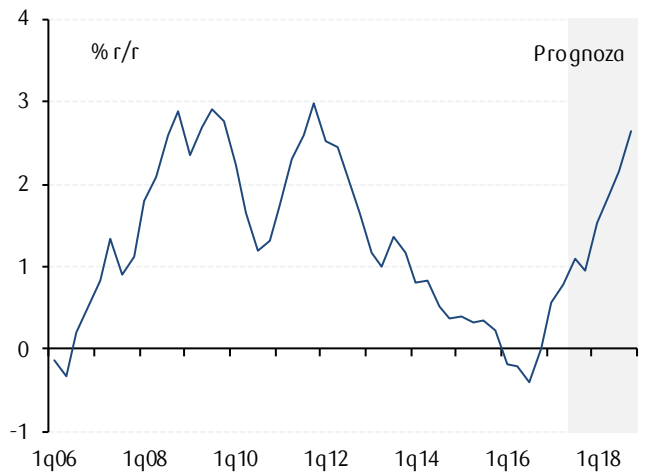
Luka popytowa



Inflacja CPI

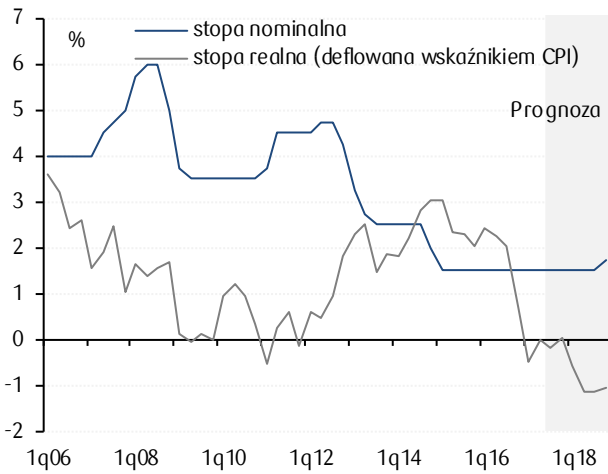


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

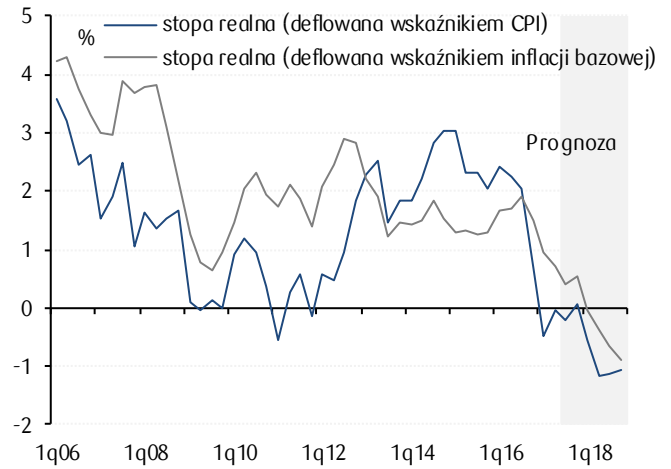


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

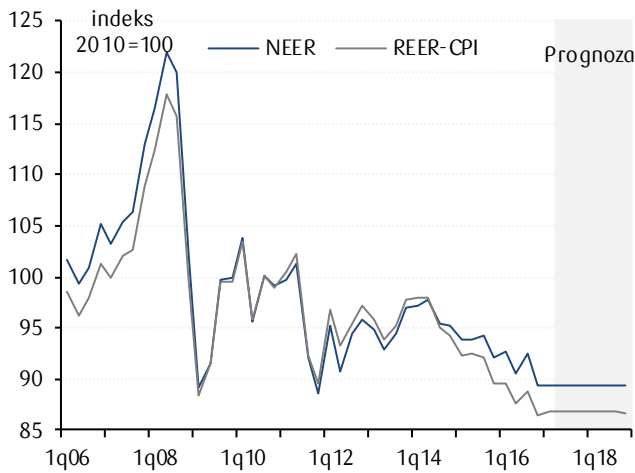
Stopy nominalne vs. realne



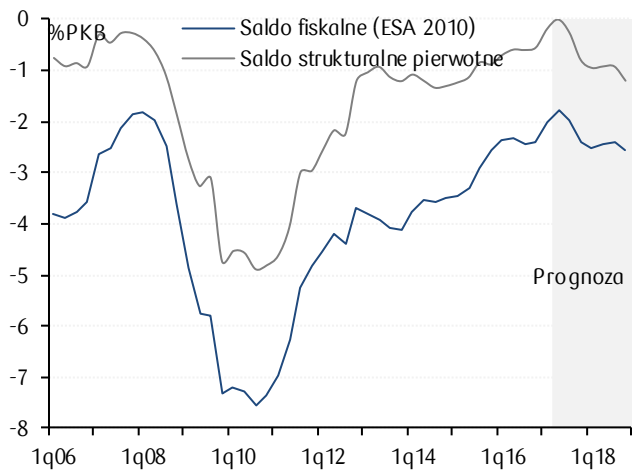
Stopy realne



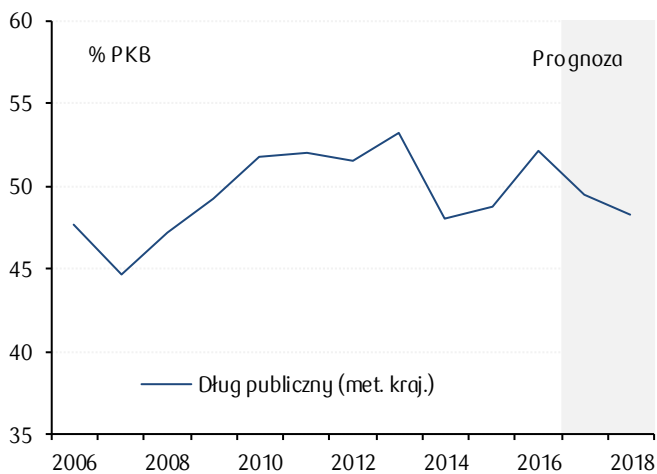
Założenia dotyczące NEER i REER*



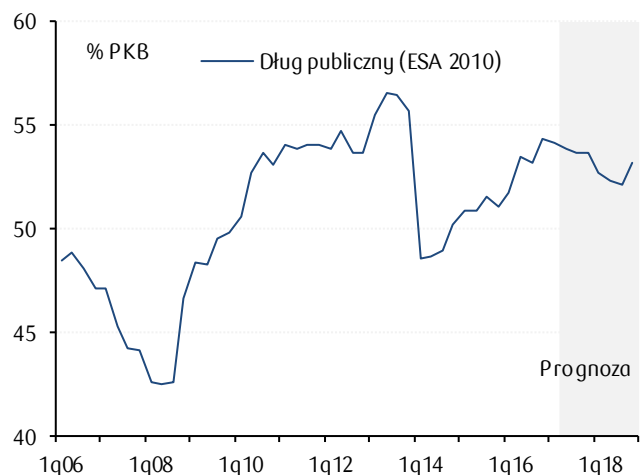
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

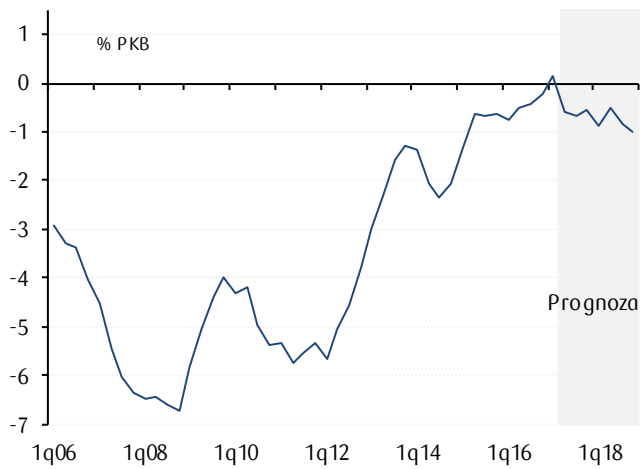


Dług publiczny (ESA 2010)

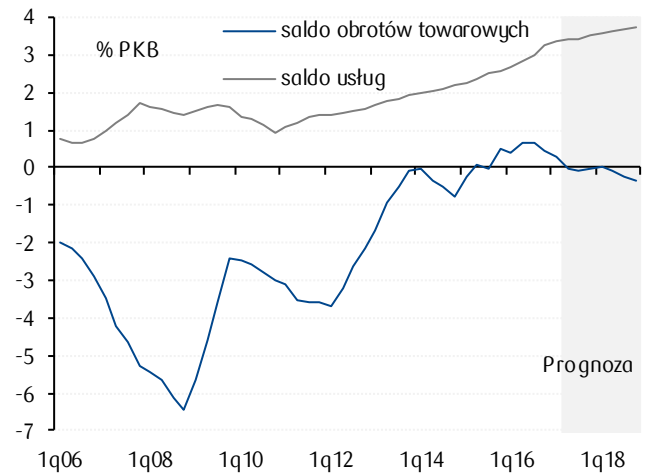


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski *wzrost oznacza aprecjację.

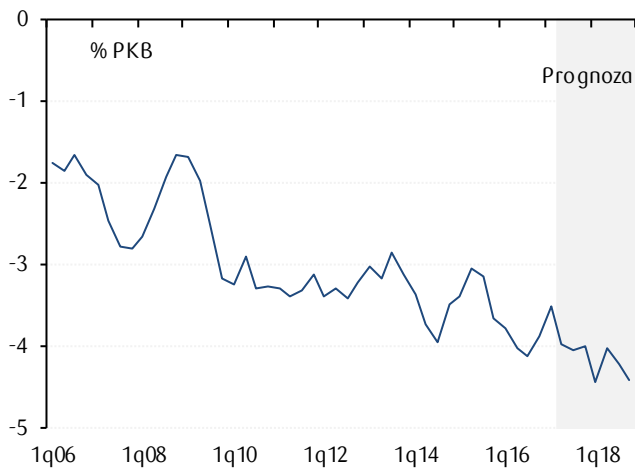
Saldo rachunku obrotów bieżących



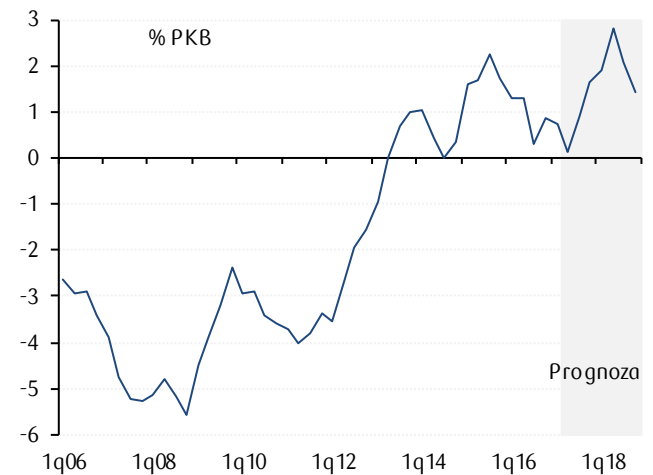
Saldo handlu zagranicznego



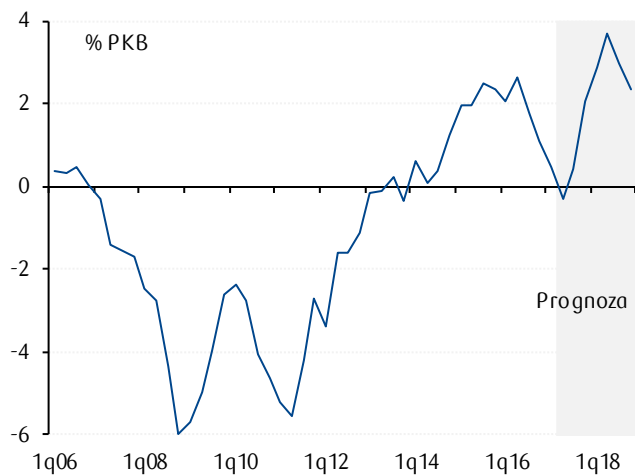
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



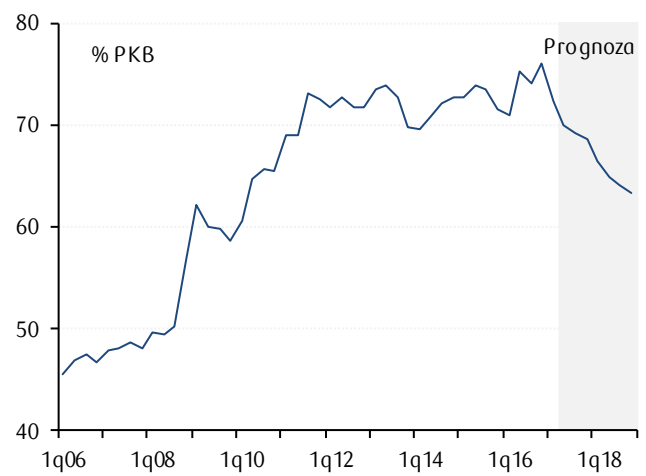
Saldo CAB i CAP^{*}



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR^x



Zadłużenie zagraniczne



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



Prognozy długoterminowe

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	3,9	4,1
Popyt krajowy (% r/r)	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	3,8	4,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,2	3,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,1	7,6
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	2,4	2,2	3,3	0,0	0,3	4,3	3,5	1,2	3,3	4,1
Zapasy (pkt. proc.)	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,4	-0,2	1,2	0,4	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,3	0,3	0,0
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	3,4	3,2	2,6	2,4	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5
Nominalny PKB (mld PLN)	1362	1445	1567	1629	1657	1720	1799	1851	1962	2085
Rynek pracy										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,9	-0,4	0,0
Pracujący BAEL (% r/r)	0,4	0,6	0,6	0,2	-0,1	1,9	1,4	0,7	1,1	0,0
Wsk. akt. zawodowej (%)	54,9	55,8	55,5	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,1	56,0
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	4,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,0	6,4
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	4,7	6,9
Wydajność pracy (% r/r)	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,3	1,9	2,8	4,1
ULC (% r/r)	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,2	1,0	1,9	1,9	2,7
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,8	2,3
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	0,9	0,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,4	0,5
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,5	1,1
Inflacja bazowa (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,8	1,6
Deflator PKB (% r/r)	3,9	2,4	3,2	2,4	0,4	0,6	0,7	0,2	2,0	2,0
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1330,0	1438,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	5,1	8,2
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,8	3,6	5,5
Kredyty ogółem (mld PLN)	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,1	1200,4	1253,0
Kredyty ogółem (% r/r)	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	6,2	4,4
Depozyty ogółem (mld PLN)	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,7	1236,4	1314,0
Depozyty ogółem (% r/r)	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	8,0	6,3
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,2	-0,5	-1,0
Bilans handlowy (% PKB)	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,5	-0,1	-0,3
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,5	1,9
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	58,7	65,5	72,5	71,7	69,8	72,7	71,5	76,0	68,6	63,2
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,5	-2,6	-2,4	-2,4	-2,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-4,9	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-4,7	-4,8	-3,0	-1,2	-1,2	-1,3	-0,9	-0,6	-0,8	-1,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	49,8	53,1	54,1	53,7	55,7	50,3	51,1	54,4	53,7	53,2
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,75
Realna st. ref. defl. CPI (%)	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	0,69	0,05	-0,96
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,55	-0,89
Stopa lombardowa (%)	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,75
REER defl. CPI (% r/r)	-15,0	5,1	-3,5	-0,5	0,0	0,6	-4,8	-3,8	-1,4	-0,1

Źródła: 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.