

### Wzrost w górę, inflacja w górę, stopy bez zmian

#### Dziś w centrum uwagi:

- **RPP nie zmieni dzisiaj stóp procentowych i utrzyma łagodną retorykę.** Przy inflacji CPI poniżej celu NBP (choć ponownie w granicach dopuszczalnych odchyień) i bardzo niskiej inflacji bazowej (szacujemy, że w kwietniu wyniosła 0,6% r/r) przekaz Rady może wskazać na rosnącą skłonność większości jej członków do stabilizacji stóp w długim okresie.
- **Finalne dane o inflacji w strefie euro za kwiecień** powinny potwierdzić wstępne szacunki. Niska inflacja w strefie euro może wstrzymać ogłoszenie zakończenia QE przez EBC do lipca.
- **Dane o produkcji przemysłowej w USA za kwiecień** (oczekiwany wzrost o 0,6% m/m vs. 0,5% m/m w marcu) powinny mieć podobną wymowę jak wczorajsze wyniki sprzedaży detalicznej, pokazując siłę gospodarki USA.

#### Przegląd wydarzeń:

- Sprzedaż detal. w USA w kwi. spowolniła do 0,3% m/m wobec zrew. w górę wzrostu o 0,8% m/m w mar. (odwrócenie wcześniejszego wzrostu sprzedaży samochodów). Sprzedaż z wył. aut rosła w stabilnym tempie 0,3% m/m, co sugeruje, że **konsumpcja w 2q18 przyspieszy po słabym 1q18 (1,4% saar)**. To wzmacnia oczekiwania na dalsze podwyżki stóp Fed, co wczoraj było przyczyną wyraźnej przeceny amerykańskich obligacji i (obok innych czynników, jak np. [wypowiedzi R.Erdogana](#)) źródłem awersji wobec rynków wschodzących.
- Według szybkiego szacunku **dynamika krajowego PKB w 1q18 wyniosła 5,1% r/r, wyraźnie przebijając konsensus (4,8% r/r; PKO: 5,3% r/r)**. Naszym zdaniem wzrost osiągnął cykliczny szczyt. Solidnemu wzrostowi PKB towarzyszy niska inflacja. Finalny odczyt potwierdził, że **inflacja CPI w kwietniu wzrosła do 1,6% r/r z 1,3% r/r w marcu**, wracając do przedziału dopuszczalnych odchyień od celu NBP (więcej str. 2).
- **Wzrost PKB w strefie euro w 1q18 wyhamował do 2,5% r/r z 2,8% r/r w 4q17 (0,4% k/k z 0,7% k/k)**, potwierdzając wstępne szacunki. Struktura PKB nie jest znana, ale miesięczne dane z poszczególnych gospodarek sugerują, że wyhamowanie konsumpcji i bardziej ujemny wkład eksportu netto neutralizowały szybszy wzrost inwestycji.
- Niemiecki indeks **ZEW za maj utrzymał się na poziomie sprzed miesiąca (-8,2 pkt)**. Większość badanych oczekuje pogorszenia warunków w gosp., co wydaje się potwierdzać, że szczyt cyklu został minięty. Oceny bieżącej sytuacji są jednak wciąż bardzo dobre (87,4 pkt. vs. 87,9 pkt., na 100 możliwych).
- **Korea Płn. odwołała dzisiejsze rozmowy z południowym sąsiadem** wyrażając jednocześnie wątpliwości co do odbycia się czerwcowego spotkania Kim-Trump ze względu na trwające manewry lotnicze Korei Płd. i USA.

#### Główny Ekonomista

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

#### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

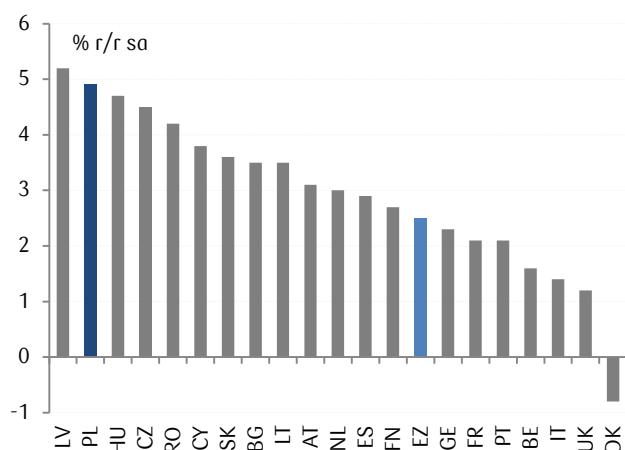
Marta Petka-Zagajewska  
Kierownik Zespołu  
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl  
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki  
Ekonomista  
marcin.czaplicki@pkobp.pl  
tel. 22 521 54 50

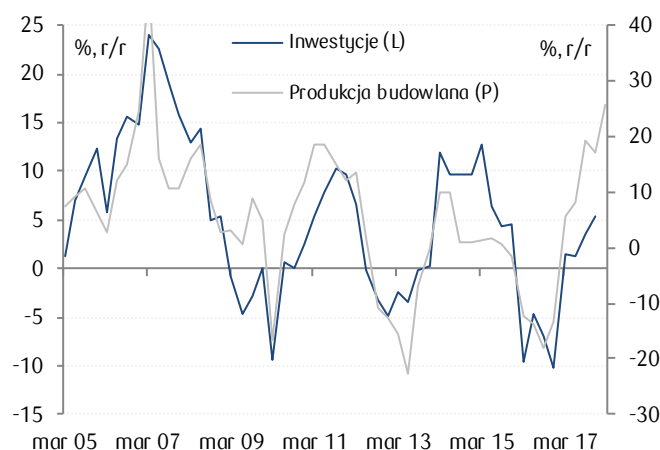
Urszula Kryńska  
Ekonomistka  
urszula.krynska@pkobp.pl  
tel. 22 521 51 32

Michał Rot  
Ekonomista  
michal.rot@pkobp.pl  
tel. 22 580 34 22

#### Dynamika PKB w 1q18



#### Produkcja budowlano-montażowa a inwestycje



## Wzrost gospodarczy na piątkę z plusem

Według szybkiego szacunku dynamika PKB w 1q18 wyniosła 5,1% r/r (wobec 4,9% r/r w 4q17; PKO: 5,3%; konsensus: 4,8%). Po odsezonowaniu wzrost PKB przyspieszył do 1,6% k/k, potwierdzając, że silne tendencje wzrostowe w gospodarce utrzymały się. Dane są neutralne dla krajowej polityki pieniężnej.

Nadal spodziewamy się, że 2018 będzie równie udany dla polskiej gospodarki jak 2017, a wzrost PKB utrzyma się na poziomie 4,6%. Korzystne perspektywy powinna potwierdzić struktura wzrostu, która opublikowana zostanie 30 maja.

Miesięczne dane za okres styczeń-marzec pozwalają szacować, że dynamika sprzedaży krajowej (popyt krajowy bez zapasów) przyspieszyła w 1q18. Dane o sprzedaży detalicznej implikują wg naszych szacunków, że dynamika konsumpcji prywatnej w 1q18 wzrosła do 5,2% r/r (kons: 5,0%, wobec 5,0% r/r w 4q17). Dane o produkcji budowlano-montażowej są wg naszych obliczeń spójne ze wzrostem inwestycji wyraźnie przekraczającym 10% r/r, (por. wykres obok; PKO: 14,0% r/r; kons: 9,1% r/r; wobec 5,4% r/r w 4q17).

Spodziewamy się, że w 1q18 negatywnie na wzrost gospodarczy oddziaływał spowalniający eksport towarów, odzwierciedlający słabnący popyt zagraniczny. W konsekwencji wkład eksportu netto do wzrostu PKB był w naszej ocenie ujemny.

Bieżące trendy w gospodarce sugerują, że w dalszej części roku możemy mieć do czynienia z kontynuacją ewolucji struktury wzrostu PKB. Spodziewamy się, że wciąż silnemu popytowi wewnętrznemu towarzyszyć będzie słabnący popyt zagraniczny.

Sygnaty płynące z gospodarki globalnej potwierdzają, że prawdopodobnie minęła ona szczyt cyklu koniunkturalnego na przełomie 2017/2018. Stąd też potencjał do dalszej, dynamicznej poprawy wyników eksportu towarów jest mniejszy niż miało to miejsce przed 2-3 kwartałami.

Popyt krajowy nadal stymulować będą konsumpcja prywatna oraz inwestycje, w szczególności inwestycje publiczne, które w 1q18 nadal rosły w dwucyfrowym tempie.

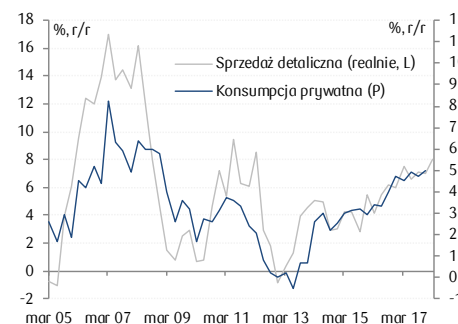
## Wybicie do trójstopki

Finalny odczyt potwierdził, że inflacja CPI w kwietniu wzrosła do 1,6% r/r (PKO: 1,6% r/r, kons.: 1,5% r/r) z 1,3% r/r w marcu, wracając po 2 miesiącach do przedziału dopuszczalnych odchyień od celu NBP. Po odsezonowaniu inflacja CPI wyniosła 0,1% m/m wobec 0,1% m/m w marcu.

Główną przyczyną wzrostu inflacji CPI w kwietniu było przyspieszenie dynamiki cen paliw i żywności. Rosnące ceny paliw to efekt kombinacji wyższych cen ropy obserwowanych od połowy marca oraz osłabienia PLN. Na szybszy wzrost cen żywności złożyły się przede wszystkim ceny mąki, warzyw i tłuszczów, podczas gdy w przeciwną stronę oddziaływały głównie ceny mięsa wieprzowego. Kolejne miesiące powinny przynieść spadki dynamiki cen żywności (spodziewane obfite zbiory oraz wygasanie efektów ubiegłorocznych silnych wzrostów cen masła i jaj). Roczna dynamika cen energii była w kwietniu stabilna, pomimo nieznacznego wzrostu taryfy gazowej.

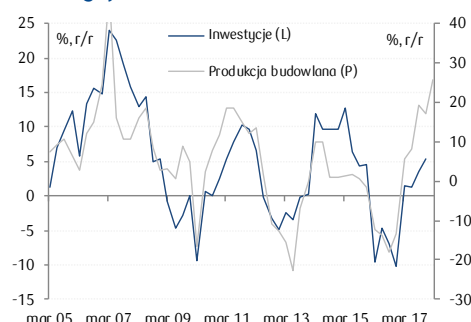
Szacujemy, że inflacja bazowa w kwietniu nieznacznie się obniżyła do 0,6% r/r (z „niskiego” 0,7% r/r w marcu). Za spadek inflacji bazowej odpowiadają przede

## Sprzedaż detaliczna a konsumpcja



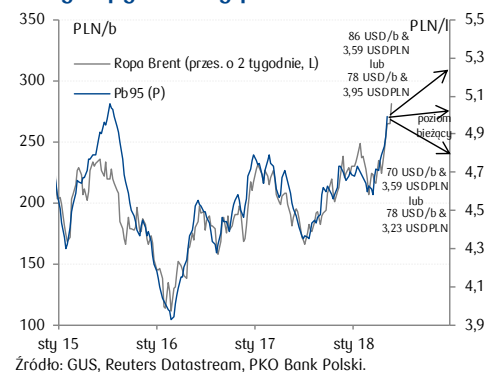
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Produkcja budowlano-montażowa a inwestycje



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Ceny ropy vs ceny paliw



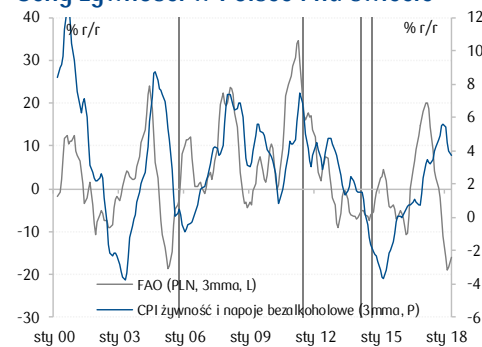
Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

wszystkim ceny usług (1,7% vs 2,0% r/r w marcu), w tym głównie usługi transportowe (wysoka baza), telekomunikacyjne, ubezpieczenia i opłaty radiowo-telewizyjne. Uważamy, że ostatnie wzrosty cen ropy oznaczają, że ceny usług transportowych będą mieć w kolejnych miesiącach dodatni wkład do inflacji CPI.

Prognozujemy, że **kolejne miesiące przyniosą wzrost inflacji CPI, w głównej mierze ze względu na niską bazę cen paliw (w połączeniu z bieżącym wzrostem cen ropy i osłabieniem PLN)**. Trend wzrostowy utrzyma się do czerwca/lipca, gdy inflacja CPI osiągnie ok. 2,3% r/r. Potencjalne źródło ryzyka w górę stanowią ceny surowców energetycznych (w szczególności ropy) oraz deprecjacja PLN, które mogą podbić inflację importowaną (wzrost cen ropy w PLN o 10% podnosi ścieżkę inflacji o 0,2-0,3pp). Naszym zdaniem nadal istnieje potencjał do wzrostu inflacji bazowej (głównie jej kosztowego komponentu), w szczególności po zmianach metodycznych, które objęły pomiary cen w kategorii odzież i obuwie.

Dane są neutralne dla oceny perspektyw polityki pieniężnej. Uważamy, że RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian co najmniej do końca przyszłego roku.

### Ceny żywności w Polsce i na świecie



Źródło: GUS, FAO, Reuters Datastream, PKO Bank Polski. Pionowe linie symbolizują momenty wprowadzenia i wycofania rosyjskiego embarga na eksport żywności z Polski.

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
<b>Piątek, 11 maja</b>						
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wst., maj)	16:00	98,8 pkt.	99,5 pkt.	--	98,8 pkt.	Solidny indeks Uniw. Michigan sugeruje przyspieszenie konsumpcji w USA w 2q do 3-4% k/k saar.
<b>Poniedziałek, 14 maja</b>						
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar)	14:00	-972 mln EUR	-918 mln EUR	-1363 mln EUR	-982 mln EUR	Główną przyczyną pojawienia się deficytu (12-mies.) na rach. obrotów bież. jest pogorszenie salda handlowego wynikające ze spowolnienia dynamiki eksportu.
<b>Wtorek, 15 maja</b>						
CHN: Produkcja przemysłowa (kwi)	4:00	6,0% r/r	6,4% r/r	--	7,0% r/r	Chińska gospodarka utrzymuje trend wzrostowy mimo niesprzyjającej sytuacji w handlu zagranicznym.
CHN: Sprzedaż detaliczna (kwi)	4:00	10,1% r/r	10,0% r/r	--	9,4% r/r	Niższy od oczekiwań odczyt niemieckiego PKB w 1q18 wynikał ze słabszej konsumpcji (prawdopodobny efekt czynników jednoraz.) i niższych wydatków rządowych przy wzroście inwestycji.
GER: Wzrost PKB (wst., 1q)	8:00	2,3% r/r	1,8% r/r	--	1,6% r/r	Przyspieszenie PKB w oparciu o silny popyt krajowy. W 1q dynamika PKB osiągnęła najpewniej swój cykliczny szczyt.
POL: Wzrost PKB (wst., 1q)	10:00	4,9% r/r	4,8% r/r	5,3% r/r	5,1% r/r	Przyspieszenie inflacji CPI przy dodatnim wkładzie cen paliw i żywności.
POL: Inflacja CPI (kwi)	10:00	1,3% r/r	1,6% r/r	1,6% r/r	1,6% r/r	Dobre oceny bieżącej syt. kontrastują z oczekiwaniami co do przyszłości.
GER: Indeks instytutu ZEW (maj)	11:00	-8,2 pkt.	-8,2 pkt.	--	-8,2 pkt.	Wyhamowanie wzrostu w 1q (wynikające z czynników jednorazowych).
EUR: Wzrost PKB (wst., 1q)	11:00	2,8% r/r	2,5% r/r	--	2,5% r/r	Po przejściowych problemach na początku roku produkcja powróciła do wzrostu m/m.
EUR: Produkcja przemysłowa (mar)	11:00	2,6% r/r	3,6% r/r	--	3,0% r/r	Utrzymujący się silny popyt wewnętrzny będzie napędzał amerykańską gospodarkę.
USA: Sprzedaż detaliczna (kwi)	14:30	0,8% m/m	0,4% m/m	--	0,3% m/m	
<b>Środa, 16 maja</b>						
POL: Stopa referencyjna NBP (maj)	--	1,50%	1,50%	1,50%	--	Pomimo powrotu inflacji do przedziału odchyłań od celu, RPP utrzyma swoje gołębie nastawienie. Najbliższe posiedzenia pokażą rosnącą skłonność Rady do stabilizacji stóp w długim okresie.
GER: Inflacja CPI (rew., kwi)	8:00	1,6% r/r	1,6% r/r	--	--	Pomimo sygnałów rosnącej presji inflacyjnej w niektórych gospodarkach „rdzenia” Unii, brak presji inflacyjnej w całej strefie euro będzie stanowił przesłankę za utrzymaniem luźnej polityki pieniężnej przez długi czas.
GER: Inflacja HICP (rew., kwi)	8:00	1,5% r/r	1,4% r/r	--	--	
EUR: Inflacja HICP (rew., kwi)	11:00	1,3% r/r	1,2% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa HICP (kwi)	11:00	1,0% r/r	0,7% r/r	--	--	
POL: Inflacja bazowa (kwi)	14:00	0,7% r/r	0,6% r/r	0,7% r/r	--	Dane GUS sugerują ryzyko niższego od zakładanego przez nas odczytu inflacji. Główną przyczyną jest baza cen biletów lotniczych sprzed roku.
USA: Rozpoczęte budowy domów (kwi)	14:30	1319 tys.	1323 tys.	--	--	2q18 pokaże, że wbrew czynnikom jednorazowym (huragany, sroga zima) amerykańska gospodarka wkroczyła w kolejną fazę ożywienia.
USA: Produkcja przemysłowa (kwi)	15:15	0,5% m/m	0,6% m/m	--	--	
<b>Czwartek, 17 maja</b>						
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	211 tys.	--	--	--	Silny amerykański rynek pracy wspiera gospodarstwo domowe i amerykańską konsumpcję, która będzie jednym z głównych motorów ożywienia w 2018.
<b>Piątek, 18 maja</b>						
GER: Inflacja PPI (kwi)	8:00	1,9% r/r	1,8% r/r	--	--	Brak silnej presji inflacyjnej mimo odbicia cen ropy.
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (kwi)	10:00	3,7% r/r	3,7% r/r	3,7% r/r	--	Dane z rynku pracy pokazują, że pomimo silnego wzrostu gospodarczego i trwających procesów demograficznych presja płacowa (póki co) nie rośnie.
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (kwi)	10:00	6,7% r/r	7,2% r/r	7,2% r/r	--	

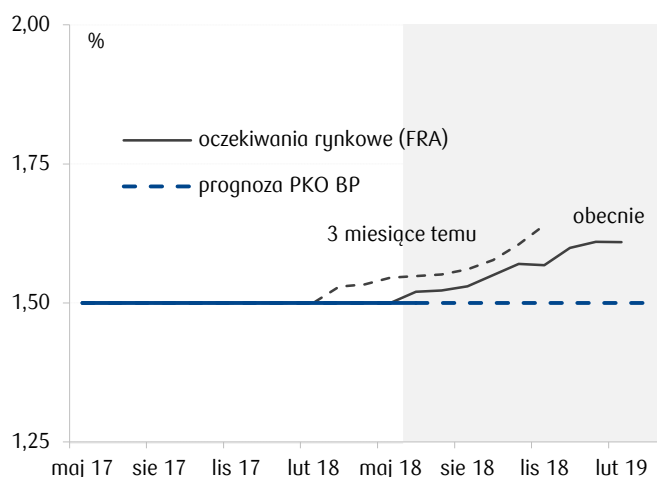
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski. \*dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters. ^przed publikacją danych o CPI.

## Polityka pieniężna

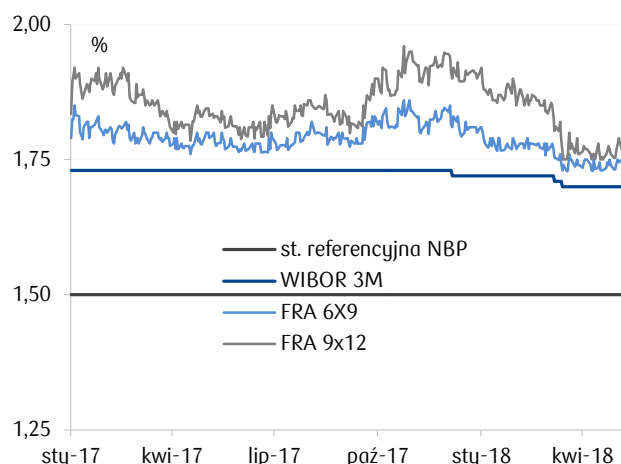
Członkowie RPP	Jastrzębiomierz*	Wybrane wypowiedzi
K. Zubelewicz	4,6	„Niestety wciąż pokutuje strach przed deflacją, niezależny od źródeł jej powstawania, oraz względnie wysoka tolerancja wobec inflacji, nawet wobec możliwości przejściowego utrzymania się inflacji na poziomie 4% (...) W związku z tym <b> nadal przypuszczam, że do końca 2019 nie uda się zbudować większości w Radzie Polityki Pieniężnej dla podwyżek stóp</b> (...) W przyszłym roku spodziewamy się silniejszej presji inflacyjnej niż w tym roku, ale skala tych zmian nie powinna być istotna dla członków Rady” (23.02.2018, Reuters).
E. Gatnar	4,3	„Jestem zwolennikiem działań wyprzedzających. Nie potrafię teraz <b>dokładnie powiedzieć kiedy powinny one zostać podjęte, ale druga połowa roku może być odpowiednia</b> . Według mnie, wtedy powinna pojawić się wyraźniejsza presja inflacyjna, co będzie uzasadniało podwyżkę stóp. (...) Bardziej się boję spóźnienia z reakcją niż minimalnego wyprzedzenia właściwego momentu. Grozi to bowiem tym, że trzeba będzie podwyższać stopy w czasie gdy gospodarka będzie zwalniać, i może się to nałożyć na cykl wyborczy, co nie jest pożądaną sytuacją.” (20.03.2018, PAP).
Ł. Hardt	3,5	„Wydaje się, że prawdopodobieństwo konieczności reakcji po stronie polityki pieniężnej w tym roku w tym momencie zbiega prawdopodobnie do zera (...) Widzę scenariusz stabilnych stóp procentowych, bo znowu tej transmisji (z wynagrodzeń na inflację bazową - PAP) może nie być (...) i scenariusz jednak reakcji, czyli podwyżki stóp również jest na stole. Wydaje mi się, że nie ma na stole w przyszłym roku scenariusza obniżki stóp procentowych. Mamy więc dwa scenariusze, których prawdopodobieństwa są podobne (...) Długoterminowe utrzymywanie inflacji powyżej celu byłoby dla mnie ciężkie do zaakceptowania i, w mojej ocenie, niezgodne z mandatem RPP.” (17.04.2018, PAP).
J. Osiatyński	3,1	„ <b>W sprawie najważniejszej – nacisku płac na inflację – jestem bardziej ostrożny niż wielu moich kolegów z Rady</b> (...) Takie przekonanie, że do 2020 będziemy sobie pływali na 'spokojnych wodach', wydaje mi się <b>ryzykowne</b> . Bardzo bym tego chciał, ale dobrze nie tworzyć sobie ułud, że tak na pewno będzie. (...) Nie chodzi o to, jaka będzie inflacja za pół roku. Chodzi o to, jakie będą nasze prognozy inflacji za pół roku.” (19.03.2018, Reuters).
R. Sura	2,6	„Odczyty inflacji za luty i marzec są niższe niż przewidywała projekcja i większość analityków. Na pewno dają nam większy komfort w prowadzeniu polityki pieniężnej i raczej oddalają perspektywę podwyżek stóp procentowych, o której się mówiło jeszcze w końcu ubiegłego roku. (...) <b>Z całą pewnością można powiedzieć, że w najbliższych 12 miesiącach nie zaistnieją przesłanki, które mogłyby nas skłonić do podwyżki</b> ” (20.04.2018, PAP).
J. Kropiwnicki	2,4	„Według mnie podwyżki stóp procentowych są tak samo prawdopodobne jak ich obniżki, chociaż <b>w tej chwili wydaje mi się, że bardziej prawdopodobne będzie postulowanie obniżek, ale raczej nie w tym roku</b> (...) Przyszedł czas, że mamy na tyle oddechu, że możemy się zastanawiać nad tym, <b>jakie skutki niestandardowych działań, różnego rodzaju, miały miejsce w krajach zachodnich, w Europie, poza Europą i które z nich i w jakich warunkach dałoby się zastosować w Polsce</b> ” (18.04.2018, PAP).
G. Ancyparowicz	1,9	„Stopa referencyjna jest na najlepszym możliwym poziomie i nie powinna być zmieniana w horyzoncie projekcji, która pokazuje przyzwoity wzrost i inflację w ryzach (...) <b>Jakakolwiek rozmowa o obniżkach nie jest nawet teoretyczna - to czysta fantazja. Obniżka prawdopodobnie i tak nie miałaby pożądanego efektu i Rada musiałaby "sięgnąć po niestandardowe narzędzia"</b> ” (20.04.2018, PAP).
A. Głapiński	1,5	„Zaryzykowałbym tezę, że <b>w perspektywie 2 lat nie widzę żadnych chmur, które zmusiłyby nas do zmiany stóp procentowych</b> , poza niespodziewanym rozwojem sytuacji (...) My cały czas czekamy, czekaliśmy, na moment, że te stopy trzeba będzie wreszcie podnosić. W tej chwili tak daleko wydłuża się ten okres, (...) że może ostatecznie nastąpić taki moment, że działanie w przeciwnym kierunku byłoby wskazane. Gdzieś tam w przyszłości, może po w wielu latach, im później tym lepiej, gdyby koniunktura w Polsce uległa istotnemu obniżeniu (...), to <b>trzeba by prowadzić intensywne prace analityczne, koncepcyjne nad innymi metodami pobudzania gospodarki</b> . (...) <b>Obniżanie stóp w Polsce to zawsze jest pewien problem, związany ze strukturą naszego systemu bankowego</b> ” (11.04.2018, PAP).
J. Żyżyński	1,2	„ <b>Nie ma popytu na kredyt takiego, żeby zmuszało to do podwyższania stóp procentowych</b> . Naszym celem jest ustabilizowanie oczekiwań i na razie nie ma powodu, żeby te oczekiwania zmieniać.” (10.10.2017r., PAP).
E. Łon	1,0	„Aktualna sytuacja gospodarcza w naszym kraju nie wymaga na razie zmiany stóp procentowych. (...) stabilność jest naszym atutem i prawdopodobnie w najbliższych kilku miesiącach będzie kontynuowana (...) W dalszej przyszłości możliwe są różne scenariusze, w tym scenariusz złagodzenia polityki pieniężnej dopuszczający także obniżenie stóp procentowych, gdyby okazało się, że pojawiają się symptomy pogorszenia nastrojów uczestników życia gospodarczego. Na razie jednak nie zanoszą się na pojawienie się tego typu zjawisk. Trzeba być czujnym i elastycznym.” (07.05.2018, PAP).

\*im wyższy wskaźnik tym bardziej „jastrzębie” poglądy. Z uwagi na brak wyników głosowań z udziałem członków „nowej” RPP uszeregowanie dokonane na podstawie wyników ankiety PAP (skala 1-5).

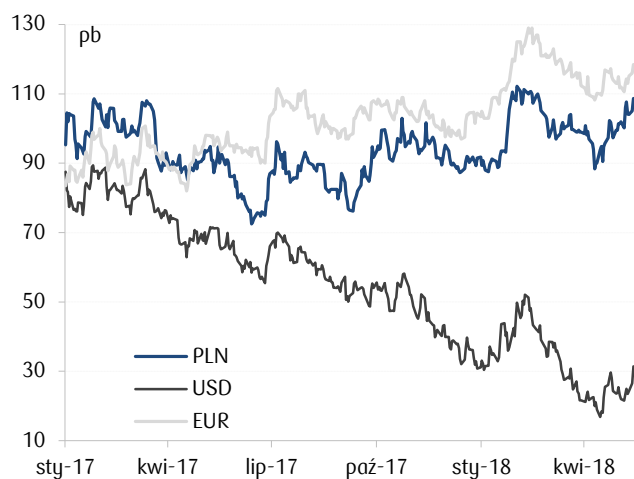
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



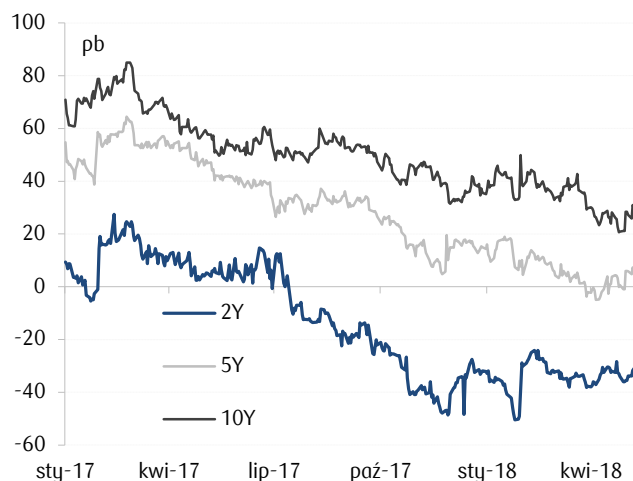
Krótkoterminowe stopy procentowe



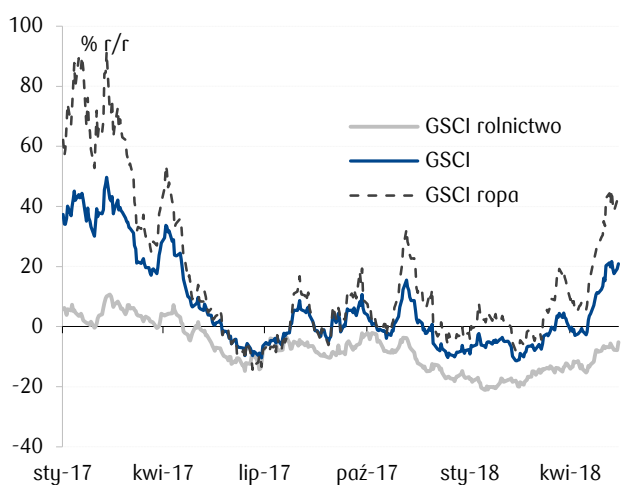
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



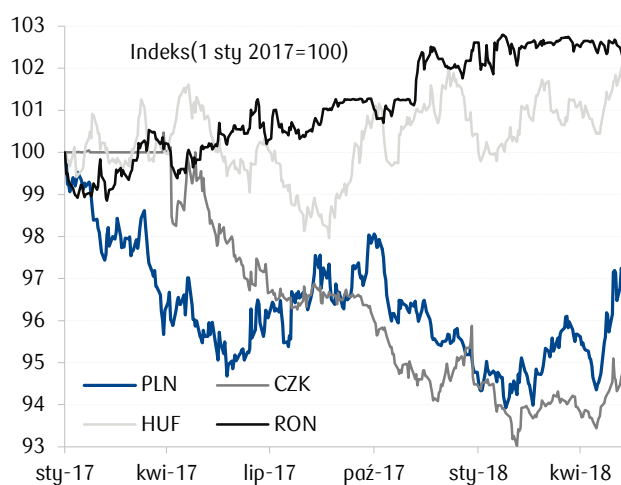
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne. \*dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.



## Polska w makro-pigułce

	2017	2018	Komentarz
<b>Sfera realna</b>			
- realny PKB (%)	4,6	4,6	Dynamika PKB utrzyma się na wysokim poziomie dzięki silnemu ożywieniu inwestycji (w szczególności publicznych) przy umiarkowanym spowolnieniu wzrostu konsumpcji (wzrost inflacji i stopy oszczędzania). Mocny popyt zagraniczny i strukturalna ekspansja eksportu usług zapewnią względnie neutralny wkład eksportu netto do dynamiki PKB, mimo ożywienia importu za sprawą mocnego popytu krajowego.
<b>Procesy inflacyjne</b>			
- inflacja CPI (%)	2,0	1,7	Inflacja bazowa będzie systematycznie rosła w trakcie 2018 za sprawą rosnących napięć na rynku pracy (wzrostowy trend dynamiki jednostkowych kosztów pracy) i mocnego popytu (coraz większa luka popytowa). Inflacja CPI będzie jednak przez cały 2018 poniżej celu za sprawą malejącej dynamiki cen żywności i efektów wysokiej bazy.
<b>Agregaty monetarne</b>			
- podaż pieniądza M3 (%)	4,6	6,7	Dobra koniunktura stymuluje wzrost popytu na kredyt, ale podaż kredytów będzie ograniczana przez rosnące potrzeby kapitałowe i strukturalnie obniżoną rentowność banków. Dynamika podaży pieniądza M3 może odbić wraz ze wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych i przyspieszeniem dynamiki depozytów.
<b>Równowaga zewnętrzna</b>			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,3	0,4	Wzrost popytu krajowego oraz cen surowców przekładać się będzie na odbicie dynamiki importu. W połączeniu ze spadkiem popytu eksportowego oznaczać to będzie utrwalenie deficytu obrotów towarowych. Zmiany strukturalne (w tym napływ inwestycji w centra usług biznesowych) przyczyniać się będą do dalszego wzrostu nadwyżki w handlu usługami, która umożliwi utrzymanie nadwyżki na całym rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego.
<b>Polityka fiskalna</b>			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-1,5	-1,9	Kontynuacja mocnego wzrostu konsumpcji i ożywienie importu (ekspansja bazy podatkowej) oraz dalsza poprawa ściągalskości podatków pozwolą utrzymać niski deficyt sektora finansów publicznych, mimo znacznego wzrostu inwestycji publicznych oraz wydatków związanych z obniżeniem wieku emerytalnego.
<b>Polityka pieniężna</b>			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	Zmiana funkcji reakcji RPP (większa waga wzrostu PKB) oraz efektywne zaostrzenie warunków monetarnych przez aprecjację PLN w ostatnich kwartałach ograniczają w naszej ocenie prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych NBP w 2018.

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, PKO Bank Polski. \*prognozy w trakcie rewizji.

## Zagranica w makro-pigułce

	2017	2018	Komentarz
<b>USA</b>			
- realny PKB (%)	2,3	2,7	Przyspieszenie dynamiki PKB (wspierane dodatkowo przez wchodzący w życie plan podatkowy Republikanów i D.Trumpa) oznacza, że FOMC będzie kontynuował podwyżki stóp w 2018. Spodziewamy się łącznie 4 podwyżek stóp Fed w 2018, co oznacza, że na koniec roku stopa fed funds zbliży się do długoterminowego poziomu równowagi ze wskazań członków FOMC.
- inflacja CPI (%)	2,1	2,6	
<b>Strefa euro</b>			
- realny PKB (%)	2,5	2,3	Ożywienie popytu wewnętrznego, który stał się ważnym motorem gospodarki strefy euro, zapowiada, że solidna ekspansja (z dynamiką PKB powyżej 2%) będzie kontynuowana w 2018. Poprawa koniunktury stanowi argument za odejściem od ultra-łagodnej polityki pieniężnej EBC, ale proces ten może być ograniczany przez aprecjację EUR oraz uporczywie niską inflację.
- inflacja HICP (%)	1,4	1,5	
<b>Chiny</b>			
- realny PKB (%)	6,9	6,5	Chiny będą kontynuować scenariusz „miękkiego lądowania”. Jednocześnie, z uwagi na wzrost cen surowców oraz problemy demograficzne (i wzrost wynagrodzeń) Chiny stały się eksporterem inflacji. Kluczowe dla przyszłości chińskiej gospodarki będzie ustabilizowanie długu sektora prywatnego, w tym struktury aktywów banków. Na razie chińskie władze, w tym bank centralny, stosują głównie działania doraźne, a w mniejszym stopniu reformy strukturalne, co utrzymuje ryzyko „twardego lądowania” w kolejnych latach.
- inflacja CPI (%)	1,5	2,3	

Źródło: FED, Eurostat, MFW, PKO Bank Polski.

## Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	2017^(%)	Prognoza 2018^(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
<b>USA</b>					
Stopa fed funds	1,50-1,75	1,25-1,50	2,25-2,50	+25pb (mar 2018)	Podkreślenie symetryczności celu inflacyjnego (w majowym komunikacie) oznacza, że FOMC może tolerować inflację nieznacznie powyżej celu Fed, ale nie zmienia oczekiwań na kontynuację podwyżek stóp (kolejna w czerwcu).
<b>Japonia</b>					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w styczniu 2016	Prezes BoJ zasugerował możliwość odejścia od ultra-łagodnej polityki pieniężnej począwszy od 2019. Wstępem do podwyżki stóp procentowych będzie ograniczanie QE, które jednak nie wydaje się prawdopodobne przed końcem 2018.
<b>Strefa euro</b>					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (mar 2016)	Przewidujemy, że QE zostanie całkowicie zakończone do końca 2018, ale będzie to połączone ze wzmocnieniem deklaracji utrzymania stóp procentowych bez zmian długo po zakończeniu programu (tj. nawet do 2h19). Wcześniej możliwa będzie korekta ujemnej stopy depozytowej.
<b>Wielka Brytania</b>					
Stopa bazowa	0,50	0,50	0,50	+25pb (lis 2017)	Odwroćenie efektów deprecjacji funta ograniczające inflację, spadek cen nieruchomości sugerujący słabszy wzrost inwestycji oraz niepewność dotycząca Brexitu oznaczają naszym zdaniem, że do podwyżek stóp BoE nie dojdzie przynajmniej do końca tego roku.
<b>Szwajcaria</b>					
Cel dla 3M Libor CHF	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-1,25 - -0,25	-50pb (sty 2015)	Wg projekcji SNB inflacja ma powrócić do celu w 3q20. Podwyżki stóp SNB przed 2019 (lub wyraźnie przed EBC) są wg nas mało prawdopodobne.
<b>Szwecja</b>					
Stopa refinansowa	-0,50	-0,50	-0,50	-15pb (lut 2016)	Obawy przed słabnącą konsumpcją i wzrostem PKB oraz przeceną na rynku nieruchomości powodują, że Riksbank może zacząć stopniowe podwyżki stóp procentowych dopiero w 2h19 w korelacji z działaniami EBC.
<b>Norwegia</b>					
Stopa bazowa	0,50	0,50	0,75	-25pb (mar 2016)	W marcowym raporcie inflacyjnym Norges Bank podniósł oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych sygnalizując, że pierwszych podwyżek należy się spodziewać w 3q18 (wobec końca 2018 w poprzedniej edycji dokumentu). Napływ słabszych danych z gosp. wskazuje na ryzyko przesunięcia podwyżki na 4q18.
<b>Czechy</b>					
Stopa refinansowa	0,75	0,50	1,00	+25pb (lut 2018)	Silna presja inflacyjna (w ocenie CNB) oznacza powrót do podwyżek stóp na przełomie 2018/2019.
<b>Węgry</b>					
Stopa bazowa	0,90	0,90	0,90	-15pb (maj 2016)	MNB deklaruje, że głównym narzędziem kształtowania polityki pieniężnej są obecnie nie stopy procentowe, a instrumenty niestandardowe. Sugeruje to stabilizację stóp w dłuższym horyzoncie.

Źródło: Banki centralne, Reuters, PKO Bank Polski. ^koniec okresu.

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.