

### Ponad 6% wzrostu PKB

- W poprzednim Kwartalniku Ekonomicznym („[To, co spadło, musi wzrosnąć](#)”, 10 lutego 2017) wskazywaliśmy, że bilans czynników ryzyka dla naszej prognozy PKB stał się wyraźnie asymetryczny w górę. Z rewizją czekaliśmy na publikację miesięcznych danych za styczeń-marzec, które okazały się lepsze od naszych relatywnie optymistycznych przewidywań. Rewidujemy w górę naszą prognozę realnej dynamiki PKB w tym roku z 3,2% do 3,9% i prognozujemy, że w 2018 r. przekroczy 4% (nominalnie 6%).
- Odnotowane w marcu przyspieszenie i struktura wzrostu wynagrodzeń potwierdzają, że **presja płacowa nasila się**. Popyt na pracę pozostaje silny, a wyczerpujące się zasoby pracy będą powodować dalsze przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w trakcie 2017 i w 2018 r. Stopa bezrobocia obniży się do rekordowo niskich poziomów (4,7% w 2017 r. i 4,2% w 2018 r.).
- Pomimo marcowego spadku, **inflacja CPI nie powiedziała jeszcze ostatniego słowa**. Co prawda, efekty powrotu importowanych warzyw na krajowy rynek mogą jeszcze negatywnie wpływać na odczyt inflacji za kwiecień, ale w kolejnych miesiącach inflacja powinna przekroczyć swoje tegoroczne maksimum z lutego. Niemniej o osiągnięciu celu inflacyjnego będzie trudno. Malejąca presja cenowa ze strony coraz wolniej rosnących cen towarów będzie równoważona przez wyższe ceny usług, co w efekcie wypłaszczy ścieżkę CPI niemal w całej drugiej połowie roku. Przyspieszenie dynamiki PKB (wzrost presji popytowej) oraz narastająca presja kosztowa przełożą się na stopniowy wzrost inflacji bazowej, ale dopiero w 2h18 przekroczy ona 2%.
- Przy wciąż ograniczonej fundamentalnej presji inflacyjnej **stopy procentowe NBP pozostaną na obecnym poziomie co najmniej do początku 2018 r.**, nawet mimo znacznego wzrostu dynamiki PKB. Gołębie komentarze z RPP, umocnienie złotego oraz jedynie stopniowy wzrost inflacji bazowej wskazują na rosnące ryzyko przesunięcia pierwszej podwyżki stóp na 2h18. Kluczowa dla ewentualnej zmiany retoryki Rady będzie projekcja NBP w lipcu br.
- **Deficyt fiskalny pozostaje pod kontrolą** (-2,3% PKB w 2017 r. oraz -2,6% PKB w 2018 r.), a zwiększenie wydatków publicznych wraz ze wzrostem absorpcji środków UE będą zneutralizowane przez cykliczną poprawę dochodów (wraz ze znacznym wzrostem nominalnej dynamiki PKB). Począwszy od 2017 r. dług publiczny będzie się stopniowo obniżać (do 53,7% PKB w 2017 r. i 53,2% PKB w 2018 r.).
- Wzrost popytu wewnętrznego przekłada się na odbicie importu. Jednocześnie jednak ożywienie światowego handlu sprzyjać będzie dalszej ekspansji eksporterów, a tym samym saldo obrotów towarowych będzie się obniżać powoli. To, wraz z rosnącymi transferami zarobkowymi za granicę, będzie powodować niewielki wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących.

#### Główny Ekonomista

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

#### Zespół Analiz Makroekonomicznych

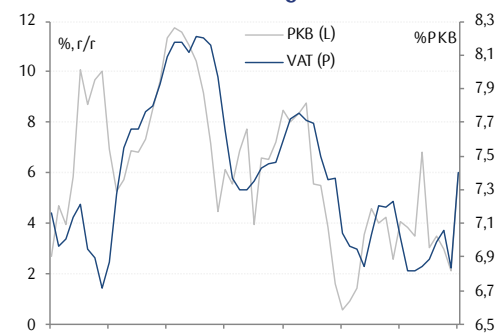
analizy.makro@pkobp.pl

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

#### Wzrost PKB\* a dochody z VAT



Źródło: GUS, MF, PKO Bank Polski; \*nominalnie.

#### Polska: Główne wskaźniki makroekonomiczne – trendy i prognozy

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2017	2018
Realny PKB (% r/r)	2,9	3,0	2,4	2,5	3,9	3,7	4,0	3,9	3,9	4,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	7,0	6,2	5,9	5,5	6,2	5,4	4,8	4,7	4,7	4,2
Inflacja CPI† (% r/r)	-0,9	-0,8	-0,5	0,8	2,0	2,1	2,0	1,6	1,6	2,6
Inflacja bazowa† (% r/r)	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,6	0,9	1,1	1,1	1,1	2,2
Deficyt obrotów bieżących (% PKB)	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,7
Deficyt fiskalny (% PKB) <sup>†*</sup>	-2,4	-2,3	-2,4	-2,4	-1,8	-1,7	-1,9	-2,3	-2,3	-2,6
Dług publiczny (% PKB) <sup>†*</sup>	51,8	53,5	53,2	54,4	54,1	53,9	53,7	53,7	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	2,00

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 podstawie miesięcznych danych za styczeń-marzec szacujemy, że wzrost PKB w 1q17 przyspieszył do 3,9% r/r. Koniunktura w głównych gałęziach gospodarki istotnie poprawiła się względem 4q16: wyraźnie odbił wzrost produkcji w przemyśle, a dynamika produkcji budowlanej po 5 kwartałach spadku wyszła na plus. Mimo odbicia inflacji, przyspieszył realny wzrost sprzedaży detalicznej (i konsumpcji). Dwucyfrowe wzrosty w handlu hurtowym oraz w transporcie sugerują, że oprócz popytu krajowego w 1q17 wyraźnie wzrósł również eksport towarów i usług. Szereg wskaźników, w tym rosnąca wartość leasingu (o 12,7% r/r w 1q17) sugeruje, że dynamika inwestycji ogółem już w 1q17 powróciła powyżej zera.

### Prognoza średnioterminowa

W poprzednim Kwartalniku Ekonomicznym („[To, co spadło, musi wzrosnąć](#)”, 10 lutego 2017) wskazywaliśmy, że bilans czynników ryzyka dla naszej prognozy PKB stał się wyraźnie asymetryczny w górę. Z rewizją czekaliśmy na publikację miesięcznych danych za styczeń-marzec, które okazały się lepsze od naszych relatywnie optymistycznych prognoz. W efekcie, **rewidujemy w górę naszą prognozę realnej dynamiki PKB w tym roku z 3,2% do 3,9% i prognozujemy, że w 2018 r. wzrost gospodarczy przekroczy 4%**. Dobre wyniki rynku pracy (mimo że pogoda nie była zbyt sprzyjająca pracom sezonowym), w tym przyspieszenie spadkowego trendu bezrobocia oraz wyraźny wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, wskazują, że rosną inwestycje niezwiązane z funduszami UE. Biorąc pod uwagę, że negatywny efekt końca „starego” budżetu UE na inwestycje wygasł w 4q16, **dynamika nakładów brutto na środki trwałe była wg nas dodatnia już w 1q17, a w kolejnych kwartałach będzie rosła** (przy szczycie absorpcji środków z nowej perspektywy finansowej UE w latach 2018-2019). Poprawa dochodów gospodarstw domowych, rekordowo dobre nastroje konsumentów oraz rozłożenie efektów 500+ w czasie będą się przekładać na **utrzymanie wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego**, mimo wyraźnego odbicia inflacji. Wskazywane przez nas od kilku miesięcy silne ożywienie w handlu światowym utrwaliło się. Efektem tego jest wyższy niż się spodziewaliśmy wzrost eksportu, który mimo coraz szybszego wzrostu popytu krajowego, będzie przeważać nad wzrostem importu. W rezultacie, eksport netto nadal będzie miał pozytywny wkład do wzrostu PKB w 2017 r. Dopiero w 2018 r. stanie się lekko ujemny przy dalszym wzmocnieniu popytu krajowego.

### Czynniki ryzyka dla prognozy

Głównymi czynnikami ryzyka są: (1) tempo globalnego wzrostu (strefa euro, Chiny, USA), (2) wzrost ryzyka politycznego (por. Dziennik Ekonomiczny: [Kalendarz polityczny Europy](#)); (3) tempo absorpcji środków UE.

### Sfera realna

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2017	2018
Realny PKB (% r/r)	2,9	3,0	2,4	2,5	3,9	3,7	4,0	3,9	3,9	4,1
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,4	1,8	2,7	1,7	3,3	3,3	3,5	3,7	3,5	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,4	3,4	4,1	4,5	4,3	4,1	3,9	3,7	4,0	3,4
Sprzedaż krajowa (% r/r)	1,6	1,9	1,8	-0,6	3,1	3,0	3,1	3,2	3,1	3,9
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-9,8	-4,5	-6,7	-9,8	0,5	2,1	4,5	6,3	4,0	7,9
Publiczne <sup>‡</sup> (% r/r)	-34,2	-10,7	-12,4	-29,5	0,0	6,7	7,3	17,9	10,0	14,1
Prywatne <sup>‡</sup> (% r/r)	-3,2	-2,8	-4,9	-3,9	0,6	1,0	3,7	3,8	2,6	6,3
Zapasy (pkt. proc.)	1,8	-0,1	0,9	2,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,3	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,5	1,2	-0,3	0,8	0,6	0,5	0,5	0,2	0,4	-0,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3,0	5,7	2,5	1,5	7,3	1,3	4,6	4,4	4,2	5,3
Potencjalny PKB <sup>‡</sup> (% r/r)	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,4	3,5

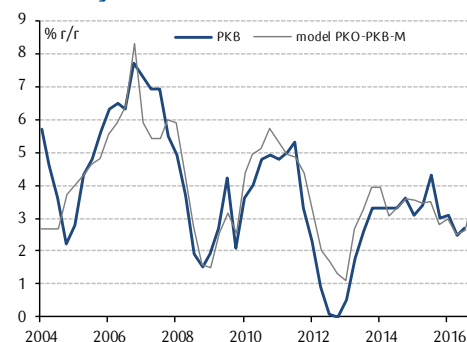
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. <sup>‡</sup>szacunki własne.

### Aktywność gospodarcza w 1q17

	4q16	1q17
Przemysł	1,5	7,3
Budownictwo	-13,6	3,9
Sprzedaż detaliczna	6,5	7,1
Sprzedaż hurtowa*	9,2	18,0
Sprzedaż usług transportowych	9,1	13,9
Płace <sup>^</sup>	3,4	4,3
Zatrudnienie <sup>^</sup>	3,1	4,5
Stopa bezrobocia <sup>#</sup>	-1,4	-1,8
Kredyty konsumpcyjne (skor. o FX)	7,5	7,4
Kredyty mieszkaniowe (skor. o FX)	5,4	5,4
Kredyty przedsiębiorstw (skor. o FX)	4,5	6,2

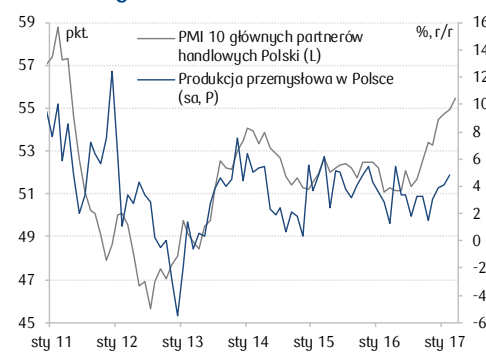
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. \*nominalnie; <sup>^</sup>sektor przedsiębiorstw; <sup>#</sup>pp, r/r.

### Miesięczne proxy wzrostu PKB [PKO-PKB-M]



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### PMI dla 10 głównych partnerów handlowych Polski



Źródło: Datastream, GUS, PKO Bank Polski.

## (2). Rynek pracy

### • Trendy bieżące

W trakcie 1q17 utrzymały się pozytywne trendy na krajowym rynku pracy. Wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach wyraźnie przyspieszył, przy czym dane odzwierciedlają efekt statystyczny (aktualizacja próby badanych firm od stycznia) i oznaczają, że prawdopodobnie sytuacja na rynku pracy mogła być istotnie lepsza już w 2016 r. Ponadto, wysoki wzrost zatrudnienia etatowego w firmach może odzwierciedlać połączenie „ozusowania” umów cywilnoprawnych z wprowadzeniem minimalnej płacy godzinowej. Zbliżenie kosztów umów „śmieciowych” i umów o pracę w sytuacji braku rąk do pracy i spadku tempa imigracji (sugerowanego przez spadek ruchu na granicy polsko-ukraińskiej) mogło skutkować zaoferowaniem pracownikom stabilniejszych form zatrudnienia. Marcowy, zaskakująco wysoki, wzrost płac (5,2% r/r; 6,1% r/r z wył. górnictwa) oznacza, że **presja płacowa zaczęła się przekładać na rzeczywisty wzrost wynagrodzeń.**

### • Prognoza średnioterminowa

Utrzymanie się bieżącego trendu wzrostowego wynagrodzeń sugeruje, że dynamika płac nominalnych przyspieszy w okolice 6% (a w sektorze przedsiębiorstw powyżej 7%) na koniec 2017 r i będzie dalej rosnąć w trakcie 2018 r. Wzrostowi płac sprzyjać będą coraz większe niedobory podaży pracy. Niekorzystne zmiany demograficzne były do tej pory rekompensowane przez napływ migrantów, głównie z Ukrainy, który opóźnił proces spadku liczby osób w wieku produkcyjnym o ok. 4-5 lat. Oczekiwane wprowadzenie przez UE w połowie roku ruchu bezwizowego dla obywateli Ukrainy może spowodować ich odpływ z Polski do innych krajów Unii. Na razie nie zakładamy, by przybrał on gwałtowny charakter, choć nie można tego wykluczyć (por. Poland Macro Weekly [Immigration down, wages up?](#), 10 lutego 2017). Gdyby odpływ pracowników przybierał na sile, to rosłoby prawdopodobieństwo dalszego wzmocnienia dynamiki wynagrodzeń. Czynnikiem ograniczającym podaż pracy jest obniżenie wieku emerytalnego. Utrzymujący się popyt na pracę w obliczu coraz wyższego wzrostu gospodarczego oraz kurczących się zasobów pracy spowoduje, że dynamika pracujących w gospodarce będzie niska, a brakujące zasoby pracy będą uzupełniane m.in. przez ich realokację z rolnictwa do innych gałęzi gospodarki.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

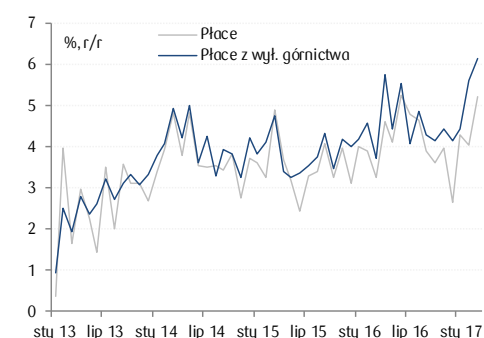
Główne czynniki ryzyka dla prognozy to: (1) skala i trwałość migracji z/do Polski; (2) decyzje płacowe pracodawców wobec wyczerpywania się wolnej podaży pracy (brak istotnej poprawy wyników finansowych może utrwalić politykę stabilizowania kosztów i osłabiać wzrost płac, przy możliwej zwiększonej rotacji pracowników).

### Rynek pracy

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2017	2018
Pracujący BAEL (mln osób)	16,0	16,2	16,3	16,3	16,0	16,2	16,3	16,4	16,2	16,3
Pracujący BAEL (% r/r)	1,1	1,2	0,2	0,3	0,2	0,0	0,5	0,2	0,2	0,2
Bezrobotni BAEL (mln osób)	1,2	1,1	1,0	1,0	1,1	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	7,0	6,2	5,9	5,5	6,2	5,4	4,8	4,7	4,7	4,2
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,1	56,2	56,3	56,3	55,9	56,0	56,2	56,2	56,0	55,7
Płace nominalne gospodarka narodowa (% r/r)	3,1	4,3	4,1	3,7	4,3	4,3	5,0	5,8	4,9	6,4
ULC (% r/r)	1,7	2,5	1,9	1,5	0,5	0,6	1,5	2,1	1,2	2,5
Wydajność pracy (% r/r)	1,4	1,8	2,2	2,2	3,8	3,7	3,5	3,7	3,7	3,9

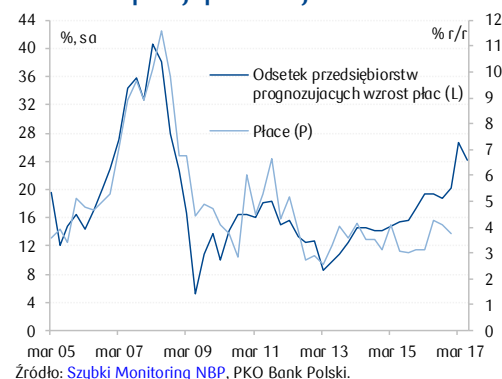
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Płace\* z/ bez górnictwa



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. \*sektor przedsiębiorstw.

### Nasilenie presji płacowej



Źródło: Szybki Monitoring NBP, PKO Bank Polski.

### (3). Procesy inflacyjne

#### • Trendy bieżące

Inflacja CPI w 1q17 kontynuowała mocny trend wzrostowy (rosnąc do 2,0% r/r z 0,2% r/r w 4q16). Gwałtowna fala wzrostu dynamiki cen wynikała w dużej mierze z efektu niskiej bazy oraz działania czynników egzogenicznych (żywność, paliwa). Odwrócenie tych efektów doprowadziło w marcu do wyhamowania inflacji (2,0% r/r vs 2,2% w lutym). Jednocześnie, rozpoczął się trend wzrostowy inflacji bazowej, która przyspieszyła do 0,6% r/r w marcu z 0,0% r/r w grudniu.

#### • Prognoza średnioterminowa

Uważamy, że inflacja CPI może jeszcze w tym roku przejściowo wzrosnąć. Jej obniżenie w marcu wynikało z odwrócenia dynamiki cen warzyw, która na początku roku była stymulowana niską podażą (na skutek przymrozków). Naszym zdaniem trend wzrostowy inflacji CPI do końca tego roku zostanie zatrzymany i nie spodziewamy się, aby inflacja CPI osiągnęła w tym roku cel NBP (2,5%). W drugiej połowie roku inflacja ustabilizuje się w przedziale 2,0-2,3%, aby w grudniu spaść poniżej 2,0% na skutek silnych efektów wysokiej bazy. Średnioroczna inflacja w 2017 r. wyniesie ok. 2,0%.

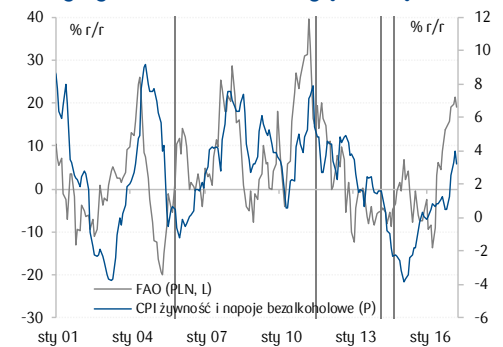
W drugiej połowie 2017 r. coraz większą rolę odgrywać będzie wzmocnienie „fundamentalnej” presji inflacyjnej (wzrost kosztów pracy, zamknięcie ujemnej luki popytowej), które będą neutralizowały spowolnienie dynamiki cen paliw i żywności (szybszy wzrost cen usług vs wolniejszy wzrost cen towarów). Inflacja bazowa będzie rosła stopniowo, aby na koniec 2017 r znaleźć się powyżej 1%, a w 2h18 zbliżyć się do 2,5%. Pomimo istotnej rewizji w górę prognozy PKB, nie rewidujemy w górę ścieżki inflacji bazowej. Dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostanie bowiem ograniczona, łagodząc presję cenową. Dodatkowo, na dynamikę cen deflacyjnie wpływa umocnienie złotego.

Uważamy, że inflacja PPI nie odnotowała jeszcze swojego najwyższego poziomu w tym roku i wzrośnie powyżej 5,0%, niemniej efekty wysokiej bazy (widoczne w szczególności pod koniec roku) zepchną ją w grudniu w okolice 2,5-3% r/r.

#### • Czynniki ryzyka dla prognozy

Podstawowym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy inflacji są zmiany kursu złotego, a także globalnych cen surowców. Istotnym czynnikiem ryzyka („w górę”) pozostają regulacje („Prawo wodne”, podatek handlowy) oraz ceny żywności (kwietniowe przymrozki mogą się negatywnie odbić na krajowej podaży owoców). Niepewna jest także skala wzrostu presji inflacyjnej płynącej z rynku pracy.

#### Ceny żywności nadal mogą rosnąć



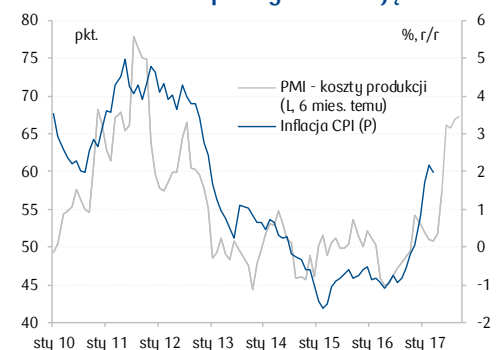
Źródło: GUS, FAO, PKO Bank Polski. Uwaga: pionowe linie oznaczają terminy wprowadzenia rosyjskiego embarga na polską żywność: październik 2005 r. (mięso), czerwiec 2011 r. (warzywa z UE), luty 2014 r. (mięso), lipiec 2014 r. (owoce i warzywa).

#### Napięcia na rynku pracy podbijają inflację bazową



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.

#### Wzrost kosztów podsyca inflację CPI



Źródło: Reuters Datastream, NBP, PKO Bank Polski.

#### Procesy inflacyjne

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

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

## (4). Równowaga zewnętrzna

### Trendy bieżące

Saldo rachunku obrotów bieżących (CAB) wyniosło w lutym +0,1% PKB (w ujęciu 12-mies.). Od przełomu roku widoczne jest odbicie trendu handlu zagranicznego, co związane jest z poprawą światowej koniunktury. Towarzyszący temu spadek nadwyżki handlowej (do 0,2% PKB w lutym, w ujęciu 12-mies. z 0,5% PKB w 2016 r.) wynika z wyraźnego przyspieszenia dynamiki importu. Po wzroście pod koniec roku wyhamował napływ środków z UE, pogarszając saldo rachunku kapitałowego. **Na początku roku nastąpił spadek nadwyżki na rachunku finansowym** na skutek obniżenia bezpośrednich inwestycji zagranicznych (głównie po stronie instrumentów dłużnych) oraz spadku zobowiązań NBP wobec zagranicy.

### Prognoza średnioterminowa

Poprawa światowej koniunktury i popytu zewnętrznego przyczyni się do istotnego przyspieszenia dynamiki eksportu w 2017 r. Niemniej, z uwagi na odbicie cen surowców oraz szybszy wzrost PKB (w szczególności inwestycji) w Polsce dynamika importu będzie wyższa niż eksportu (w ujęciu nominalnym), co doprowadzi do **zbilansowania wymiany towarowej**. Oprócz tego czynnikiem osłabienia salda CAB będą rosnące transfery pracowników za granicę, stanowiące konsekwencje dynamicznego napływu imigrantów zarobkowych do Polski. Powyższe dwie tendencje będą widoczne również w 2018 r. Oczekujemy, że wraz ze wzrostem absorpcji środków z UE będzie rosła nadwyżka na rachunku kapitałowym, co przy jednoczesnym wzroście salda bezpośrednich inwestycji zagranicznych będzie wspierało proces ograniczenia relacji zadłużenia zagranicznego do PKB. Stabilizacja kondycji instytucji finansowych w UE oraz wzrost udziału polskiego kapitału w strukturze lokalnego sektora bankowego przyczynią się do wyhamowania odpływu finansowania zagranicznego z banków.

### Czynniki ryzyka dla prognozy

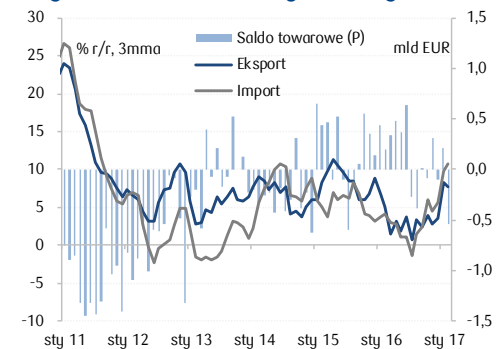
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy salda CAB są: (1) koniunktura w strefie euro, (2) zmiany kursowe, (3) ceny surowców (w tym ropy), (4) Brexit i (5) skala protekcjonizmu polityki D.Trumpa i jej wpływ na zachowania innych państw.

### Równowaga zewnętrzna

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2017	2018
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,7
Bilans handlowy (% PKB)	0,4	0,7	0,7	0,5	0,2	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,4
Eksport (% r/r)	1,4	3,8	2,1	3,4	9,9	5,8	6,6	6,8	7,3	6,2
Import (% r/r)	2,8	1,1	1,9	5,6	12,1	6,1	7,7	8,3	8,5	7,4
Saldo usług (% PKB)	2,6	2,8	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,7
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,7	-3,8	-3,8	-3,7	-3,5	-3,3	-3,2	-3,6	-3,6	-4,0
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,1	1,8	0,8	1,1	0,6	1,5	2,0	2,2	2,2	2,4
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	0,6	1,5	2,6	4,6	2,6	1,8	1,7	2,0	2,0	2,0
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	2,2	2,5	2,2	1,1	0,7	0,7	0,9	1,6	1,6	1,9
Inwestycje portfelowe udziałowe (%PKB)	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Przepływy generujące zadłużenie (% PKB)	-1,9	-3,9	-4,0	-6,9	-4,6	-5,0	-5,7	-6,4	-6,4	-6,2
Zmiana rezerw (% PKB)*	-0,5	-1,7	-2,3	-4,8	-2,9	-2,7	-2,9	-3,0	-3,0	-2,7
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,4	-1,1	-0,7	-0,5	-0,3	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	70,8	75,1	74,0	75,8	70,9	70,6	69,9	69,3	69,3	64,6
Sektor publiczny (% PKB)	29,7	32,8	31,5	32,3	30,2	30,1	29,8	29,6	29,6	27,6
Sektor prywatny (% PKB)	41,1	42,3	42,5	43,5	40,7	40,6	40,1	39,7	39,7	37,0

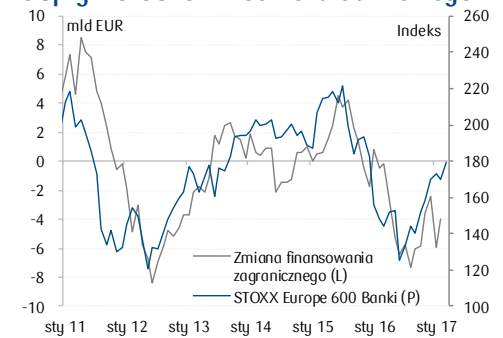
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; \*prezentacja jak w Bilansie Płatniczym - znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

### Ożywienie w handlu zagranicznym



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Odpływ środków z sektora bankowego



Źródło: NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

## (5). Polityka pieniężna

### • Trendy bieżące

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła w ostatnich miesiącach parametrów polityki monetarnej. Komunikacja Rady skupia się na sygnalizowaniu, że stopy procentowe NBP w najbliższych kwartałach pozostaną stabilne. Rada kontynuuje swoje dotychczasowe nastawienie nawet pomimo spadku realnych stóp procentowych poniżej zera. Gremium wskazuje na egzogeniczny charakter wzrostu inflacji (stymulowanej wzrostami cen paliw i żywności) i bazując na tym deklaruje chęć utrzymania stabilnych stóp nawet w trakcie 2018 r. Obniżenie inflacji CPI w marcu wyraźnie stłumiło oczekiwania na podwyżki stóp i wzmocniło gołębią argumentację RPP.

### • Prognoza średnioterminowa

Ożywienie gospodarcze w Polsce i przyspieszająca dynamika płac będą czynnikami, które przyczynią się do ponownego wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp. W połączeniu z wyraźną zmianą środowiska inflacyjnego w Polsce i na świecie, a także poprawą koniunktury na zachodzie Europy (i mniej gołębią retoryką EBC), czynniki te doprowadzą do zaostrzenia retoryki RPP, być może po kolejnej projekcji NBP dla PKB i inflacji w lipcu br. Na razie RPP nie będzie jednak zmieniała poziomu stóp procentowych, wskazując zdecydowanie na brak negatywnego wpływu ujemnych realnych stóp procentowych na gospodarkę. Uważamy, że dopiero trwały wzrost dynamiki PKB do ok. 4%, czego spodziewamy się w 2018 r., oraz rosnąca presja płacowa przyczynią się do wystarczająco silnego wzrostu inflacji bazowej, aby skłonić Radę do podwyżki stóp. Charakter i dynamika poprzednich trendów wzrostowych inflacji bazowej wskazują, że może do tego dojść najwcześniej na początku 2018 r. Niemniej, z uwagi na coraz bardziej gołębią retorykę członków Rady (w tym Prezesa NBP) rośnie ryzyko przesunięcia pierwszej podwyżki stóp na drugą połowę 2018 r., nawet w obliczu silnie przyspieszającego wzrostu PKB.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

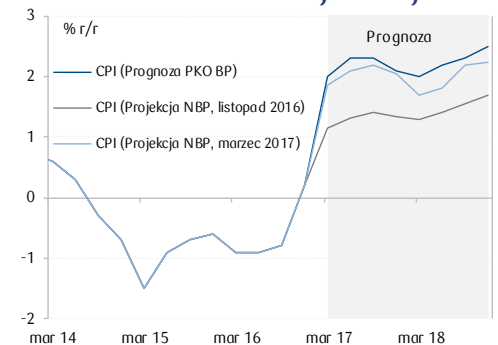
Główne czynniki ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) zmiany globalnych cen surowców i oczekiwanej ścieżki inflacji CPI, (2) zmiany kursu złotego, w szczególności jego umocnienie wraz z przyspieszeniem aktywności gospodarczej w Polsce oraz poprawą jej oceny kredytowej, (3) zmiany dynamiki PKB, w tym jej szybsze niż zakładamy przyspieszenie (4) presja płacowa (która może wzrosnąć, jeżeli po wprowadzeniu przez UE ruchu bezwizowego dla Ukraińców nastąpi ich zmasowany odpływ z polskiego rynku pracy) oraz popytowa presja inflacyjna.

## Polityka pieniężna

	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2017	2018
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	2,43	2,26	2,05	0,69	-0,49	-0,56	-0,55	-0,09	-0,09	-0,57
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	1,68	1,70	1,91	1,50	0,94	0,61	0,36	0,42	0,42	-0,24
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	3,00
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Stopa redysk. weksli(%)	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,25
Stopa rezerwy obowiązkowej (%)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
REER defl. CPI (% r/r)	-3,0	-5,2	-3,5	-3,5	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-1,4	-0,1
Nominalny PKB (% r/r)	3,0	3,5	3,0	2,1	6,0	5,8	6,1	5,9	6,0	6,2

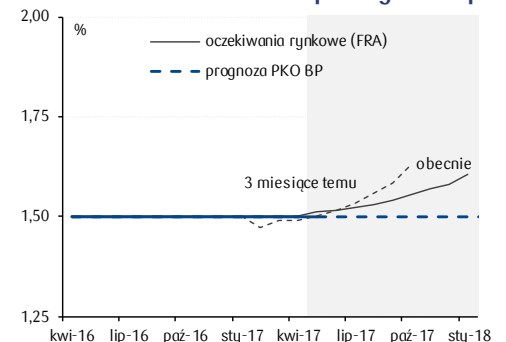
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

### NBP nadal nie doszacowuje inflacji



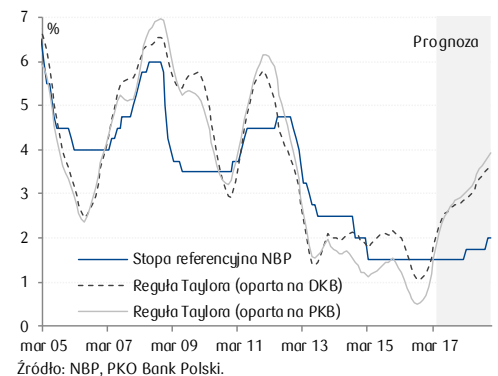
Źródło: NBP, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

### Oslabienie oczekiwań na podwyżki stóp



Źródło: NBP, Reuters, PKO Bank Polski.

### Reguła Taylora dla stopy referencyjnej NBP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

## (6). Polityka fiskalna

### • Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA) w 2016 r. obniżył się do 2,4% PKB, zbliżając się do historycznie niskich poziomów z przełomu 2007/2008. Deficytowi na szczeblu centralnym (2,6% PKB) towarzyszyła nadwyżka w sektorze samorządowym (0,2%). Dług publiczny (ESA) wzrósł do 54,4% PKB na koniec ubiegłego roku, z czego za 0,8% PKB przyrostu odpowiadała deprecjacja złotego. Co ciekawe, wydatki publiczne całego sektora (ESA) w 4q16 spadły o 0,1% r/r, a spadek wydatków miał miejsce drugi raz w historii, obok poprzedniego epizodu zacieśnienia fiskalnego na przełomie 2012/2013. Dane o wykonaniu budżetu państwa za pierwsze trzy miesiące 2017 r. pokazują, że wyraźnemu wzrostowi dochodów podatkowych (obok wzrostu bazy i poprawy ściągłości widać także efekty przesunięć i zmian harmonogramów płatności podatku VAT) towarzyszy jedynie niewielki wzrost wydatków budżetowych.

### • Prognoza średnioterminowa

Szacujemy, że w 2017 r. deficyt fiskalny (ESA) nieznacznie się poprawi do 2,3% PKB, a w 2018 r. wyniesie 2,6% PKB, pozostając poniżej unijnego progu 3% PKB. Dynamika wydatków publicznych powinna zwiększać się z kwartału na kwartał wskutek coraz wyższej absorpcji środków z UE. Jednocześnie odzwierciedlająca przyspieszenie wzrostu gospodarczego cykliczna poprawa dochodów będzie neutralizować rosnące wydatki. Wzrostowi dochodów w 2017 r. sprzyjać powinna także kontynuacja uszczelniania systemu podatkowego (widoczna m.in. w danych o sprzedaży detalicznej paliw). Utrzymanie deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, obok zmniejszającej się relacji zadłużenia zagranicznego do PKB (por. str. 5), będzie wsparciem dla ocen wiarygodności kredytowej Polski. Prognozujemy, że relacja dług/PKB powinna się stopniowo 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), który zmniejszy potrzeby pożyczkowe.

### • Czynniki ryzyka dla prognozy

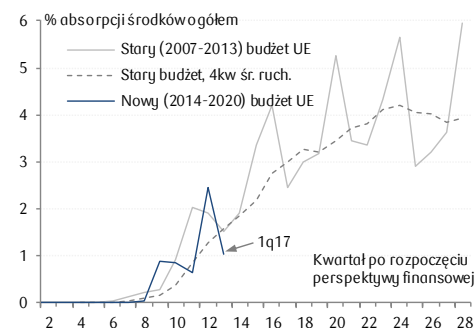
Główne czynniki ryzyka to: (1) skuteczność zwiększania ściągłości podatków, (2) tempo absorpcji środków z UE z nowej perspektywy finansowej, (3) rozwój dyskusji nad wyłączeniem wydatków na wojsko ze statystyki sektora publicznego.

### Dynamika wydatków publicznych (ESA)



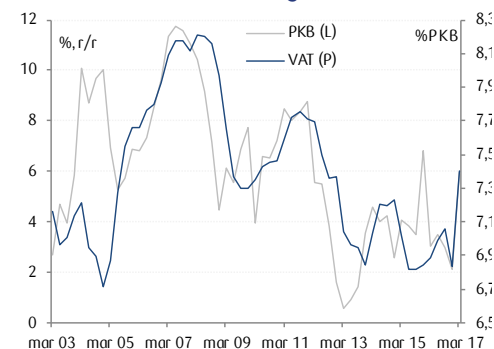
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

### Absorpcja środków z UE będzie przyspieszać



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

### Wzrost PKB\* a dochody z VAT



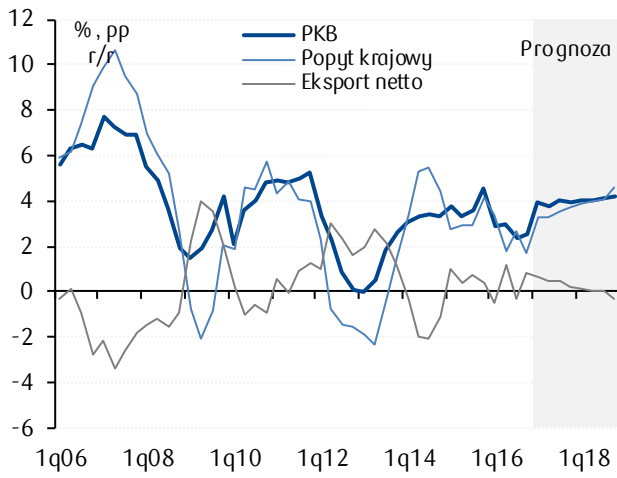
Źródło: GUS, MF, PKO Bank Polski; \* nominalnie.

## Polityka fiskalna†

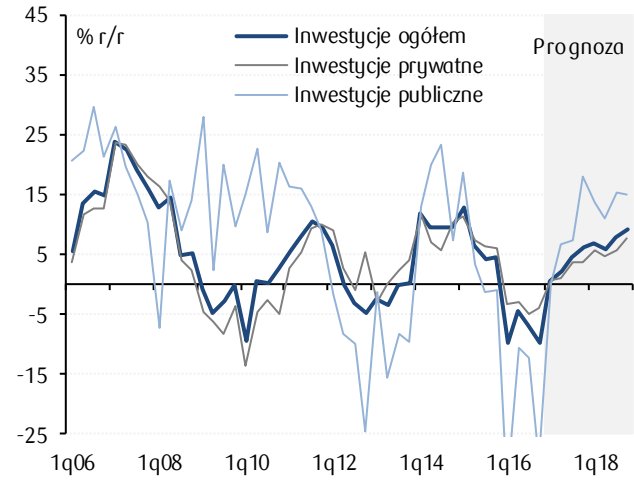
	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17	2017	2018
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-2,4	-2,3	-2,4	-2,4	-1,8	-1,7	-1,9	-2,3	-2,3	-2,6
Dochody (% PKB, ESA2010)	38,9	39,1	39,1	38,8	39,2	39,3	39,7	40,5	40,5	40,9
Wydatki (% PKB, ESA2010)	41,3	41,5	41,5	41,3	41,0	41,0	41,6	42,8	42,8	43,5
Płatności odsetkowe (% 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)	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	-0,3	-0,7	-0,7	-1,0
Deficyt strukt. pierwotny (% PKB, ESA2010)	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,8	-0,8	-1,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	51,8	53,5	53,2	54,4	54,1	53,9	53,7	53,7	53,7	53,2
Deficyt budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,5	x	x	x	-2,4	-2,4	-2,3
Deficyt fiskalny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-2,6	x	x	x	-2,4	-2,4	-2,4
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	52,1	x	x	x	49,5	49,5	48,3

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

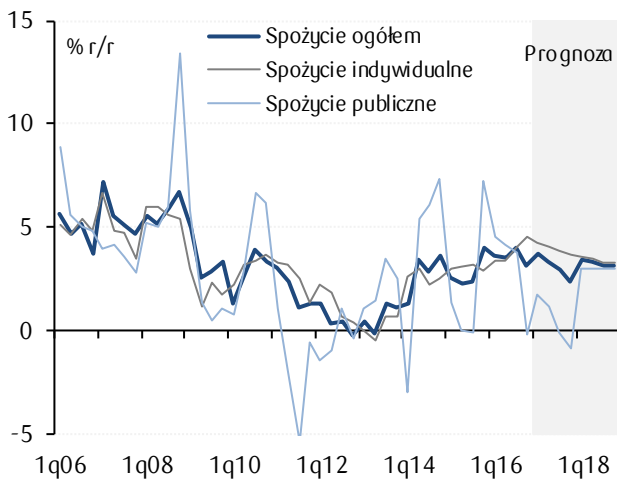
**Realny PKB**



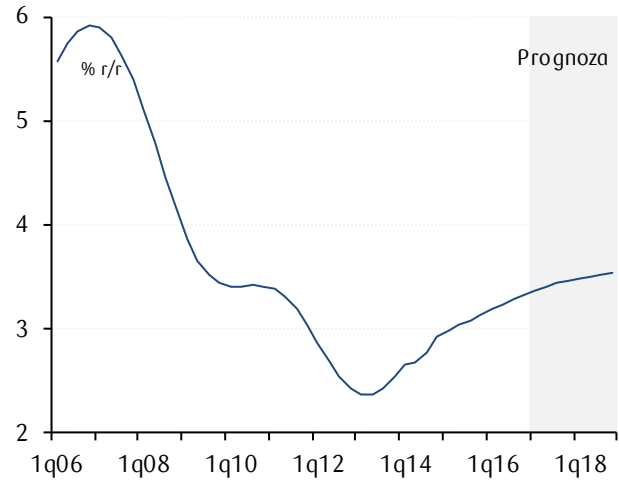
**Popyt inwestycyjny**



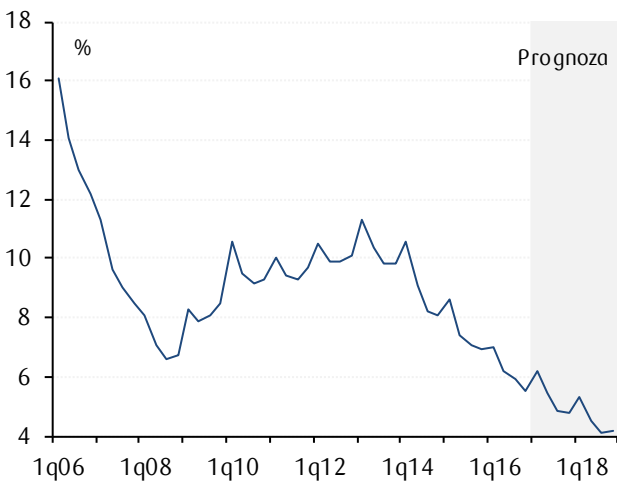
**Popyt konsumpcyjny**



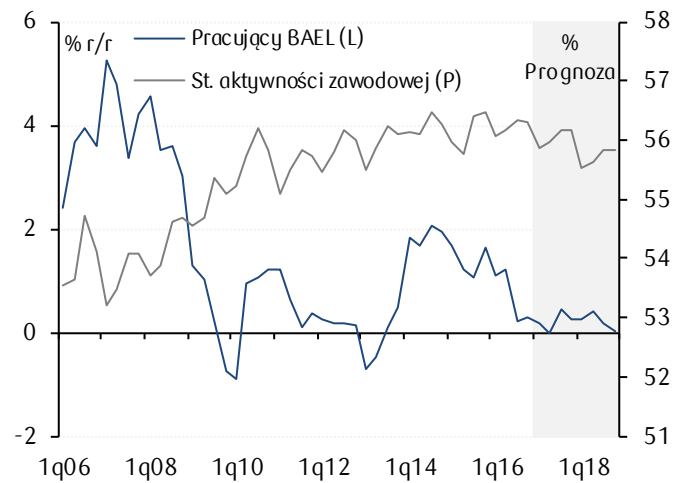
**Produkt potencjalny\***



**Stopa bezrobocia BAEL\*\***



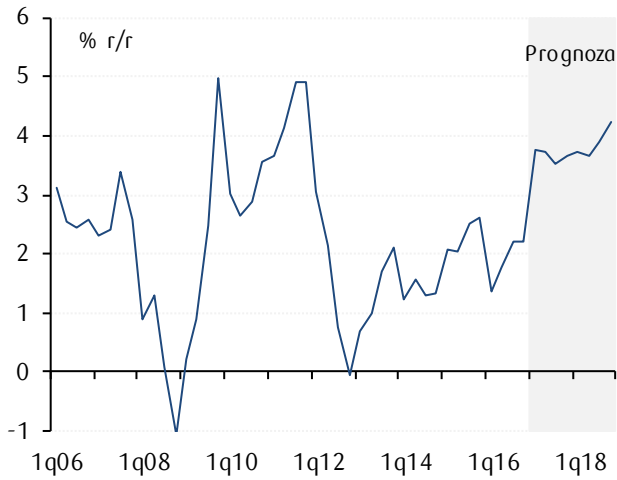
**Pracujący BAEL i aktywność zawodowa\*\***



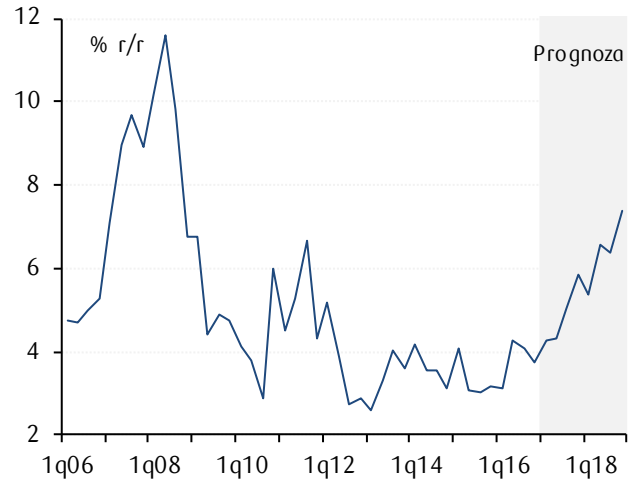
Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych, \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.



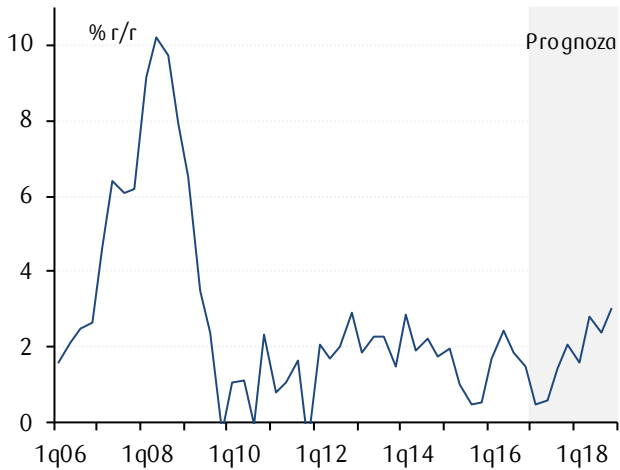
**Wydajność pracy\***



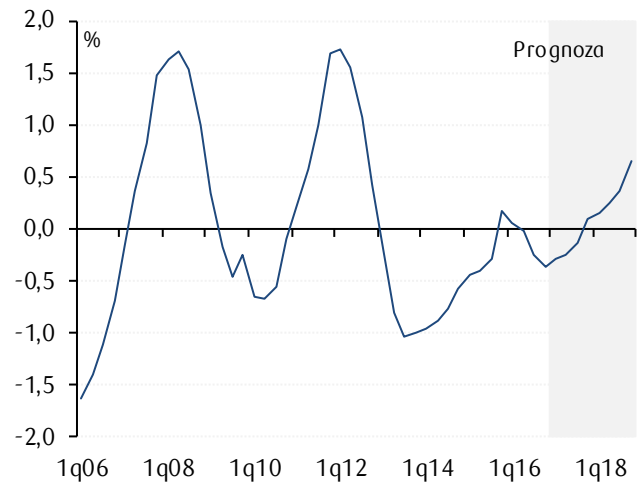
**Płace w gospodarce narodowej**



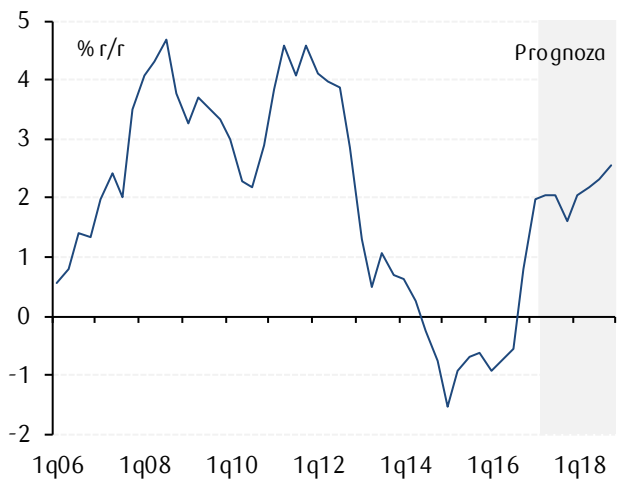
**Jednostkowe koszty pracy\***



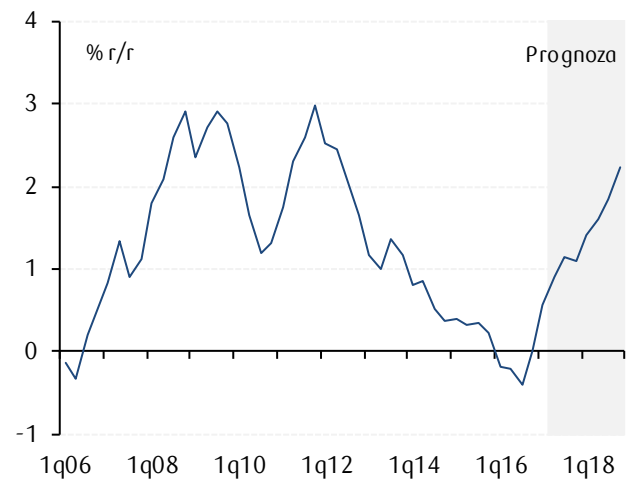
**Luka popytowa**



**Inflacja CPI**

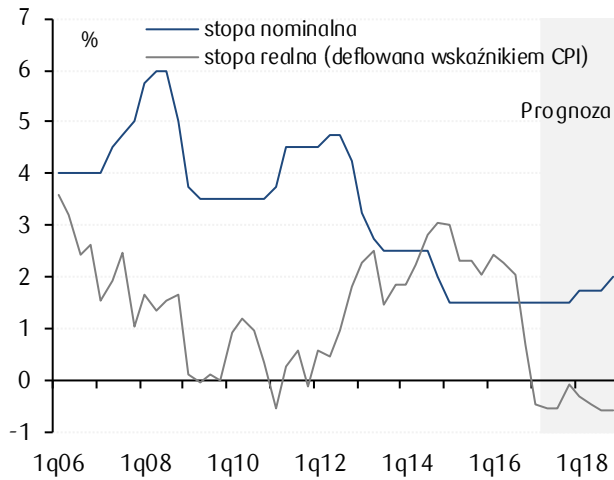


**Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)**

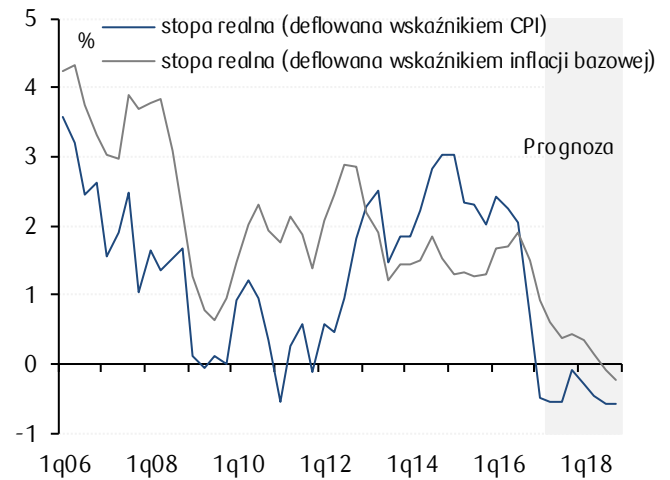


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

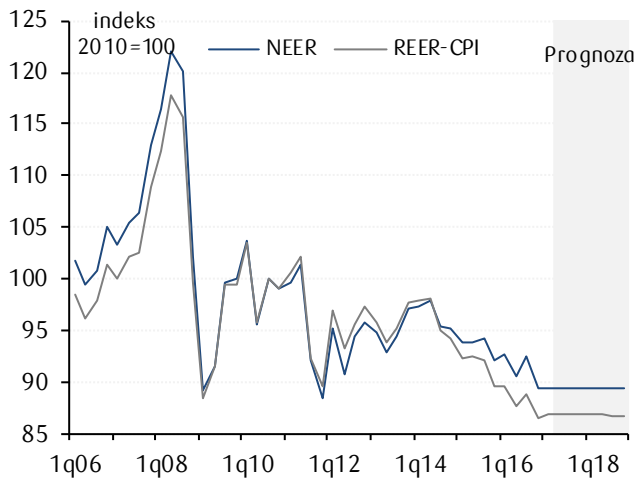
Stopy nominalne vs. realne



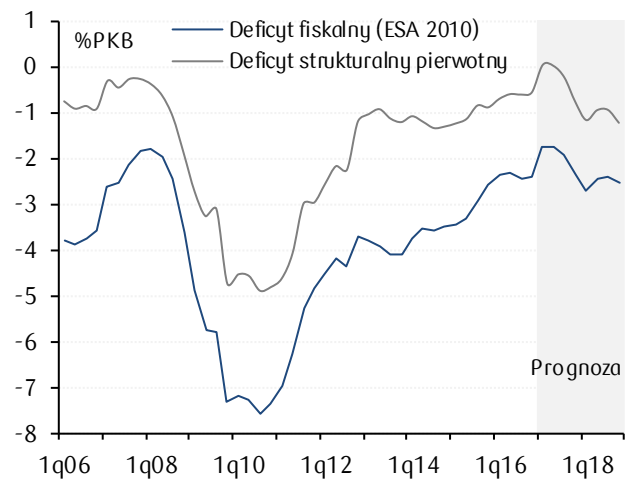
Stopy realne



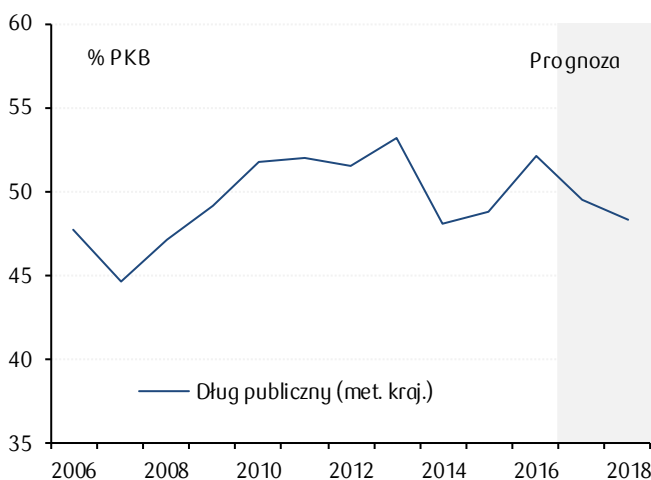
Założenia dotyczące NEER i REER\*



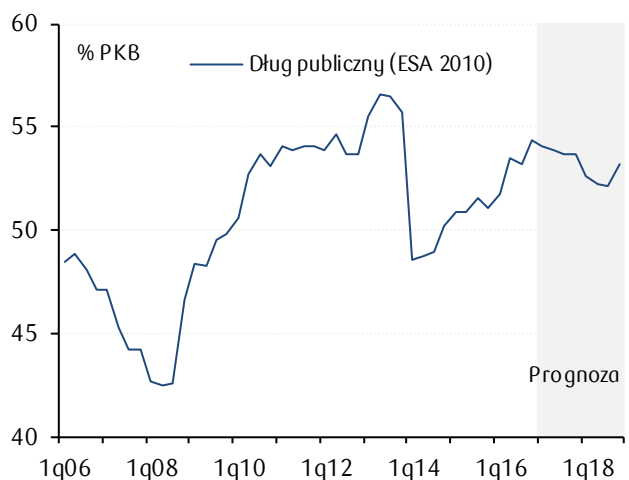
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)



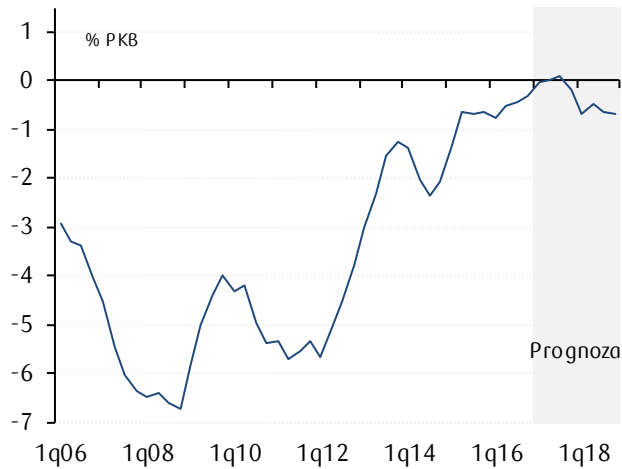
Dług publiczny (ESA 2010)



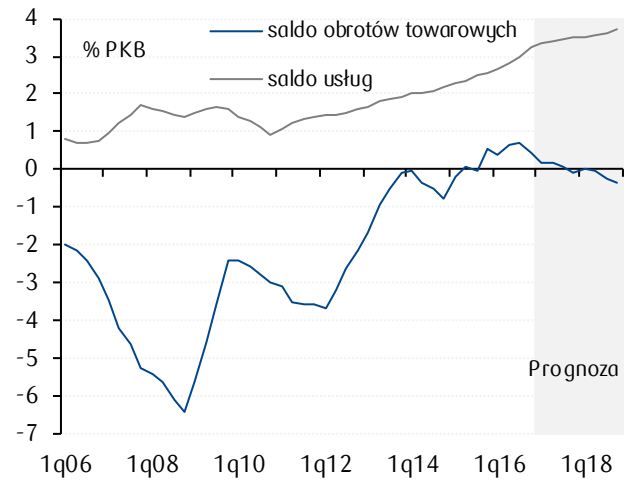
Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.\*wzrost oznacza aprecjacje.



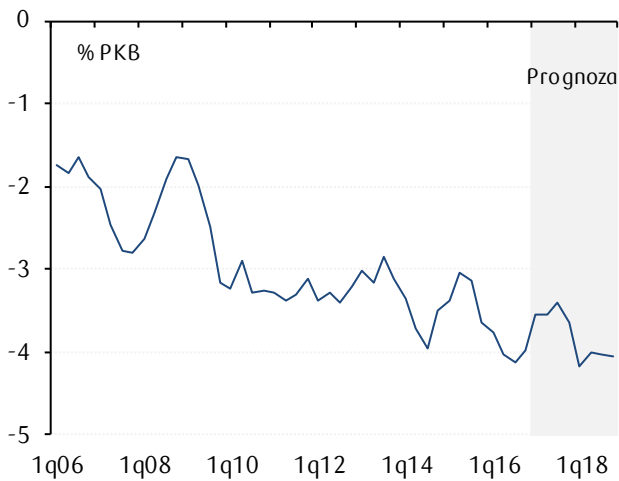
**Saldo rachunku obrotów bieżących**



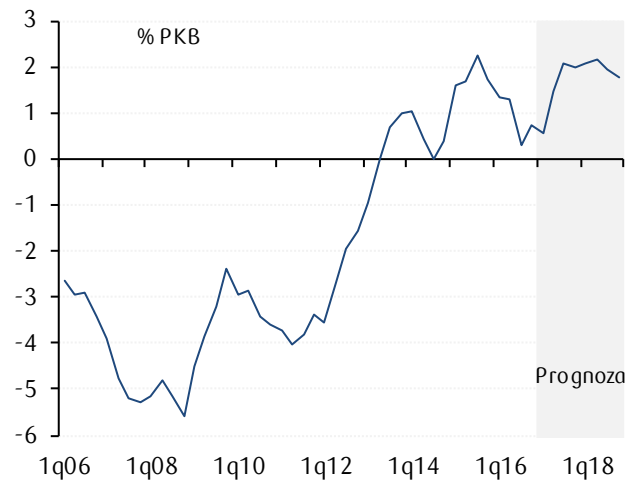
**Saldo handlu zagranicznego**



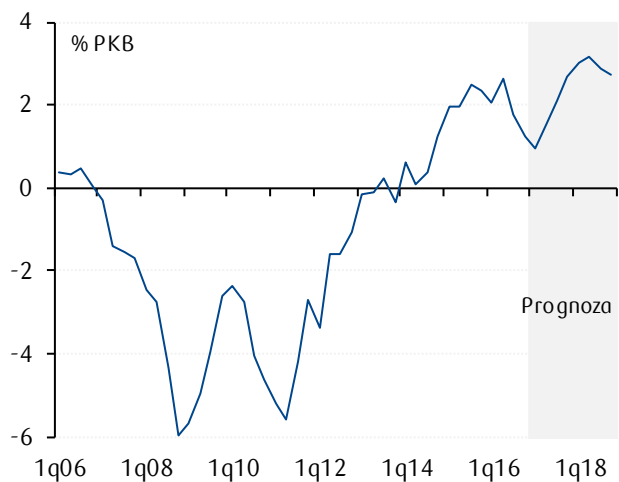
**Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych**



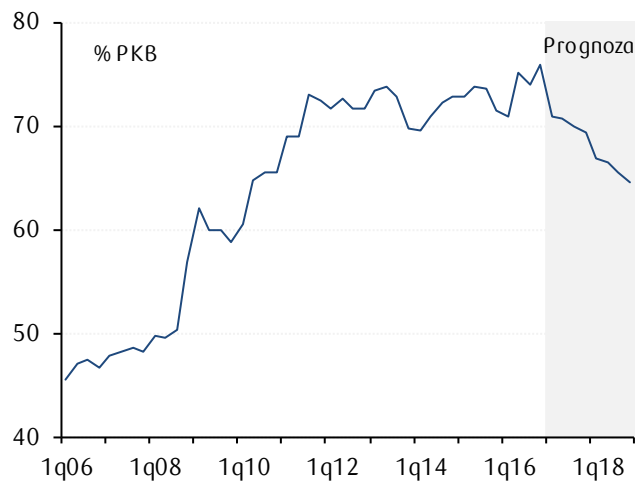
**Saldo CAB i CAP<sup>\*</sup>**



**Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR<sup>\*</sup>**



**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
<b>Sfera realna</b>										
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	3,6	4,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,0	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,0	7,9
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	2,4	2,2	3,3	0,0	0,3	4,3	3,5	1,2	3,2	4,1
Zapasy (pkt. proc.)	-2,7	2,0	0,9	-0,5	-0,9	0,4	-0,2	1,2	0,3	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	2,9	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,3	0,4	-0,1
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	1961	2084
<b>Rynek pracy</b>										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,7	4,2
Pracujący BAEL (% r/r)	0,4	0,6	0,6	0,2	-0,1	1,9	1,4	0,7	0,2	0,2
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,4	3,9	5,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	4,9	6,4
St. akt. zawodowej (%)	54,9	55,8	55,5	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,0	55,7
ULC (% r/r)	3,0	1,1	0,8	2,2	2,0	2,2	1,0	1,9	1,2	2,5
Wydajność pracy (% r/r)	2,1	3,0	4,4	1,5	1,4	1,4	2,3	1,9	3,7	3,9
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
<b>Procesy inflacyjne</b>										
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	0,8	0,6
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,7	0,6
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,5	1,0
Inflacja bazowa (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,8	1,5
Deflator PKB (% r/r)	3,9	2,4	3,2	2,4	0,4	0,6	0,7	0,2	2,0	2,0
<b>Agregaty monetarne</b>										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1368,7	1501,7
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	8,1	9,7
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	4,6	5,7	7,9	2,1	5,6	9,2	9,6	8,8	6,5	7,1
Kredyty ogółem (mld PLN)	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,1	1198,7	1251,7
Kredyty ogółem (% r/r)	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	6,1	4,4
Depozyty ogółem (mld PLN)	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,7	1235,8	1314,2
Depozyty ogółem (% r/r)	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	8,0	6,3
<b>Bilans płatniczy</b>										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,3	-3,8	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7
Bilans handlowy (% PKB)	-2,4	-3,0	-3,6	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,5	-0,1	-0,4
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,9	1,8	2,6	1,2	0,8	2,4	2,1	1,1	1,6	1,9
<b>Polityka fiskalna</b>										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-7,3	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,5	-2,6	-2,4	-2,3	-2,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,8	-4,9	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,7	-1,0
Deficyt strukt. pierwotny (% 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
<b>Polityka pieniężna</b>										
Stopa referencyjna NBP (%)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	3,03	2,03	0,69	-0,09	-0,57
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	0,95	1,94	1,39	2,84	1,45	1,52	1,29	1,50	0,42	-0,24
Stopa lombardowa (%)	5,00	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	3,00
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

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, zarejestrowaną 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.