



Bank Polski

# Śniadanie z ekspertami PKO Banku Polskiego

Perspektywy gospodarki oraz rynków finansowych  
według ekonomistów i strategów  
PKO Banku Polskiego

Warszawa, 25 kwietnia 2016

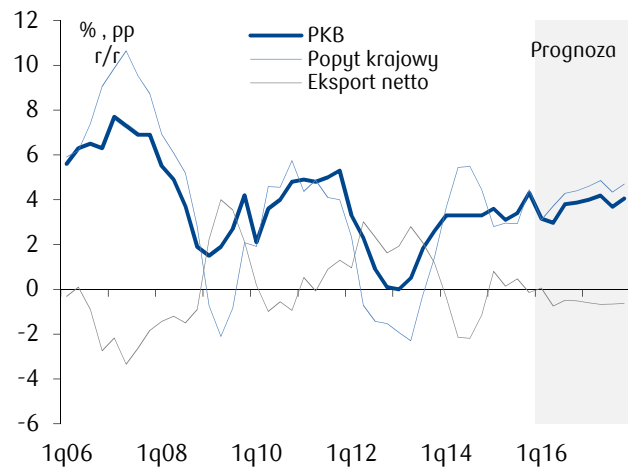
**Perspektywy dla gospodarki:  
Deflator PKB zaniża wzrost gospodarczy?**

## Kluczowe trendy makroekonomiczne

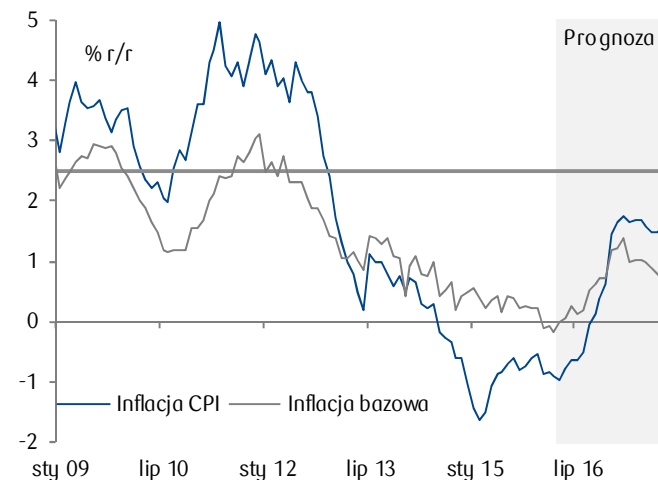
- **Oczekujemy stabilizacji wzrostu PKB w 2016 r. na poziomie ok. 3,5%, przy słabszej pierwszej i mocniejszej drugiej połowie roku.** Koniec „starej” perspektywy finansowej UE spowoduje spowolnienie wzrostu PKB w okolice 3% w pierwszej połowie roku, zaś poluzowanie fiskalne powinno spowodować ponowne przyspieszenie w okolice 4% w drugiej połowie roku. Rządowy impuls fiskalny o wartości ok. 1,0% PKB (największy od 2009 r.) będzie głównym motorem wzrostu w 2016 r., równoważąc spadek publicznych inwestycji infrastrukturalnych (-0,6% PKB) i negatywny impuls kredytowy (-0,3/-0,5% PKB).
- **Stymulus fiskalny w 2016 r. (1% PKB na poziomie rządu centralnego i ok. 0,5% na poziomie całego sektora publicznego) będzie największym zanotowanym od 2009 r.** Dzięki temu w tym roku Polska znajdzie się wśród państw o największym impulsie fiskalnym na świecie. Relatywnie duża skala poluzowania fiskalnego wskazuje na ryzyko wzrostu deficytu budżetu państwa w 2017 r. powyżej 3% PKB po wygaśnięciu jednorazowych źródeł dochodów z 2016 r. (wpływy z aukcji LTE i duża wpłata zysku NBP).
- **Oczekujemy, że inflacja CPI pozostanie ujemna do 4q (w przypadku niewprowadzenia podatku handlowego w tym roku – nawet do grudnia), a na koniec roku wyniesie ok. 0,6%.** Głównymi czynnikami wpływającymi na inflację w ciągu najbliższych 12 miesięcy będą zmiany cen surowców oraz polityka podatkowa i regulacyjna.
- **Naszym bazowym scenariuszem pozostaje brak zmian stóp NBP w 2016 r.** Niemniej, z uwagi na ryzyka związane z sytuacją na rynkach wschodzących (w tym Chinach) oraz przedłużającą się deflację nie można wykluczyć wznowienia obniżek w tym roku. Scenariusz ten mógłby się zrealizować w przypadku wyraźnego obniżenia ścieżki wzrostu PKB (poniżej 3,0%).
- **Szacujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrośnie w 2016 r. do -0,7% PKB,** ponieważ stabilizacji wzrostu eksportu będzie towarzyszyć przyspieszenie importu na skutek wzmocnienia wzrostu popytu krajowego. Jednocześnie, oczekujemy pogorszenia salda rachunku finansowego do -1,6% PKB w efekcie trendów na globalnym rynku finansowym.
- **W końcu 2016 r. prognozujemy stabilny wzrost kredytów o 6% (skor. o FX),** podobnie jak w 4q2015 oraz **wyhamowanie dynamiki depozytów do 6,5% z 7,1% w 4q2015** w warunkach niskich stóp procentowych.

# Kluczowe trendy makroekonomiczne

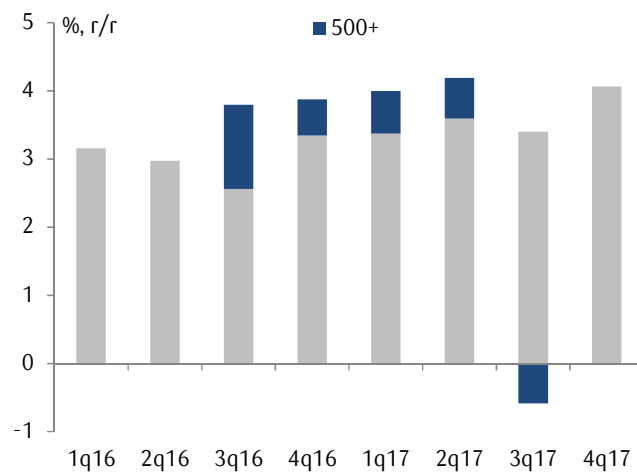
Przejściowe spowolnienie wzrostu na początku roku



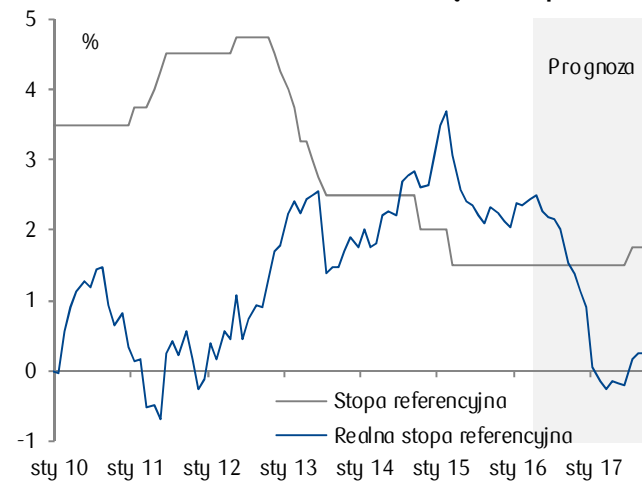
Odbicie inflacji



Wpływ 500+ na profil kwartalny PKB

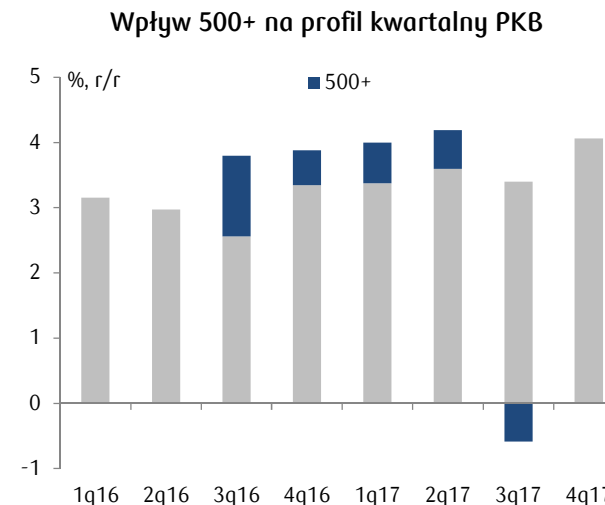
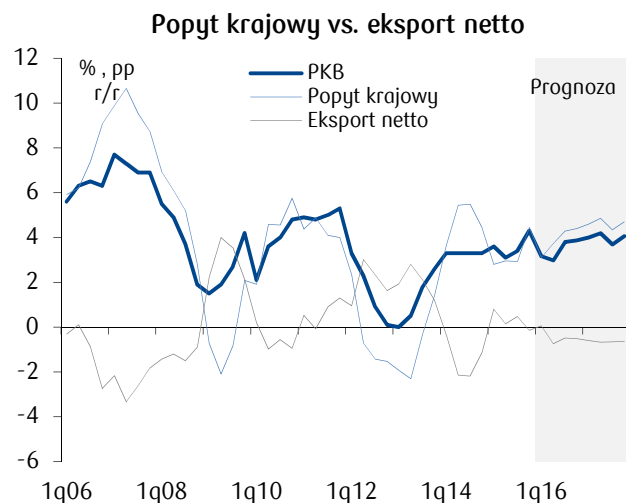


Poluzowanie monetarne bez cięcia stóp



# Sfera realna

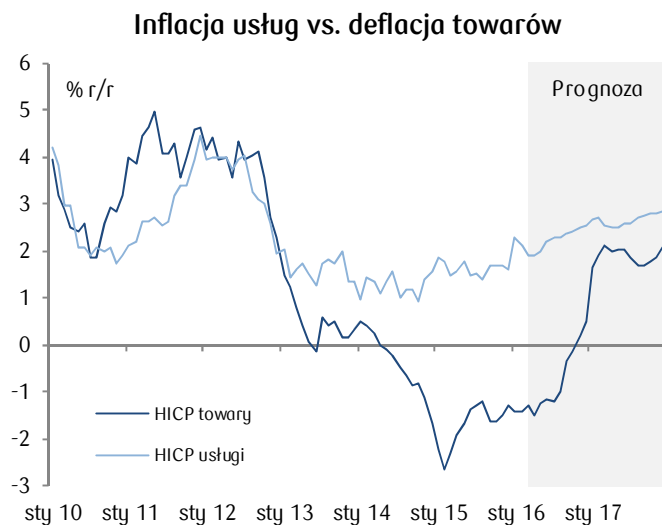
## Prześciowe spowolnienie wzrostu na początku roku



- Oczekujemy stabilizacji wzrostu PKB w 2016 r. na poziomie ok. 3,5%, przy słabszej pierwszej i mocniejszej drugiej połowie roku. Koniec „starej” perspektywy finansowej UE spowoduje spowolnienie wzrostu PKB w okolice 3% w pierwszej połowie roku, zaś poluzowanie fiskalne powinno spowodować ponowne przyspieszenie w okolice 4% w drugiej połowie roku.
- Rządowy impuls fiskalny o wartości ok. 1,0% PKB (największy od 2009 r.) będzie głównym motorem wzrostu w 2016 r., równoważąc spadek publicznych inwestycji infrastrukturalnych (-0,6% PKB) i negatywny impuls kredytowy (-0,3/-0,5% PKB).

# Procesy inflacyjne

## Hydra inflacji z otchłani deflacji



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

	%, pp
Prognoza ilościowa <sup>^</sup>	0,00
Wyższy koszt ubez. samochodu	0,18
Podatek handlowy*	0,00-0,52
500+**	0,20-0,30
Silniejszy wzrost płac	0,11
Podniesienie opłaty paliwowej	0,00-0,13
Obniżki cen gazu	-0,08
Prognoza ilościowa + inne czynniki <sup>^^</sup>	0,40-1,17
Prognoza PKO BP	0,6

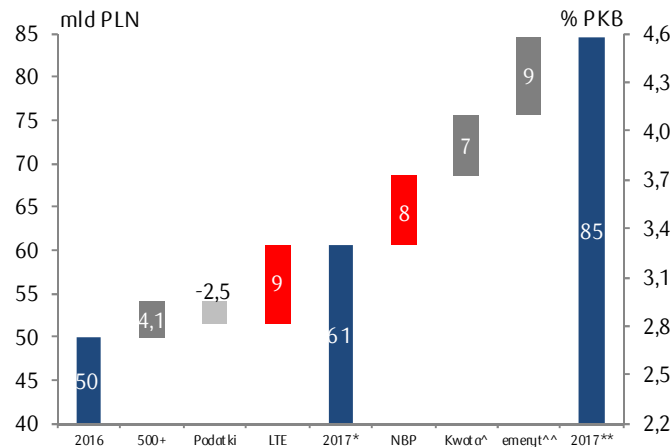
<sup>^</sup>średni szacunek z modeli szeregów czasowych (przy założeniu stałych cen ropy),  
<sup>\*</sup>wyższy wpływ, jeżeli mali sprzedawcy (niepłacący podatku) zdecydują się podnieść cenę równoległe do dużych sprzedawców (opodatkowanych), <sup>\*\*</sup> szacowany wpływ na inflację zależy od importochłonności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

- Oczekujemy, że spadek inflacji w marcu do -0,9% r/r nie był ostatnim. Z uwagi na obniżenie taryfy gazowej, w kwietniu inflacja może spaść w okolice -1% r/r. W kolejnych miesiącach widoczne będzie odbicie stopy inflacji, niemniej deflacja ustąpi dopiero w 4q.
- Wyraźny wzrost popytu na pracę i spadek bezrobocia do rekordowo niskiego poziomu przełożą się na zwiększenie presji płacowej (przy ograniczonych możliwościach zwiększenia imigracji), prowadząc do stopniowego wzrostu inflacji bazowej. Jednocześnie oczekujemy przynajmniej stabilizacji globalnych cen żywności, co w połączeniu z efektami podażowymi w kraju w 2015 r. przyczyni się do odbicia dynamiki cen żywności w ciągu roku.
- Wpływ na inflację może zacząć mieć polityka fiskalna (programy 500+ oraz podatek handlowy), a także wzrost wymogów regulacyjnych i nadzorczych (wzrost marż w bankach i kosztów składek ubezpieczeniowych).

# Polityka pieniężna i fiskalna

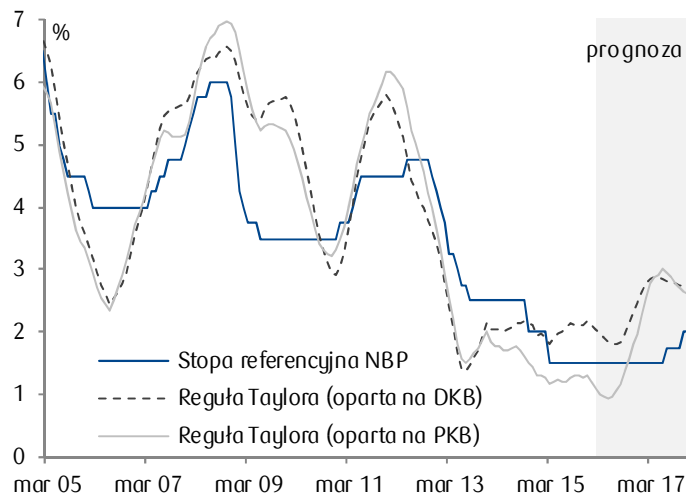
## Ultra-łagodny policy mix

Deficyt budżetowy 2016/2017



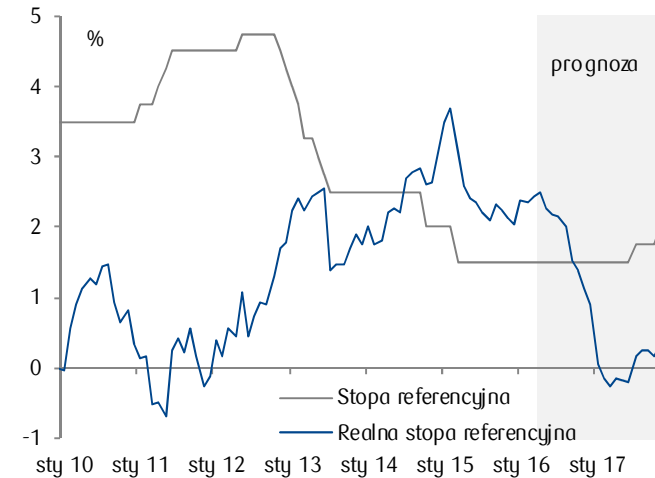
\*brak zmian w polityce; ^kwota wolna od podatku ^^obniżenie wieku emerytalnego;  
 \*\*po zmianach w polityce fiskalnej.

Reguły Taylora<sup>^</sup> dla NBP



<sup>^</sup> w oparciu o PKB oraz o PKB skorygowane o wpływ *terms-of-trade* (DKB).

Realna\* vs. nominalna stopa referencyjna



\* Obliczenia własne.

- W scenariuszu bazowym zakładamy brak zmian stóp w 2016 r. Naszym zdaniem większość członków RPP uważa, że obniżka stóp procentowych nie miałaby większego wpływu na inflację, a mogłaby przyczynić się do pogorszenia sytuacji małych banków. Członkowie RPP wskazują również na pozytywny charakter importowanej deflacji oraz wiążą duże nadzieje z pozytywnym wpływem na inflację ze strony programu 500+. Niemniej, z uwagi na ryzyka związane z sytuacją na rynkach wschodzących (w tym Chinach) oraz przedłużającą się deflację nie można wykluczyć wznowienia obniżek w tym roku (30% prawdopodobieństwa).
- Stymulus fiskalny w 2016 r. będzie największym zanotowanym od 2009 r. Dzięki temu w tym roku Polska znajdzie się wśród państw o największym impulsie fiskalnym na świecie. Relatywnie duża skala poluzowania fiskalnego wskazuje na ryzyko wzrostu deficytu budżetu państwa w 2017 r. powyżej 3% PKB po wygaśnięciu jednorazowych źródeł dochodów z 2016 r.

**Kontakt:**

Paweł Borys – Dyrektor Zarządzający  
Pion Analiz, Relacji Inwestorskich i Strategii  
Tel: +48 22 521 81 84  
E-mail: [pawel.borys@pkobp.pl](mailto:pawel.borys@pkobp.pl)

Radosław Bodys – Główny Ekonomista  
Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych  
Tel: +48 22 521 80 84  
E-mail: [radoslaw.bodys@pkobp.pl](mailto:radoslaw.bodys@pkobp.pl)

Mariusz Adamiak, CFA – Główny Strateg Rynków  
Dyrektor Biura Strategii Rynkowych  
Tel: +48 22 580 32 39  
E-mail: [mariusz.adamiak@pkobp.pl](mailto:mariusz.adamiak@pkobp.pl)