



Bank Polski

# Śniadanie Centrum Analiz PKO Banku Polskiego

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

Warszawa, 24 maja 2017

**Perspektywy dla gospodarki:**

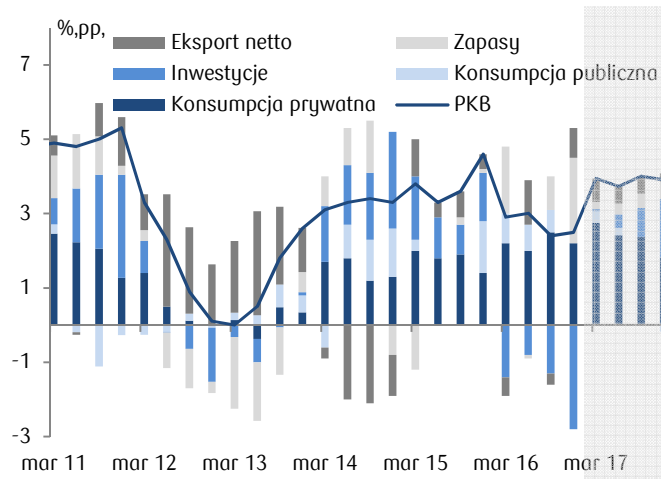
**Ponad 6% wzrostu PKB**

## Kluczowe trendy makroekonomiczne

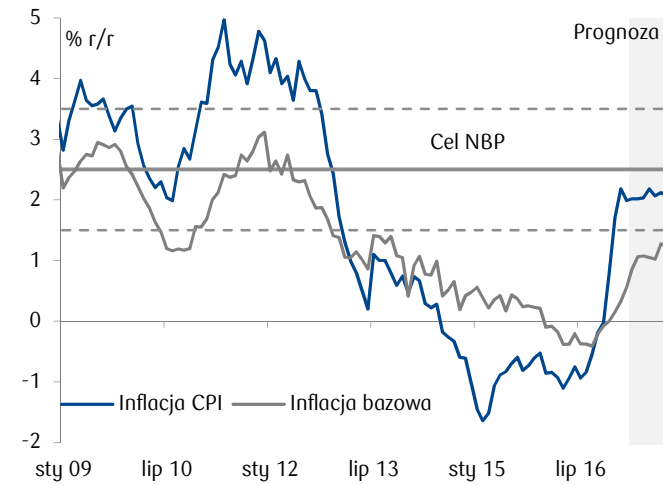
- Prognozujemy, że realna dynamika PKB w 2017 r. wzrośnie do 3,9% r/r, a w 2018r. przekroczy 4%. Głównym źródłem szybszego tempa wzrostu gospodarczego będzie **ożywienie aktywności inwestycyjnej**, zarówno wspieranej funduszami unijnymi, jak i niezwiązanej z absorpcją środków UE. Poprawa dochodów gospodarstw domowych, rekordowo dobre nastroje konsumentów oraz rozłożenie efektów 500+ w czasie będą się przekładać na **utrzymanie wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego**.
- Coraz wyższe tempo wzrostu gospodarczego stymuluje popyt na pracę. Oczekujemy dalszego **spadku stopy bezrobocia**, ale jednocześnie – ze względu na kurczące się zasoby pracy – **niższej dynamiki zatrudnienia**. Narastające napięcia na rynku pracy doprowadzą w naszej ocenie do materializacji presji płacowej, windując **tempo wzrostu płac w gospodarce w okolice 6%** (a w sektorze przedsiębiorstw powyżej 7%).
- Prognozujemy, że w horyzoncie 2017 r. **inflacja CPI będzie się utrzymywać na poziomie około 2,0% r/r**, a w grudniu przejściowo spadnie ze względu na efekt wysokiej bazy. Z biegiem roku coraz większą rolę będzie odgrywać wzmocnienie „fundamentalnej” presji inflacyjnej wynikającej z domknięcia luki popytowej i wzrostu kosztów pracy. **Inflacja bazowa wzrośnie w naszej ocenie na koniec 2017 r. do 1,1% r/r i będzie dalej wzrastać w 2018 r.**
- Nadal przewidujemy, że **RPP nie zmieni poziomu stóp procentowych co najmniej do końca 2017 r.** Niska, choć powoli rosnąca inflacja bazowa uzasadniać będzie utrzymywanie akomodacyjnej polityki pieniężnej. Nastawienie RPP może zmienić m.in. wyraźne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń.
- Rosnąca absorpcja środków UE będzie się przekładać na wyższe wydatki sektora finansów publicznych. Cykliczna poprawa dochodów oraz kontynuacja uszczelniania systemu podatkowego pozwolą jednak na utrzymanie dyscypliny fiskalnej. **Szacujemy, że w 2017 deficyt fiskalny (w ujęciu ESA) nieznacznie się zmniejszy (do 2,3% PKB).**
- Saldo rachunku obrotów bieżących w 2017 r. sięgnie -0,2% PKB, a w 2018 r. pogorszy się do ok. -0,7% PKB na skutek wzrostu importu i transferów dochodów imigrantów za granicę.

# Kluczowe trendy makroekonomiczne

(1) Przyspieszenie wzrostu PKB napędzane odbiciem inwestycji



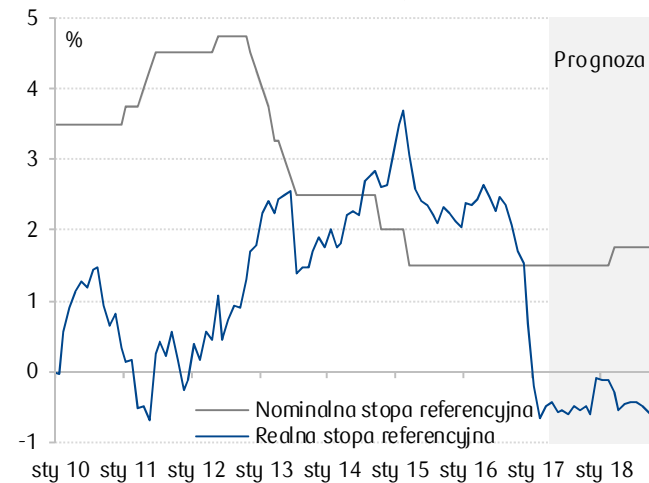
(2) Inflacja w pobliżu celu



(3) Systematyczne narastanie presji płacowej



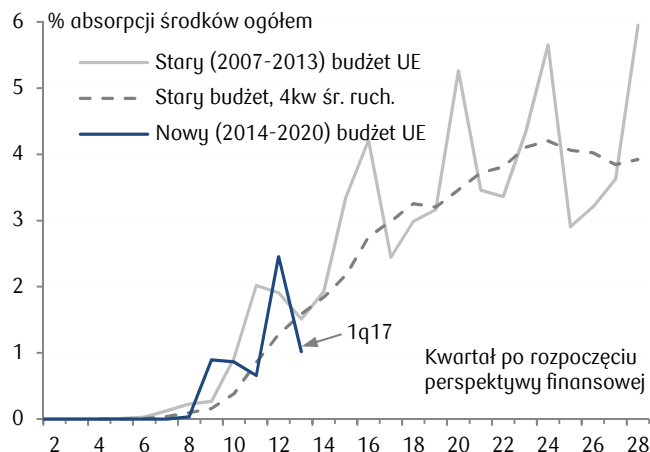
(4) Ujemne realne stopy procentowe



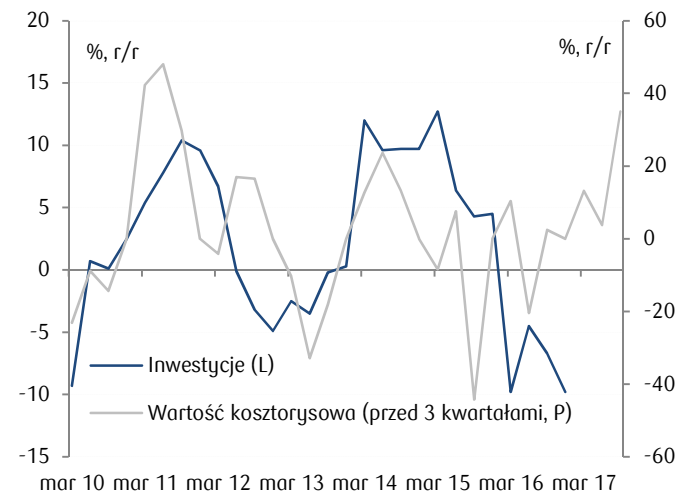
# Sfera realna

## Odbicie inwestycji głównym czynnikiem przyspieszenia wzrostu PKB

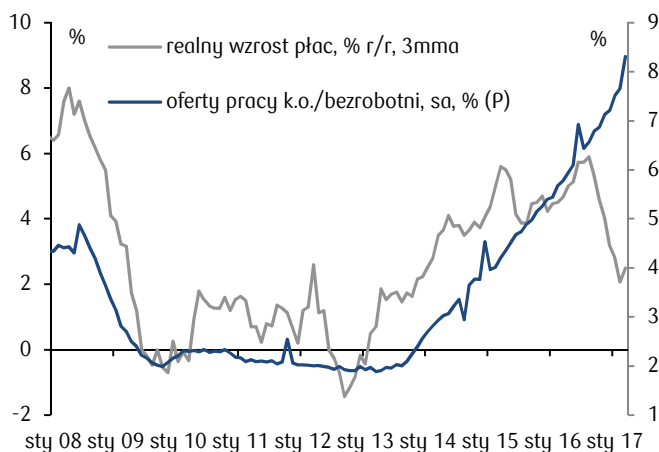
(1) Fundusze unijne napędzą inwestycje publiczne...



(2) ... ale przed nami również ożywienie inwestycji prywatnych



(3) Wzrost dynamiki płac tylko kwestią czasu?

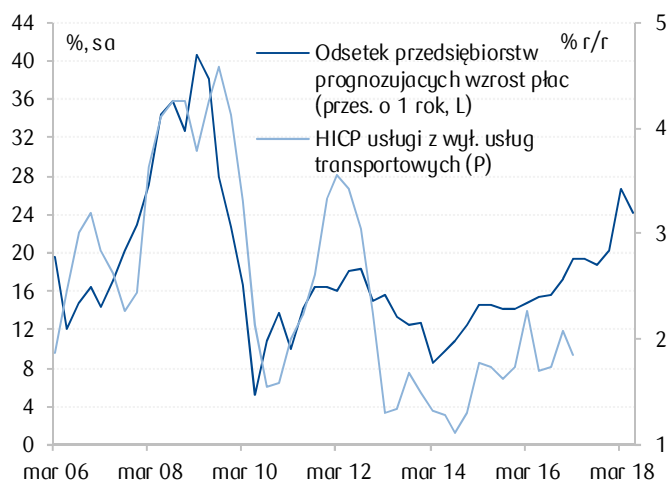


- Przełamanie spadkowego trendu inwestycji z 2016 r. będzie kluczową zmianą w strukturze wzrostu PKB w 2017 r. Polska gospodarka będzie napędzana przez 3 silniki: popyt zewnętrzny, inwestycje oraz konsumpcję.
- Odbicie inwestycji wynika zarówno we wzroście absorpcji środków UE (wykres 1), jak i ogólnej poprawy klimatu inwestycyjnego już w trakcie 2016 r. (wykres 2). Rosnące dochody gospodarstw domowych, rekordowo dobre nastroje konsumentów i rozłożone w czasie efekty programu 500+ sugerują, że dynamika konsumpcji utrzyma się na wysokim poziomie ok. 4%. Dzięki ożywieniu w światowym handlu wysoka dynamika eksportu zrównoważy wzrost importu generowany przez silny popyt wewnętrzny i eksport netto nie ograniczy dynamiki PKB.
- Utrzymujący się silny popyt na pracę i narastające (wg deklaracji przedsiębiorstw) trudności z zapełnianiem wakatów wskazują **wzmożenie wzrostu płac w kierunku 6-7% r/r**. Czynnikiem ryzyka dla rynku pracy pozostaje bilans przepływów migracyjnych po zniesieniu wiz do państw UE dla obywateli Ukrainy.

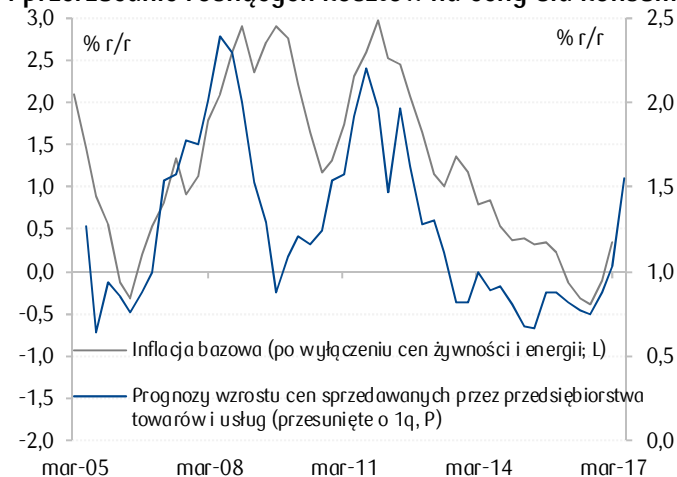
# Procesy inflacyjne

## Inflacja CPI stabilnie poniżej celu, inflacja bazowa w górę do celu

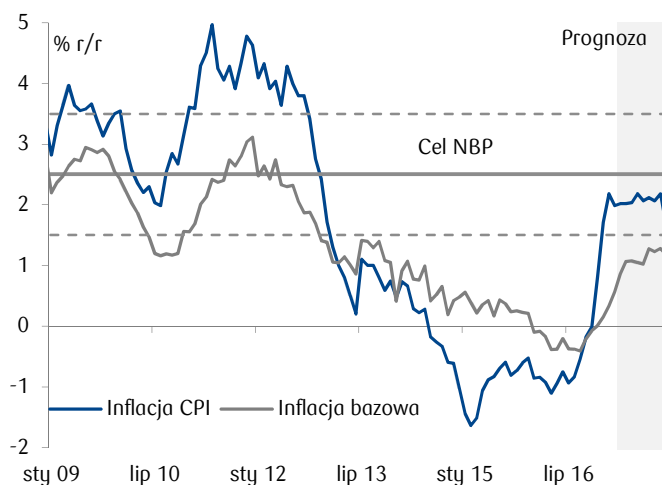
(1) Inflacja bazowa podsycana przez napięcia na rynku pracy...



(2) ... i przeliczanie rosnących kosztów na ceny dla konsumentów



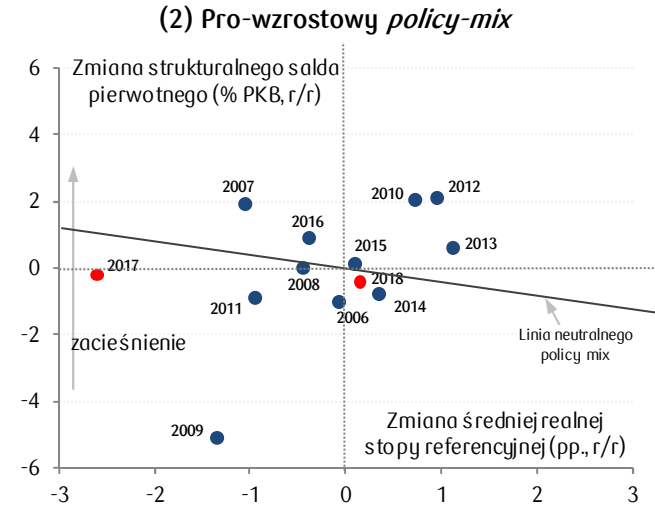
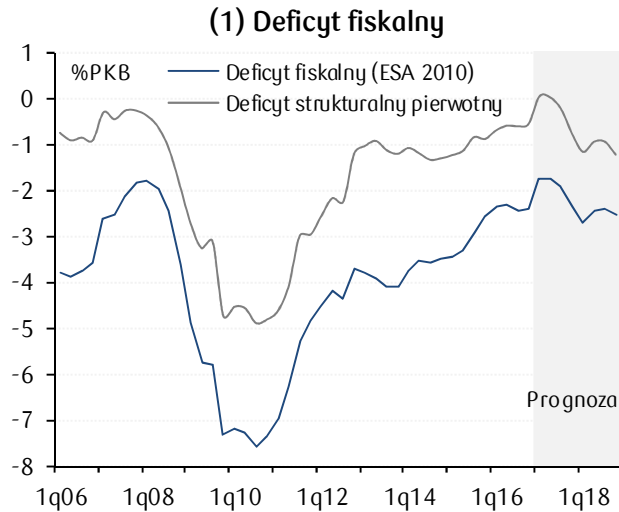
(3) Cel inflacyjny w zasięgu



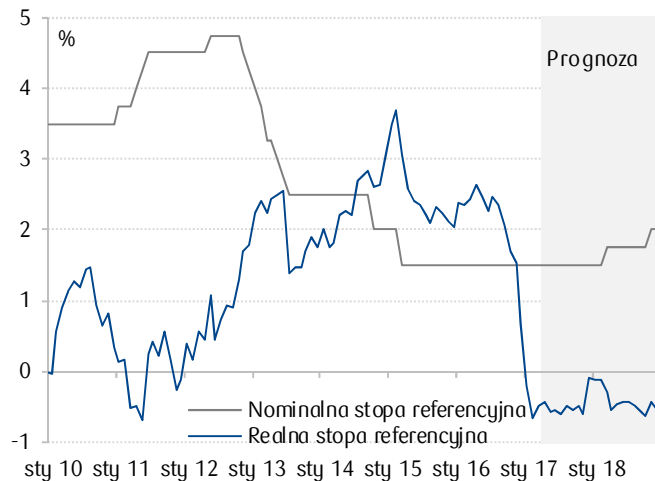
- **Oczekujemy, że w dalszej części roku inflacja CPI pozostanie na poziomie zbliżonym do 2,0% r/r.** W grudniu źródłem jej przejściowego spadku będzie efekt wysokiej bazy dla cen paliw.
- Z biegiem roku nasilać się będzie proinflacyjne oddziaływanie rosnącej presji płacowej (wzrost kosztów i mocniejszy popyt), co będzie wywierać presję głównie na ceny usług. Również zamknięcie ujemnej luki popytowej (oczekujemy, że nastąpi to w 2h17) prowadzić będzie do **kontynuacji wzrostowego trendu inflacji bazowej (do 1,1% r/r na koniec 2017 r. i ok. 2% r/r w 2018 r.)**.
- W bliskim horyzoncie głównym źródłem ryzyka dla prognozy inflacji jest kształtowanie się cen owoców i warzyw (efekt majowych przymrozków może działać w stronę wyższej inflacji), a w średnioterminowej perspektywie największą niepewność generują ceny surowców i kurs PLN.

# Polityka pieniężna i fiskalna

## Najbardziej pro-wzrostowe *policy mix* od 2009 r.



### (3) Stopa referencyjna NBP: nominalnie vs. realnie\*



- Nadal przewidujemy, że RPP nie zmieni stóp procentowych co najmniej do końca 2017 r. Ustabilizowanie inflacji CPI poniżej celu przy rosnącej, ale wciąż niskiej inflacji bazowej daje przestrzeń do utrzymywania akomodacyjnej polityki pieniężnej.
- Sądzimy, że głównym czynnikiem, który mógłby skłonić Radę do zmiany nastawienia na bardziej restrykcyjne, może być wyraźne wzmocnienie wzrostu wynagrodzeń i ryzyko powstania spirali płacowo-cenowej. Ponieważ obecnie dynamika płac pozostaje umiarkowana, uważamy, że przestrzeń do zacieśnienia polityki pieniężnej zarysuje się dopiero w 2018 r.
- Rosnąca absorpcja środków UE będzie się przekładać na wyższe wydatki sektora finansów publicznych. Cykliczna poprawa dochodów oraz kontynuacja uszczelniania systemu podatkowego pozwolą jednak na utrzymanie dyscypliny fiskalnej. Szacujemy, że w 2017 deficyt fiskalny (ESA) nieznacznie się poprawi (2,3% PKB).

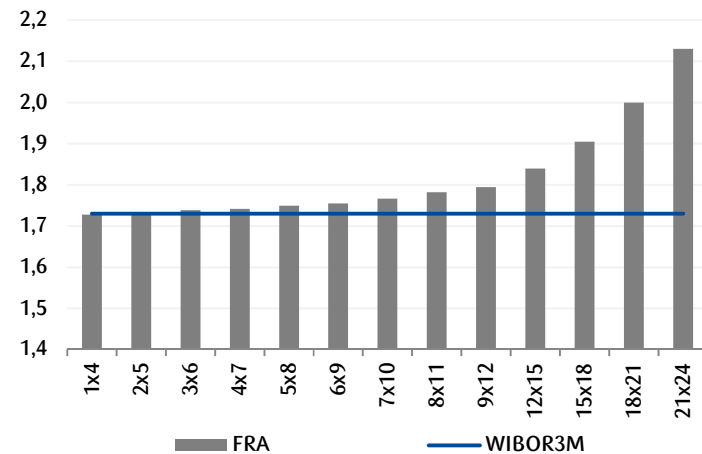
\* przy założeniu ścieżki inflacji PKO Banku Polskiego.

## Perspektywy dla rynków finansowych

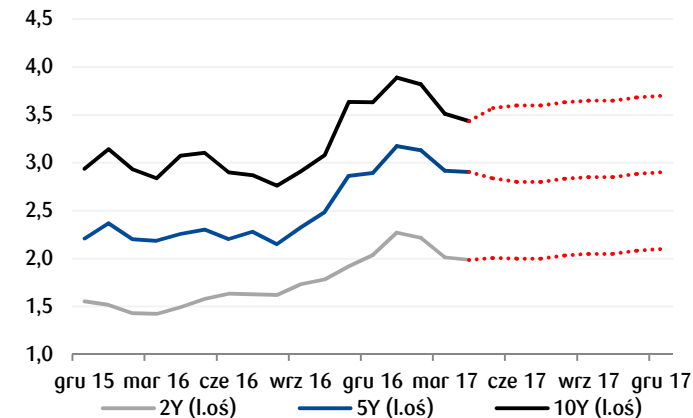


# 2017 rok przyniesie lekki wzrost rentowności polskich obligacji

Rynek FRA zakłada stabilizację stóp do końca 2017 r.



Rentowności polskich 10-letnich obligacji skarbowych mogą wzrosnąć na koniec 2017 r. w okolicie 4,0%.



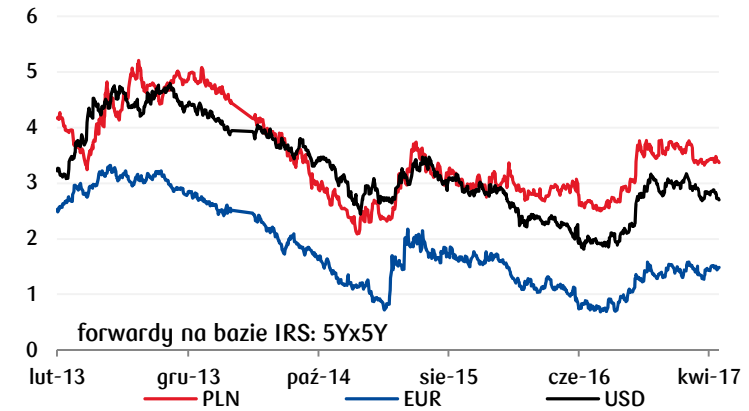
- Prognozujemy, że w perspektywie najbliższych kilku miesięcy rentowności polskich obligacji skarbowych w sektorze 2-letnim będą rosły zbliżając się do 2,20%, w 5-letnim do 3,10%, a 10-letnim do 3,75%.
- Za takim scenariuszem przemawiają: przyspieszenie PKB (nawet w okolicie 4,0% w całym 2017 r.), inflacja w pobliżu celu NBP, dalszy wzrost inflacji bazowej, a także presja na odpływ globalnego kapitału z rynków wschodzących w związku z podwyżkami stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.
- Utrzymująca się w kolejnych kwartałach wysoka podaż papierów skarbowych na rynku pierwotnym i preferencja przez Ministerstwo Finansów emisji długoterminowych obligacji będą oddziaływać w kierunku stromienia krzywej dochodowości.
- Negatywny wpływ na rynek długu będzie też miał zbliżający się moment wycofania wsparcia monetarnego przez EBC. Bank centralny zapewne będzie skupował aktywa finansowe w obecnej skali do końca 2017 r., a dopiero w 2018 r. zacznie wygaszać program. Podwyżki stóp procentowych, z wyjątkiem kosmetycznej korekty stopy depozytowej, mogą nastąpić, naszym zdaniem, najwcześniej w 2019 r.
- W końcówce roku rentowności polskich obligacji skarbowych powinny dalej rosnąć osiągając w grudniu w sektorze 2-letnim 2,30%, w 5-letnim 3,30%, a w 10-letnim 3,90%.

# Wysoka inflacja, podaż obligacji i ryzyko zmiany nastawienia przez banki centralne będą osłabiać polski rynek długu

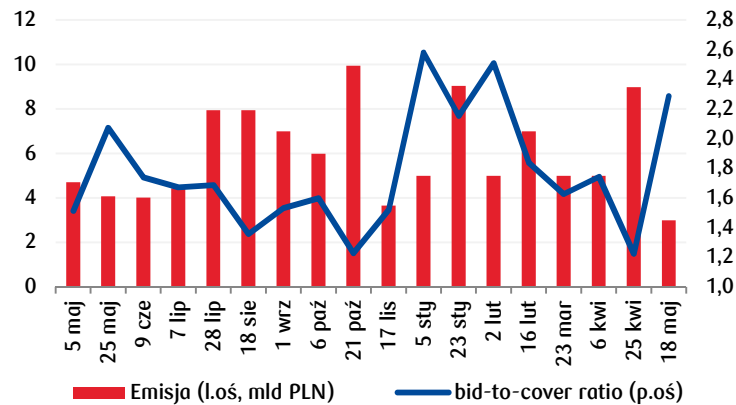
Oczekiwane w 2018 r. podwyżki stóp NBP determinować będą stromienie krzywej dochodowości obligacji (2Y10Y)



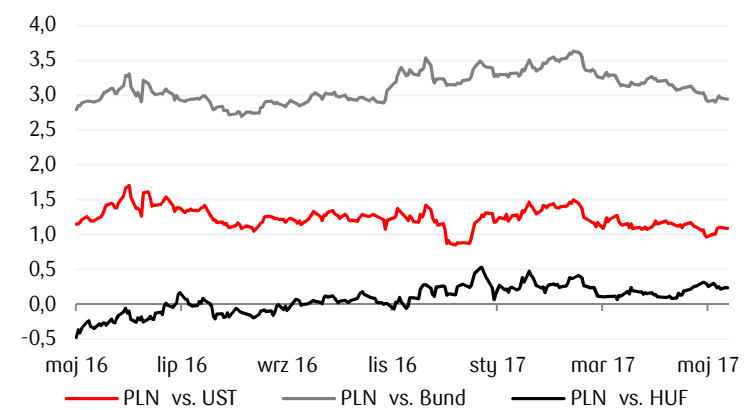
Prawdopodobne dalsze wzrosty rentowności na rynkach bazowych będą ciężać polskim obligacjom.



Wysoka podaż aukcjach obligacji skarbowych

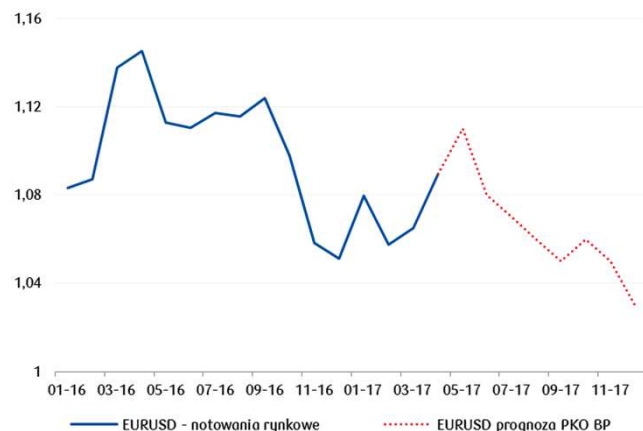


Wysokie spready pomiędzy rentownościami polskich obligacji (10Y) i ich odpowiedników z rynków bazowych.

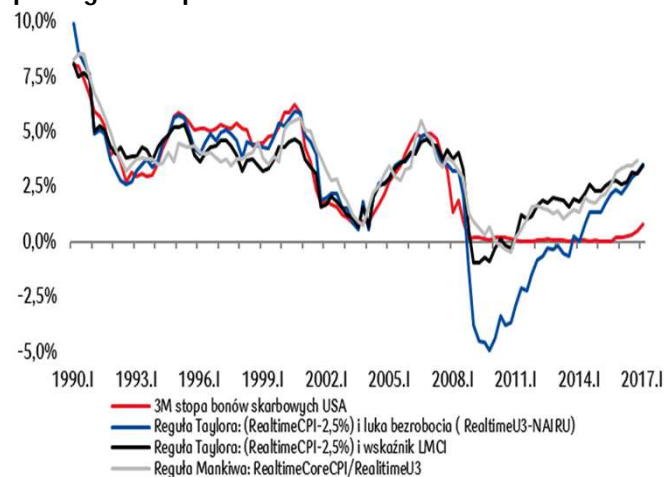


## EUR/USD ~1,10 na półroczu a na koniec roku ~ 1,03

Kurs EURUSD wraz z prognozami do końca 2017 roku



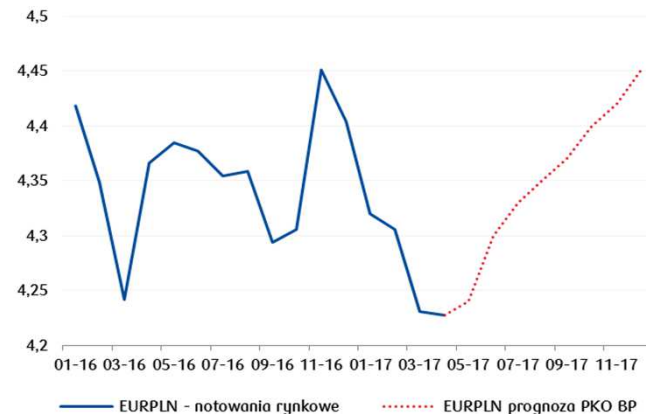
Reguły polityki monetarnej wskazują na dalsze podwyżki stóp w USA



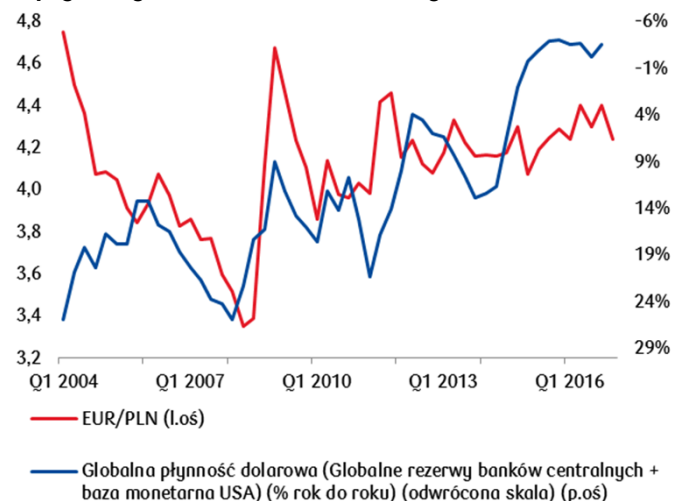
- Zakładamy, że negatywne oddziaływanie pogłosek o możliwym impeachmentcie D. Trumpa które wyniosły kurs EUR/USD na bieżące poziomy zacznie stopniowo wygasać w kolejnych miesiącach (republikańska większość w Kongresie nie dopuści do impeachmentu, gdyż uderzyłby on w całą formację polityczną) co będzie sprzyjać powrotowi wiary rynków w możliwość realizacji sztandarowych projektów gospodarczych D. Trumpa (potencjalnie proinflacyjnego, sprzyjającego dalszym podwyżkom stóp) oraz powrotowi aprecjacji dolara. Sprzyjać jej również będzie czerwcową podwyżką stóp w USA oraz wraz z jastrzębim komunikatem odnośnie dalszych perspektyw zacieśniania polityki monetarnej w USA (stopy + redukcja bilansu pod koniec roku), a także łagodne nastawienie EBC w kwestii polityki monetarnej w 2017 roku.
- Do końca 2017 roku oczekujemy, że kurs EUR/USD będzie w trendzie spadkowym aczkolwiek ze względu na powstałe zmieszanie wokół Trumpa do końca roku paritet raczej nie zostanie już osiągnięty. Aprecjacji dolara będzie sprzyjać prawdopodobne ogłoszenie przez Fed stopniowej redukcji bilansu od 2018 roku (efekt prodolarowy od strony płynnościowej) oraz zapowiedź jego kontynuowania wraz z dalszymi podwyżkami stop procentowych. Zakładamy również, że w grudniu EBC ogłosi, że wraz z końcem 2017 roku nie zakończy programu skupu aktywów ale będzie go kontynuował w 2018, chociaż w mniejszym, stopniowo redukowanym zakresie. Te czynniki powinny do końca 2017 roku wzmacniać dolara względem euro.

# EUR/PLN ~ 4,30 na półrocze a na koniec roku ~ 4,45

Kurs EUR/PLN wraz z prognozami do końca 2017 roku



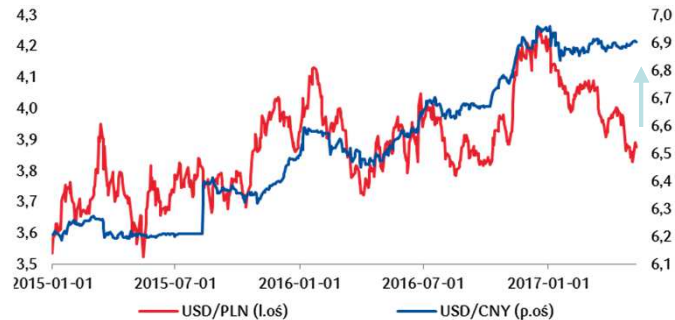
Spadająca płynność dolarowa poza USA zwiększa presję na deprecjację walut rynków wschodzących, w tym i polskiego złotego. Podwyżki stóp w USA oraz stopniowa redukcja bilansu Fed-u dodatkowo wzmocnią wpływ tego efektu na kurs złotego.



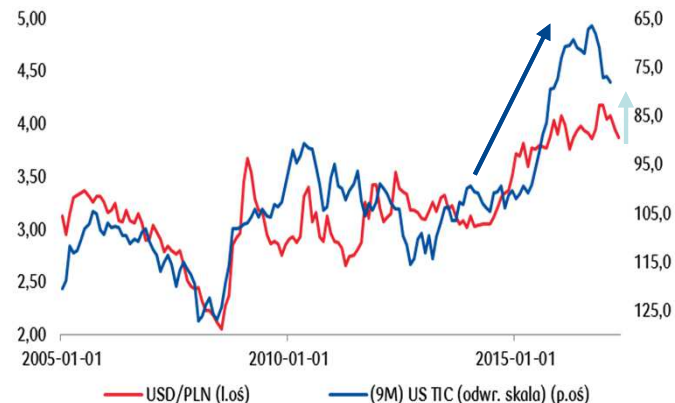
- Stopniowe wygasanie plotek o możliwym impeachmentie D. Trumpa (szkodliwy z punktu widzenia interesów większości Republikańskiej), które pomogły walutom rynkom wschodzącym, w tym również złotemu (m.in. spadek ryzyka protekcjonizmu w USA, który potencjalnie uderza w koszyk walut rynków wschodzących) powinno w kolejnych miesiącach powodować ponowny wzrost wiary rynków finansowych w możliwość praktycznej realizacji wyborczego programu gospodarczego D. Trumpa (potencjalnie proinflacyjnego) sprzyjając nawrotowi do deprecjacji złotego wobec euro. Czerwcowe podwyżki stóp procentowych w USA oraz jastrzębi komunikat Fed-u odnośnie dalszych perspektyw zacieśniania polityki monetarnej w USA (stopy + zbliżająca się redukcja bilansu Fed-u) powinny sprzyjać osłabieniu kursu złotego wobec euro do około 4,30 na koniec pierwszego półrocza.
- Do końca 2017 roku kurs EUR/PLN powinien osiągnąć okolice 4,45 w wyniku stopniowego spowolnienia gospodarki Chin (m.in. na skutek realizowanej polityki ograniczania podaży kredytu w celu powstrzymania dalszego pompowania bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości) oraz zacieśniania polityki monetarnej w USA. Spowolnienie rynków wschodzących dodatkowo zmniejszy płynność dolara na światowych rynkach zwiększając pod koniec roku presję na deprecjację koszyka walut rynków wschodzących, w tym i polskiego złotego

# USD/PLN ~ 3,98 na półrocze, a na koniec roku ~ 4,36

Kurs USD/PLN na tle kursu USD/CNY. Przyzwolenie na deprecjację juana wobec dolara w reakcji na spowolnienie w Chinach wywiera negatywną presję na waluty rynków wschodzących, w tym i złotego.



Spowolnienie rynków wschodzących i relatywnie niskie ceny surowców powodują spadek globalnej płynności dolarowej co skutkuje globalną presją na aprecjację dolara. Efektem ubocznym tego procesu jest niższy zagraniczny popyt na amerykańskie obligacje skarbowe (wzrost na wykresie).



- Spowolnienie w Chinach oraz idąca za tym deprecjacja juana wobec dolara (odpływ kapitału + świadoma polityka władz chińskich osłabiania waluty w celu zwiększenia konkurencyjności eksportu) negatywnie wpływają na sentyment inwestycyjny wobec innych walut rynków wschodzących, w tym i wobec polskiego złotego.
- Podwyżki stóp procentowych w USA oraz prowadzona w ostatnim czasie przez chińskie władze monetarne polityka delewarowania (ukierunkowania na powstrzymanie dalszego wzrostu bańki spekulacyjnej na tamtejszym rynku nieruchomości) przełożą się, naszym zdaniem, na dalsze spowolnienie gospodarcze w Państwie Środka oraz wzrost presji na deprecjację polskiego złotego w perspektywie półrocza i końca roku 2017.
- Spowalniające rynki wschodzące i relatywnie niskie ceny surowców powodują spadek globalnej płynności dolarowej, której efektem ubocznym jest nie tylko presja na aprecjację dolara ale również spadek zagranicznego popytu na amerykańskie obligacje skarbowe. Ten ostatni czynnik będzie przyczyniał się do wzrostu amerykańskich rynkowych stóp procentowych. Wygasanie plotek o możliwym impeachmentie D. Trumpa oraz powrót wiary rynków w praktyczną realizację jego wyborczego programu gospodarczego będą sprzyjać aprecjacji dolara wobec złotego do końca 2017 roku.