



Bank Polski

Śniadanie Centrum Analiz PKO Banku Polskiego

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

Warszawa, 9 sierpnia 2017

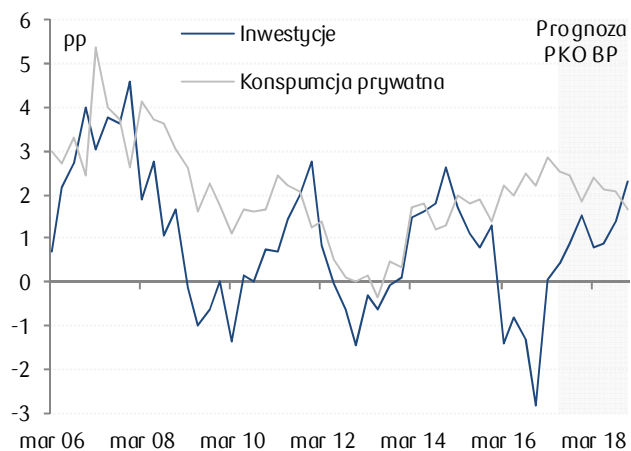
Perspektywy dla gospodarki:
Więcej inwestycji, mniej konsumpcji

Kluczowe trendy makroekonomiczne

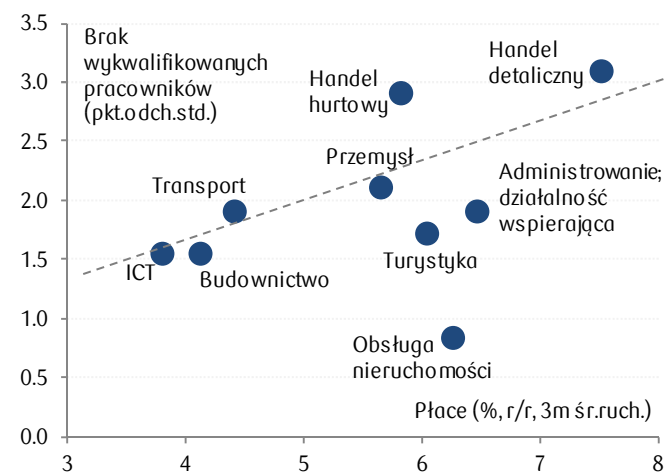
- **Prognozujemy, że wzrost PKB w Polsce przyspieszy w tym roku do 3,9%, a w 2018 r. sięgnie 4,1%.** Głównym motorem napędowym przyspieszenia jest ożywienie aktywności inwestycyjnej przy nadal mocnym wzroście konsumpcji. Inwestycje stymulowane są optymizmem co do siły i trwałości popytu, wzrostem absorpcji 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.
- **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.
- **Domykanie się luki popytowej oraz przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy przełożą się na systematyczny wzrost inflacji bazowej.** Mimo silnej presji konkurencyjnej, firmy coraz śміiej będą przerzucać 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 trwale 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.
- **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).
- **Zatrzymanie spadku cen surowców, mocniejszy wzrost popytu krajowego oraz rosnące transfery zarobkowe netto za granicę będą powodować pogorszenie salda deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego.**

Kluczowe trendy makroekonomiczne

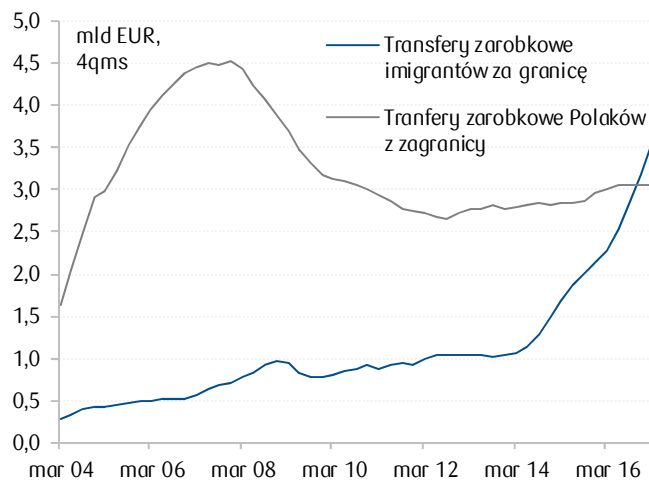
(1) Wkład do wzrostu PKB: więcej inwestycji, mniej konsumpcji



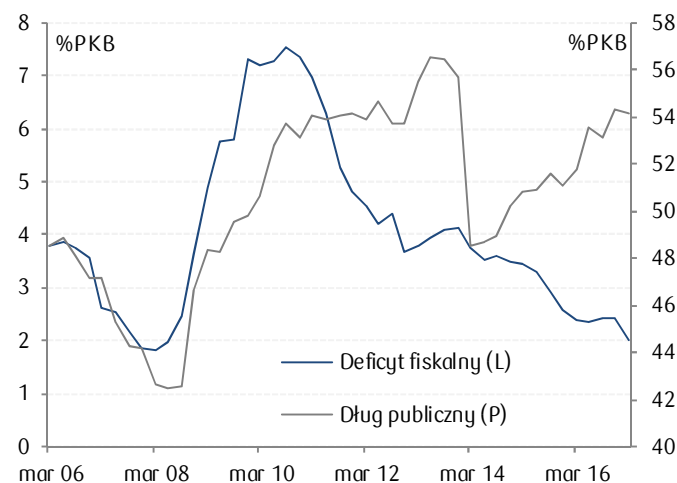
(2) Brak kadr skłania do podwyżek płac



(3) Transfery zarobkowe z i do Polski



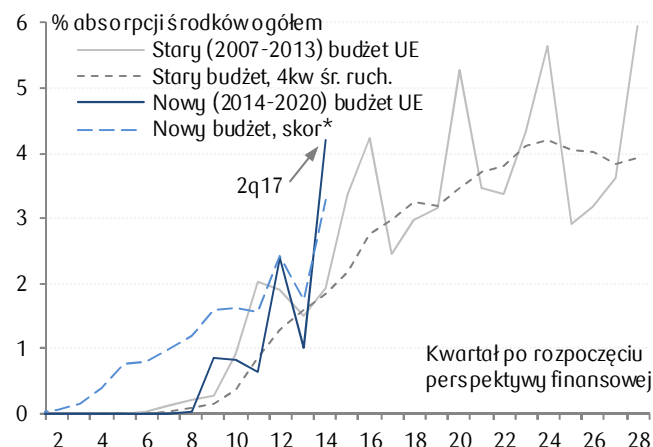
(4) Deficyt fiskalny i dług publiczny (ESA)



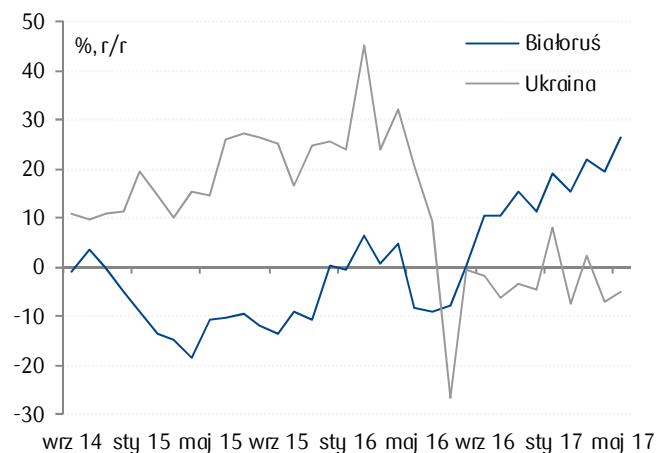
Sfera realna

Więcej inwestycji, mniej konsumpcji

(1) Fundusze unijne napędzają inwestycje publiczne

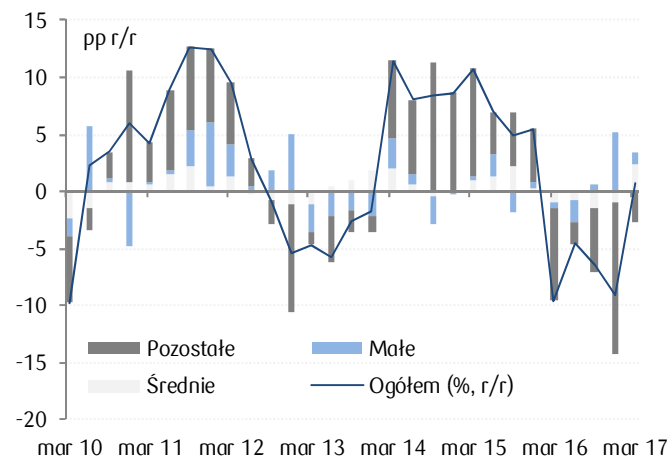


(3) Ruch graniczny^



*o zasadę weryfikacji projektów ex-ante pozwalającą na realizację inwestycji przed formalnym uzyskaniem dofinansowania z UE. ^przyjazdy cudzoziemców przez granicę z Białorusią i Ukrainą.

(2) Odbijają inwestycje MSP

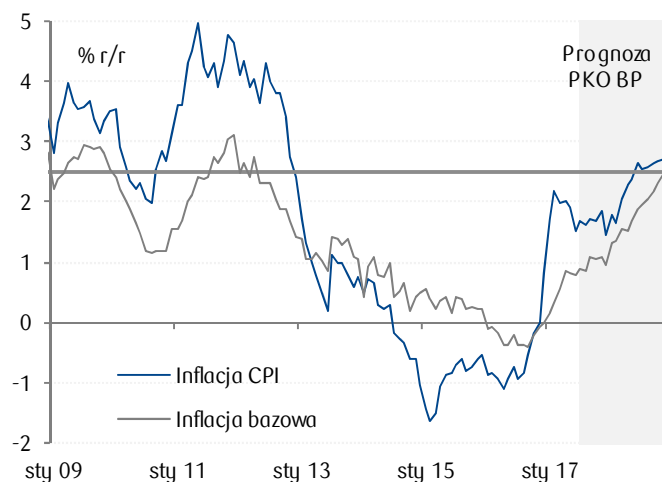


- Nadal prognozujemy, że wzrost PKB w tym roku przyspieszy do 3,9% r/r, a w 2018 r. osiągnie 4,1%. Czynnikiem odpowiedzialnym za przyspieszenie i utrzymanie wzrostu w pobliżu 4% r/r jest wzrost dynamiki inwestycji przy tylko umiarkowanym osłabieniu wzrostu konsumpcji.
- **Największy wkład we wzrost dynamiki inwestycji w tym roku będzie miała aktywność inwestycyjna sektora prywatnego.** Inwestycje firm będą wyraźnie rosły za sprawą wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych, niedoboru „rąk do pracy”, optymistycznych ocen popytu oraz ulgi inwestycyjnej na zakup maszyn. **Dynamika inwestycji publicznych będzie wg nas rosła przez cały 2017 i 2018 r. bardziej stopniowo niż zakłada projekcja NBP.** Dynamika konsumpcji znajdzie się pod presją stopniowego wygasania efektu programu 500+ oraz wzrostu inflacji. Wsparciem pozostanie sytuacja na rynku pracy.
- **Utrzymanie napływu imigrantów i wzrost wskaźnika aktywności zawodowej nie będą wystarczająco silne, aby utrzymać równowagę na rynku pracy.** Spadek bezrobocia i wzrost zatrudnienia spowolnią, 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)

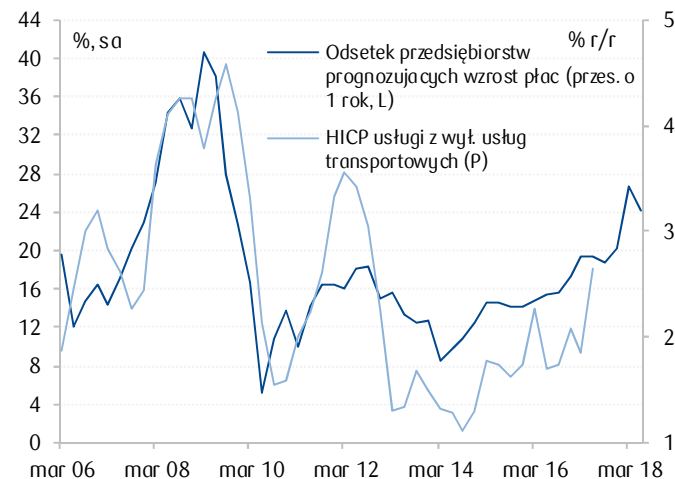
Procesy inflacyjne

Inflacyjny roller-coaster

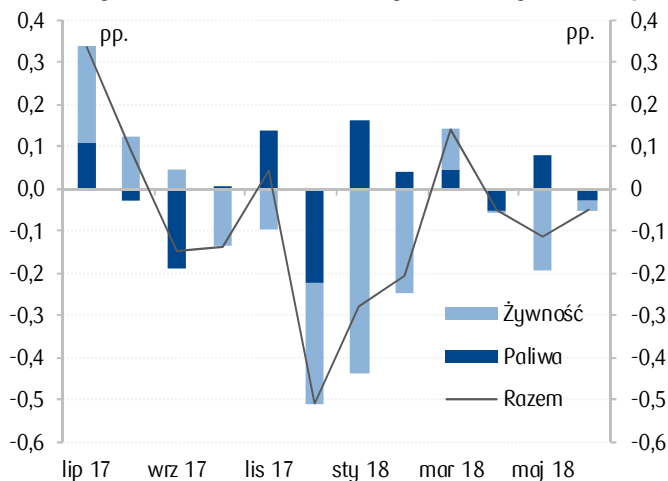
(1) Inflacja zbliży się do celu dopiero w 2h18...



(2) ... przy stabilnym trendzie wzrostowym inflacji bazowej ...



(3) ... i zmiennym kierunku efektów bazy dla cen żywności i paliw

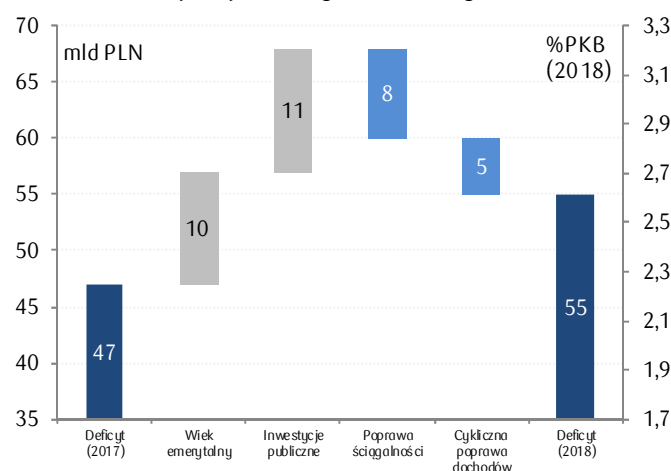


- Co prawda spadek cen surowców i dotychczasowe umocnienie PLN oznaczają, że bez „wsparcia” ze strony nowych regulacji inflacja CPI nie wzrośnie już powyżej tegorocznego szczytu na poziomie 2,2% r/r z lutego, ale aż do listopada powinna być w umiarkowanym trendzie wzrostowym. W grudniu br. i na początku 2018 r. wyraźny będzie natomiast wpływ silnego efektu wysokiej bazy, który może zepchnąć inflację CPI poniżej 1,5% r/r.
- 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.
- Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy inflacji są: **zmiany kursu PLN i wahania globalnych cen surowców**. Istotnym czynnikiem ryzyka („w górę”) pozostają regulacje i siła wzrostu płac.

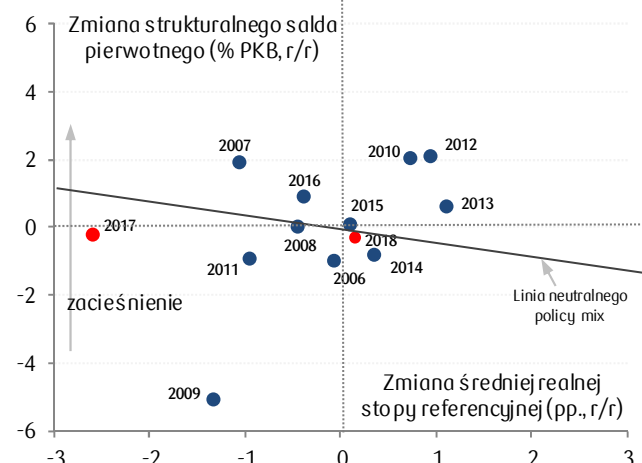
Polityka pieniężna i fiskalna

Deficyt fiskalny pod kontrolą, stopy procentowe jeszcze długo bez zmian

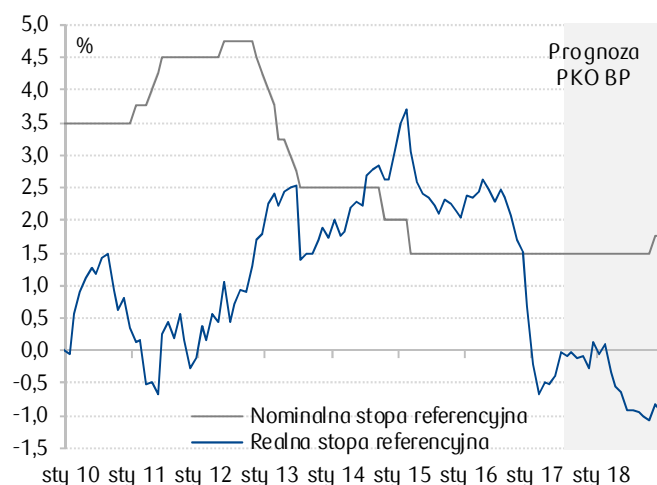
(1) Projektacja deficytu fiskalnego (ESA)



(2) Pro-wzrostowy *policy-mix*



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



- Bieżące zachowanie inflacji CPI i jej perspektywę do końca 2017 r. wspierają sceptyczne podejście członków RPP do podwyżek stóp procentowych. Uważamy jednak, że przyspieszenie inflacji bazowej 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 zaostrzaniem polityki pieniężnej.
- Szacujemy, że deficyt fiskalny w 2017 r. będzie zbliżony do ubiegłorocznego (-2,4% PKB), a w przyszłym roku zwiększy się do - 2,6% PKB. 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.

* przy założeniu ścieżki inflacji PKO Banku Polskiego.

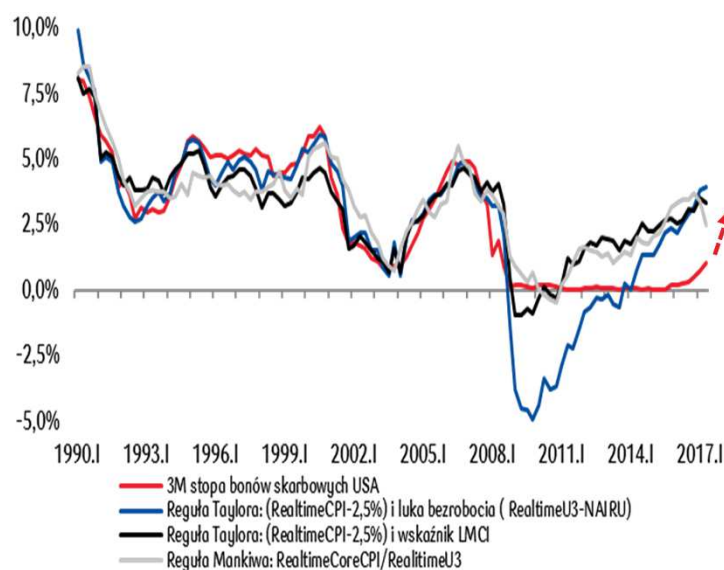
Perspektywy dla rynków finansowych

EUR/USD zejście poniżej 1.15 na koniec III kwartału i poniżej 1.10 na koniec roku.

Kurs EURUSD wraz z prognozami do końca 2017 roku



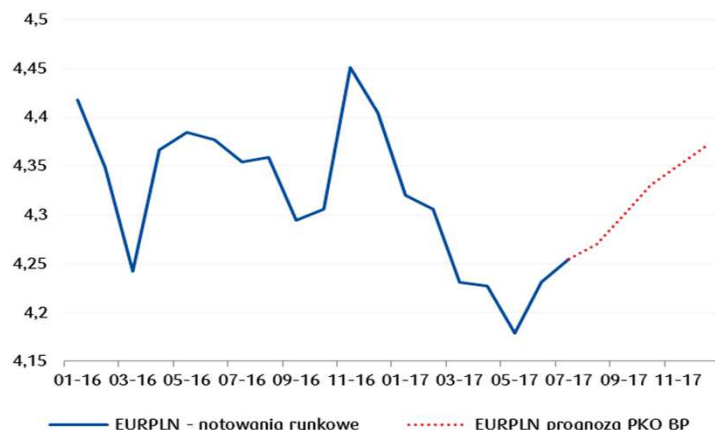
Reguły polityki monetarnej wskazują na dalsze podwyżki stóp w USA



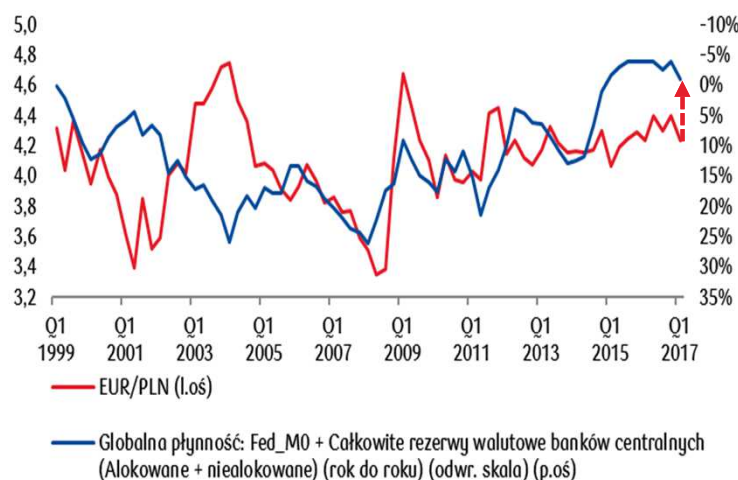
- Zakładamy, że rynek formułuje nadmierne oczekiwania w kwestii perspektyw kończenia ekspansji ilościowej w strefie euro oraz dalszych następstw tego kroku. Oczekujemy, że proces wycofywania się z programu skupu aktywów potrwa aż do końca 2018 roku i jego ogłoszeniu we wrześniu będzie towarzyszyła gołębia retoryka, rezultatem której będzie wyraźna przecena euro względem dolara i innych głównych światowych walut.
- W przypadku Fed-u spodziewamy się utrzymania względnie jastrzębiego nastawienia w kwestii dalszych perspektyw zacieśniania polityki monetarnej w 2017 i kolejnych latach, nawet jeżeli wrześniowe posiedzenie przyniesie jedynie ogłoszenie rozpoczęcia procesu redukcji bilansu Fed-u od października.
- W rezultacie powyższego oczekujemy, że do końca III kwartału kurs EUR/USD zejdzie poniżej 1,15 a do końca roku, m.in. dzięki trwającej od października redukcji bilansu Fed-u oraz grudniowej podwyżce stóp w USA osiągnie zejście poniżej 1.10.

EUR/PLN ~ 4,30 na koniec III kwartału a na koniec roku > 4.35

Kurs EURPLN wraz z prognozami do końca 2017 roku



Mała 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.

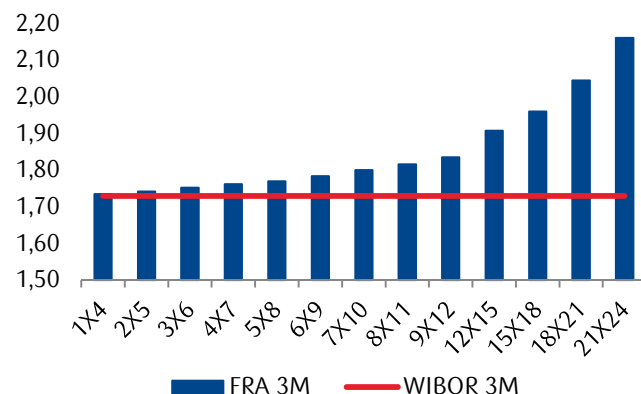


Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

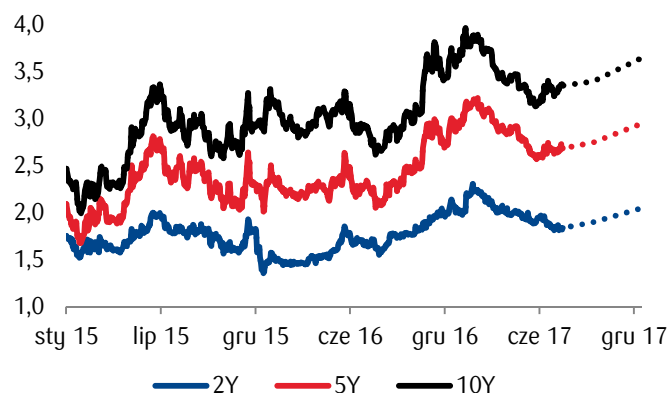
- Wyraźny spadek wiary rynków finansowych w możliwość skutecznej implementacji wyborczego programu gospodarczego D. Trumpa w pierwszej połowie roku pomógł walutom rynków wschodzących, w tym również złotemu (m.in. spadek ryzyka protekcjonizmu w USA, który potencjalnie uderza w koszyk walut rynków wschodzących). Zwiększył on również wątpliwości rynków co do determinacji Fed-u w kwestii dalszego zacieśniania polityki monetarnej w USA.
- Zakładamy, że dzięki dobrej kondycji amerykańskiego rynku pracy Fed nie odstąpi od planu trzech podwyżek stóp procentowych w 2017 roku oraz rozpoczęcia procesu redukcji swojego bilansu w drugiej połowie roku. W efekcie nawet jeżeli we wrześniu nie wystąpi podwyżka stóp to ogłosi rozpoczęcie redukcji swojego bilansu od października, dodatkowo utrzymując jastrzębią retorykę w kwestii dalszych perspektyw podwyżek stóp w 2017 i kolejnych latach. Oczekujemy, że działania i zapowiedzi Fed-u wpłyną na zmniejszenie globalnej płynności dolara co zwiększy presję na waluty rynków wschodzących i będzie również sprzyjać stopniowej deprecjacji złotego zarówno wobec euro jak i dolara.

Do końca roku rentowności polskich obligacji powinny kontynuować powolny wzrost rozpoczęty w połowie czerwca.

Rynek FRA zakłada stabilizację stóp do końca 2017 r.



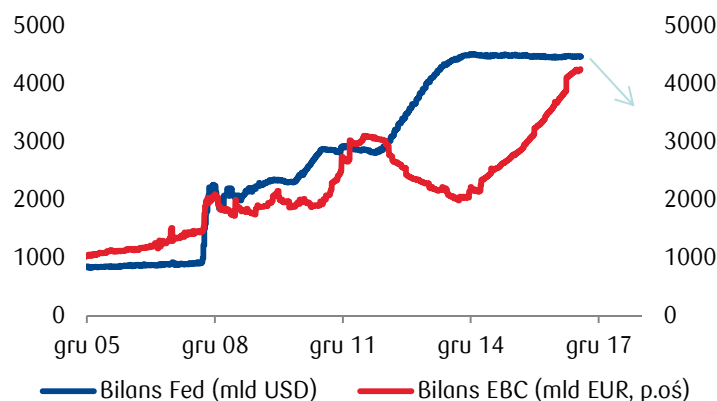
Rentowności polskich 10-letnich obligacji skarbowych mogą wzrosnąć na koniec 2017 r. w okolice 4,0%.



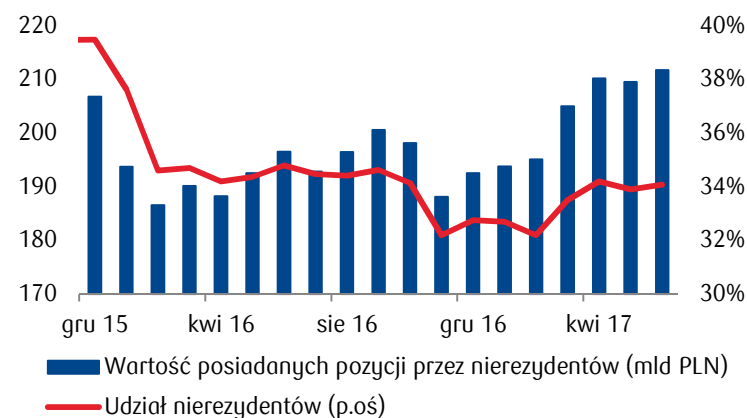
- Prognozujemy, że do końca tego kwartału rentowności polskich obligacji skarbowych w sektorze 2-letnim będą rosły zbliżając się do 1,90%, w 5-letnim do 2,75%, a 10-letnim do 3,40%.
- Za takim scenariuszem przemawiają: przyspieszenie PKB, inflacja powyżej dolnego ograniczenia celu NBP, dalszy wzrost inflacji bazowej oraz sytuacja na rynku pracy. Będą one jednak równoważone przez gołębie stanowisko RPP oraz wciąż pozytywne nastawienie inwestorów międzynarodowych do rynków wschodzących, którzy powiększają wartość swoich złotych portfeli polskich obligacji.
- W związku z dobrym wykonaniem budżetu i komfortową sytuacją płynnościową, Ministerstwo Finansów może obniżyć potrzeby pożyczkowe na ten rok i kontynuować strategię niższych emisji obligacji na rynku pierwotnym.
- Retoryka sygnalizująca zbliżanie się wychodzenia przez EBC z polityki QE będzie wywierać wpływ na wzrosty rentowności w Europie. Podobnie, polityka ograniczania bilansu przez Fed oraz ewentualna trzecia podwyżka stóp procentowym w 2017 roku będą hamować potencjał do spadku rentowności na rynkach EM.
- Ograniczone pole do poprawy perspektywy bądź oceny polskiego długu przez agencje ratingowe powstrzyma wzrosty cen obligacji.
- W końcówce roku rentowności polskich obligacji skarbowych powinny dalej rosnąć osiągając w grudniu w sektorze 2-letnim 2,05%, w 5-letnim 2,95%, a w 10-letnim 3,65%.

Presja ze strony normalizacji polityki monetarnej jest łagodzona przez niską podaż obligacji i napływ inwestorów zagranicznych.

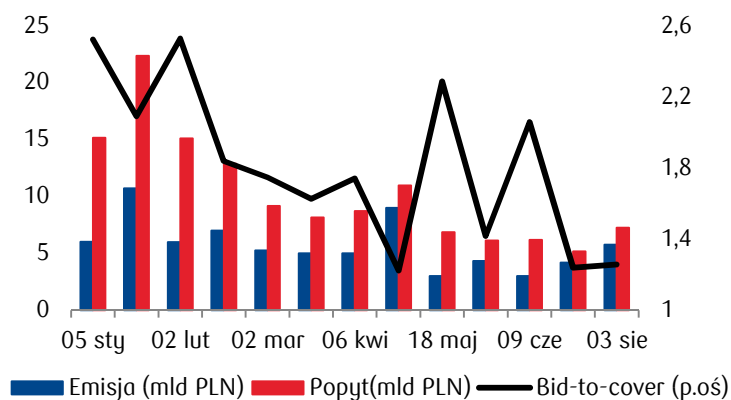
Redukcja bilansu Fed oraz ograniczanie QE w strefie euro będzie wywierać presję na wzrost rynkowych stóp procentowych w dalszej części roku



Wartość portfeli nierezydentów w złotych SPW wzrosła do rekordowego poziomu



Podaż obligacji spadła w związku z dobrym wykonaniem budżetu i komfortową sytuacją płynnościową



Pozytywne perspektywy wobec rynków wschodzących skutkowały spadkiem spreadów wobec rynków

