

MFW nadal nie docenia polskiej gospodarki

Dziś w centrum uwagi:

- **Deklaracja premiera Katalonii** o podjęciu rozmów z władzami centralnymi ogranicza ryzyko polityczne i powinna wspierać europejskie aktywa.
- **Minutes z posiedzenia FOMC we wrześniu** pokażą wg nas narastanie jastrzębich nastrojów i potwierdzą oczekiwania na podwyżkę stóp w grudniu.

Przegląd wydarzeń:

- **Nowe prognozy MFW** kreślą **optymistyczny obraz globalnej i krajowej gospodarki**. Mocniej poprawie uległy prognozy dynamiki PKB dla strefy euro (do 2,2% i 2,3% w 2017 i 2018 r.), podczas gdy korekta oczekiwań co do polityki fiskalnej zaowocowała obniżką prognoz dla USA. Prognozy dla wzrostu gospodarczego Polski podniesiono odpowiednio do 3,8% i 3,3% z 3,4% i 3,2%. Naszym zdaniem prognozy MFW dla Polski są nadal zbyt niskie.
- G.Ancyparowicz z RPP potwierdziła stanowisko, że **stopy pozostaną bez zmian do połowy 2018 r.**, zaznaczając różnicę względem ocen Prezesa NBP (stabilizacja w całym 2018 r.). Niezmiennie gołębie stanowisko zaprezentował E.Łon, prezentując nawet koncepcję QE. E.Łon ma skrajnie gołębie poglądy, które nie są podzielane przez innych członków RPP, natomiast G.Ancyparowicz reprezentuje centrum, które rozstrzygnie o polityce stóp NBP.
- Niemiecka gospodarka nie wykazuje oznak negatywnego wpływu umocnienia EUR. **Przy silniejszym od prognoz wzroście eksportu i importu nadwyżka handlowa Niemiec zwiększyła się do 21,7 mld EUR (najwyżej od kwietnia 2016 r.)**, wspierając scenariusz przyspieszenia wzrostu PKB w 3q17. Odczyt sugeruje, że dynamika polskiego eksportu mogła spowolnić w sierpniu wobec lipca (gdy osiągnęła 10,2% r/r).
- Inflacja CPI na Węgrzech wyhamowała we wrześniu do 2,5% r/r (oczekiwano stabilizacji na poziomie 2,6% r/r) wobec niedoszacowanego wpływu efektu wysokiej bazy na spadek dynamiki cen paliw. Co istotne, inflacja bazowa wzrosła do 2,9% r/r z 2,8% r/r, a ceny żywności spadły o 0,1% m/m (podobnie jak wcześniejszy odczyt z Czech wpisały się w sezonowy wzorzec). Wskazuje to na **ryzyko silniejszego od naszych szacunków (PKO: 1,0% r/r vs konsensus 0,9% r/r) wzrostu inflacji bazowej w Polsce**.
- Produkcja przemysłowa w Wielkiej Brytanii wzrosła w sierpniu o 2,8% r/r, po zrewidowanym w górę wzroście o 2,7% r/r w lipcu. Sektor przemysłowy wykazuje oznaki ożywienia po trudnym początku roku, co **wspiera oczekiwania na podwyżkę stóp Banku Anglii w tym roku**.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

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

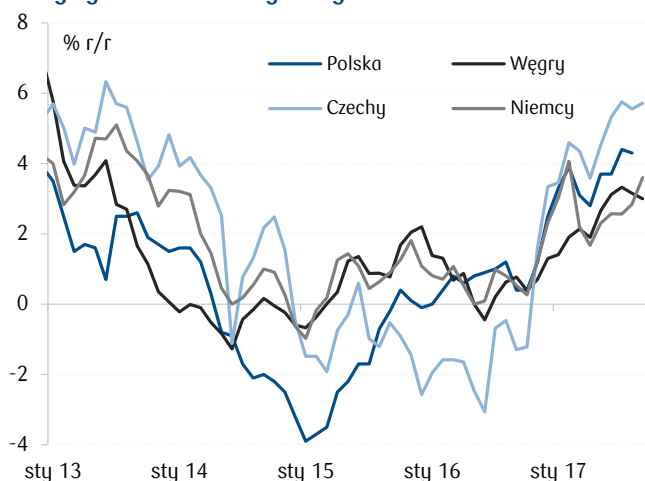
Marcin Czaplicki
Ekonomista
marcin.czaplicki@pkobp.pl
tel. 22 521 54 50

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

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

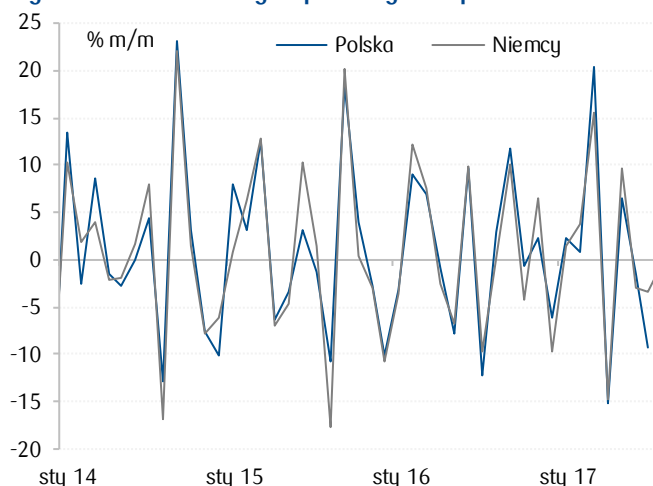
Mateusz Sosiński
Stażysta
mateusz.sosinski@pkobp.pl

Ceny żywności w naszym regionie



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Dynamika niemieckiego i polskiego eksportu



Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 6 października						
GER: Zamówienia w przemyśle (sie)	8:00	-0,4% m/m ⁽¹⁾	-0,7% m/m	--	3,6% m/m	Wysoki odczyt odzwierciedla zarówno efekty kalendarzowe jak i mocny trend zamówień z zagranicy. Dane sugerują umocnienie polskiego eksportu do Niemiec.
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz)	14:30	169 tys ⁽¹⁾	90 tys.	105 tys.	-33 tys.	Miesięczne dane z rynku pracy w USA mogą paradoksalnie (pomimo spadku zatrudnienia w sektorze pozarolniczym) wspierać FOMC w podjęciu decyzji o grudniowej podwyżce stóp. Przyspieszenie dynamiki płac miało najpewniej przejściowy charakter i wynikało ze spadku zatrudnienia w hotelarstwie i rozrywce (sektor z najniższymi wynagrodzeniami w USA).
USA: Stopa bezrobocia (wrz)	14:30	4,4%	4,4%	4,4%	4,2%	
USA: Przeciętna płaca (wrz)	14:30	2,7% r/r ⁽¹⁾	2,5% r/r	2,6% r/r	2,9% r/r	
Poniedziałek, 9 października						
GER: Produkcja przemysłowa (sie)	8:00	-0,1% m/m ⁽¹⁾	0,7% m/m	--	2,6% m/m	Mimo że silny odczyt produkcji przemysłowej w Niemczech wynika po części z efektów kalendarzowych, potwierdza on pozytywny obraz niemieckiej gospodarki, która w 3q rosta przynajmniej tak szybko jak w 2q (0,6% k/k sa). W połączeniu z jastrzębią retoryką CNB, wysoka inflacja, w tym bazowa, potwierdza scenariusz kolejnej podwyżki stóp na listopadowym (2 XI) posiedzeniu banku.
CZE: Inflacja CPI (wrz)	9:00	2,5% r/r	2,7% r/r	--	2,7% r/r	Indeks utrzymuje się na najwyższym od ponad 10 lat poziomie wskazując na pozytywne perspektywy dla gospodarki na początku 4q.
EUR: Indeks Sentix (paź)	10:30	28,2 pkt.	28,5 pkt.	--	29,7 pkt.	
Wtorek, 10 października						
GER: Eksport (sie)	8:00	0,2% m/m	1,0% m/m	--	3,1% m/m	W sierpniu gospodarka niemiecka nie odczuwała negatywnych skutków umocnienia euro. Wzrost nadwyżki handlowej powinien wspierać dalsze przyspieszenie dynamiki PKB w Niemczech w 3q17.
GER: Import (sie)	8:00	2,2% m/m	0,4% m/m	--	1,2% m/m	
GER: Bilans handlowy (sie)	8:00	19,3 mld EUR	20,3 mld EUR	--	21,6 mld EUR	
HUN: Inflacja CPI (wrz)	9:00	2,6% r/r	2,6% r/r	--	2,5% r/r	Wyhamowanie inflacji przy wzroście inflacji bazowej do 2,9% r/r z 2,8% r/r wobec celu inflacyjnego na poziomie 3,0%.
UK: Przetwórstwo przemysłowe (sie)	10:30	2,7% r/r	1,9% r/r	--	2,8% r/r	Sektor przemysłowy wykazuje oznaki ożywienia po trudnym początku roku, co wspiera oczekiwania na podwyżkę stóp Banku Anglii w tym roku.
Środa, 11 października						
USA: Raport JOLTS (sie)	16:00	6,17 mln	--	--	--	Raport pokaże najpewniej narastające nierównowagi na amerykańskim rynku pracy, które powinny przełożyć się na wzrost wynagrodzeń.
Czwartek, 12 października						
EUR: Produkcja przemysłowa (sie)	12:00	3,2% r/r	2,5% r/r	--	--	Wysokie odczyty PMI oraz wysokie wartości zamówień w Niemczech sugerują potencjał do pozytywnego zaskoczenia sierpniowymi wynikami produkcji.
POL: Inflacja CPI (rew., wrz)	14:00	1,8% r/r	2,2% r/r	2,2% r/r	--	Finalny odczyt inflacji powinien potwierdzić wzrost cen o 2,2% r/r we wrześniu związany zarówno z egzogenicznymi jak i endogenicznymi czynnikami.
Piątek, 13 października						
GER: Inflacja CPI (rew., wrz)	8:00	1,8% r/r	1,8% r/r	--	--	Inflacja w Niemczech znajduje się blisko celu EBC głównie za sprawą cen żywności i energii. Interesujące będzie jednak tempo wzrostu inflacji bazowej, na które zwraca uwagę EBC.
GER: Inflacja HICP (rew., wrz)	8:00	1,8% r/r	1,8% r/r	--	--	Inflacja bazowa najprawdopodobniej wzrosła we wrześniu z powodu wyższych cen leków oraz odzieży.
POL: Inflacja bazowa (wrz)	14:00	0,7% r/r	0,9% r/r	1,0% r/r	--	Argumentów za podnoszeniem stóp dla Fed dostarcza obecnie rozgrzany rynek pracy.
USA: Inflacja bazowa (wrz)	14:30	1,7% r/r	1,8% r/r	--	--	„Przebudzenie” inflacji (pierwszy od dłuższego czasu wskaźnik powyżej 2% r/r) utwierdzi tylko jastrzębie nastroje w FOMC.
USA: Inflacja CPI (wrz)	14:30	1,9% r/r	2,3% r/r	--	--	
USA: Sprzedaż detaliczna (wrz)	14:30	-0,2% m/m	1,7% m/m	--	--	Odczyty wskażą czy gospodarka we wrześniu jeszcze odczuwała skutki huraganów, czy znajdowała się już w okresie odbudowy.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wst., paź)	16:00	95,1 pkt.	95,4 pkt.	--	--	

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski. *dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters. ⁽¹⁾ po rewizji.

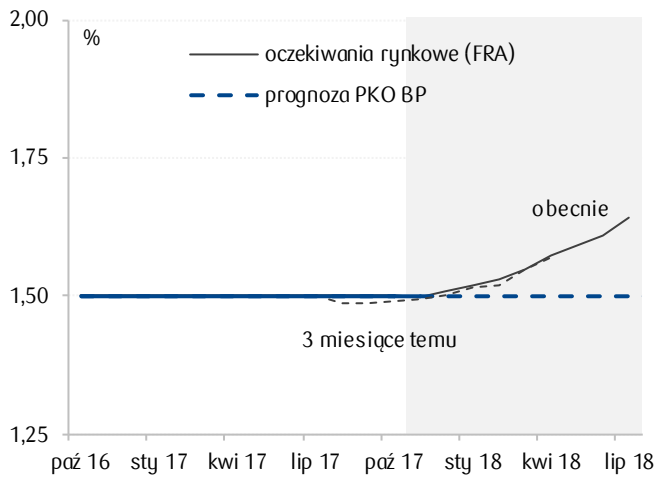
Polityka pieniężna

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

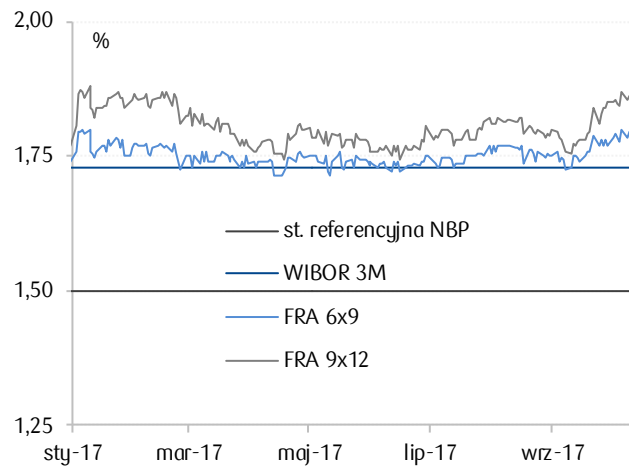
K. Zubelewicz	4,8	„Powinniśmy się dogadać na ostrożną podwyżkę w tym roku - im wcześniej tym lepiej - by uniknąć przekroczenia 2,5% inflacji, a potem poczekać do połowy 2018 r., żeby zobaczyć, co się wydarzy. (...) Chciałbym, żeby większość potrzebna do podwyżki zebrała się zanim będzie za późno (...) Podwyżka stóp teraz oznaczałaby zacieśnianie najniższym możliwym kosztem i uniknięcie decyzji w przyszłości, które mogłyby przyjść większym kosztem i być bardziej zauważalne (...) Inflacja nieuchronnie zmierza do celu, który tak czy inaczej uważam za zbyt wysoki (...) Moje argumenty za podwyżką stóp w tym roku są niezależne od ryzyk związanych z ujemnymi realnymi stopami procentowymi” (17.07.2017, PAP)
E. Gatnar	4,1	„Gdyby presja płacowa wzrosła zgodnie z moimi przewidywaniami i inflacja znalazła się w okolicach celu, to uważam, że w pierwszym kwartale przyszłego roku można byłoby rozważyć podwyżkę stóp procentowych. (...) Jestem zwolennikiem stopniowego zacieśniania polityki monetarnej, czyli podwyżki o 25 punktów bazowych. (...) Moim zdaniem w Radzie Polityki Pieniężnej rośnie świadomość niekorzystnych skutków, jakie niesie ze sobą utrzymanie się przez długi czas ujemnych realnych stóp procentowych. Widać to choćby w comiesięcznych 'minutes'. (...) Gdyby więc decyzja o podwyżce stóp podjęta zbyt późno, to jej skutki mogłyby się nałożyć na okres słabszej koniunktury, co mogłoby zaszkodzić gospodarce.” (21.09.2017, Reuters)
Ł. Hardt	3,7	„Stwierdzenie, że do końca 2018 roku w polityce pieniężnej nic się nie zmieni obarczone jest ryzykiem (...) nie można wykluczyć, że jednak napięcia po podażowej stronie rynku pracy, prowadząc do wyższej płac przekraczającej wzrost wydajności, spowodują przyrost inflacji (...) Wtedy reakcja (RPP) może być konieczna na początku 2018 roku (...) Wydaje mi się, że scenariusz wzrostu presji inflacyjnej i w konsekwencji konieczności rozważenia zacieśnienia polityki pieniężnej, jak też scenariusz status quo są teraz równie prawdopodobne” (09.10.2017, Reuters)
J. Kropiwnicki	2,3	„Nie widzę zagrożeń ze strony ujemnych realnych stóp procentowych i na podstawie danych, które są obecnie dostępne nie widzę powodu do rewizji poziomu stóp procentowych w ciągu kolejnych 24 miesięcy. Zdanie to może ulegać zmianie wraz z napływem kolejnych informacji, szczególnie w listopadzie. (...) Spadek wartości depozytów gospodarstw domowych niepokoi mnie, ale w sposób teoretyczny, ponieważ nie do końca możemy z tym coś zrobić. Normalnie rozumuje się w ten sposób, że stopy procentowe banku centralnego mają wpływ nie tylko na cenę kredytu, ale również na oprocentowanie depozytów. W Polsce ten wpływ jest praktycznie żaden, więc ewentualna podwyżka stóp proc. nie zwiększyłaby oprocentowania depozytów, a na pewno zwiększyłaby oprocentowanie kredytów”. (16.09.2017, PAP)
G. Ancyparowicz	2,3	„Mogę mówić we własnym imieniu i to co deklarował prezes NBP, który mówił, że stopy pozostaną bez zmian w przyszłym roku. Ja, osobiście uważam, że pozostaną bez zmian raczej do połowy przyszłego roku” (10.10.2017, PAP)
J. Osiatyński	2,2	„Gdyby rzeczywiście wystąpił nacisk na ceny ze strony jednostkowych kosztów pracy i nie byłoby przeciwdziałania temu ze strony rządu w drodze porozumień trójstronnych, to wtedy nie tylko, że taki wniosek o podwyżkę stóp (...) mógłbym poprzeć, ale sam z takim wnioskiem mógłbym wystąpić (...) Pan prezes Glapiński i część moich kolegów w Radzie ma większe przekonanie co do tego, że jednostkowe koszty pracy będą pod kontrolą być może przez cały okres obecnej kadencji Rady i że nie będą one prowadzić do przyspieszenia inflacji (...) Ja takiej pewności nie mam (...) Ostatnia projekcja inflacyjna nie wskazuje na to, by te moje obawy związane z jednostkowymi kosztami pracy i inflacją mogły się urzeczywistnić w najbliższych miesiącach” (14.07.2017, PAP)
R. Sura	1,8	„Gdy nie nastąpią żadne szoki zewnętrzne (...) czy nie będą miały miejsca jakieś anomalie pogodowe, a kolejna projekcja inflacji pokaże ścieżkę inflacji do 2019 roku w ramach celu inflacyjnego, to absolutnie nie widzę podstaw, aby w 2018 roku doszło do jakiegoś ruchu w zakresie stóp. (...) Presja płacowa nie wskazuje na dzień dzisiejszy potrzeby myślenia o podwyżce stop w najbliższych kwartałach. Jednak jeśli ten proces uległ zdynamizowaniu, to należałoby się nad tym poważnie zastanawiać.” (22.09.2017, Reuters)
A. Glapiński	1,3	„Głównym pytaniem od pewnego czasu jest to, czy Rada nie powinna przyspieszyć się w perspektywie kilku kwartałów do zmiany nastawienia w polityce pieniężnej lub też nawet zmiany oprocentowania. Niczego takiego w tej chwili nie widać. (...) Nawet do końca 2018 r. może nie zajść potrzeba zmiany stóp procentowych, jeżeli inflacja będzie zachowywała się tak jak przewidujemy. (...) Spodziewamy się, że przez dłuższy (inflacja) będzie się kołysać wokół 2% i nie dotkniemy celu inflacyjnego.” (17.05.2017, Reuters)
E. Łon	1,2	„Być może w najbliższych kilku miesiącach pojawi się potrzeba złagodzenia polskiej polityki pieniężnej. Coraz bardziej intensywnie myślę o perspektywie obniżki stóp procentowych NBP o 50 pkt. bazowych. (...) warto zauważyć, że z uwagi na silne umocnienie kursu złotego w okresie od połowy grudnia poprzedniego roku uwarunkowania monetarne w naszym kraju uległy zaostrzeniu” (11.09.2017, PAP)
J. Żyżyński	1,1	„Dopiero jeśli wzrost gospodarczy przełoży się na zbyt dużą akcję kredytową, to wtedy trzeba będzie reagować. A dopóki inflacja jest w przedziale celu inflacyjnego, to możemy nie reagować. (...) Na razie wszystko wskazuje na to, że rok 2018 będzie stabilny, jeśli chodzi o poziom stóp procentowych. (...) Nie ma sensu schładzać gospodarki, żeby ograniczyć wzrost płac, skoro akcja kredytowa nie rośnie nadmiernie.” (25.09.2017r., Reuters)

*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).

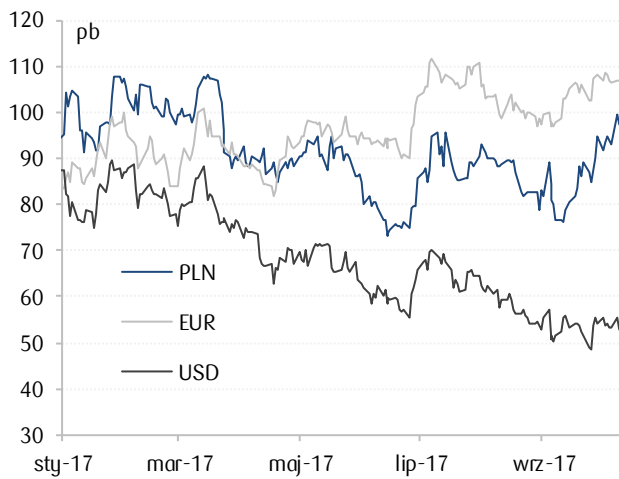
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



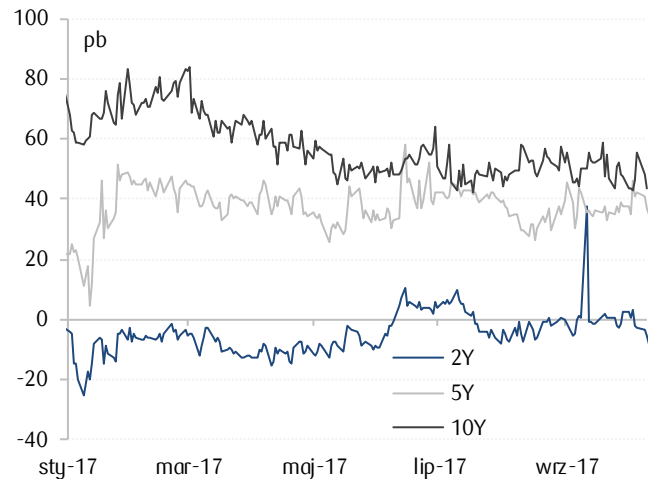
Krótkoterminowe stopy procentowe



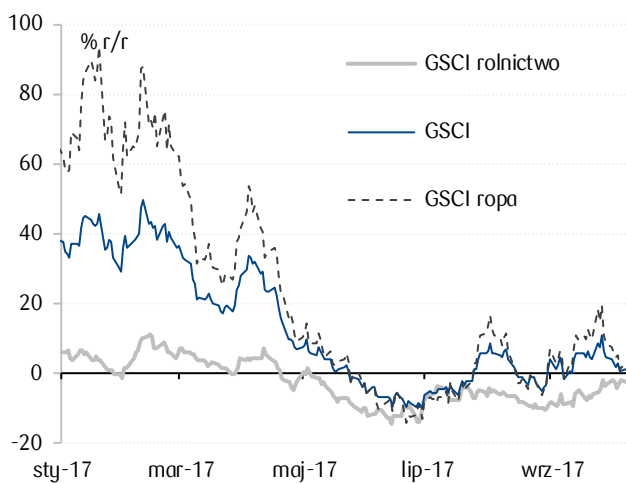
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



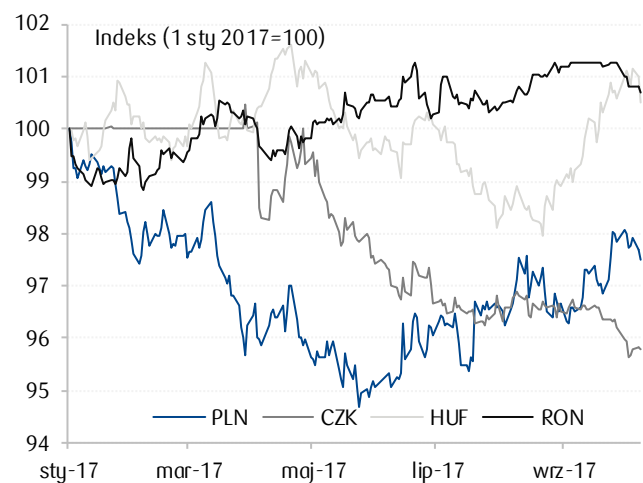
Spread asset swap dla PLN



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

	2016	2017	Komentarz
Sfera realna			Po krótkim i płytkim spowolnieniu w trakcie 2016 r., wzrost PKB w 2017 r. będzie wyraźnie przyspieszać przy mocnym odbiciu dynamiki inwestycji, względnie stabilnym wzroście konsumpcji oraz nieznacznie dodatniej kontrybucji eksportu netto.
- realny PKB (%)	2,7	4,2	
Procesy inflacyjne			Malejąca presja cenowa ze strony cen towarów będzie równoważona przez wyższe ceny usług, co łącznie przełoży się na nieznaczny wzrost inflacji CPI niemal w całej drugiej połowie 2017 r. Istotnymi czynnikami ryzyka w górę są regulacje i ceny surowców.
- inflacja CPI (%)	-0,6	1,9	
Agregaty monetarne			Przewidujemy osłabienie wzrostu podaży pieniądza (M3), przy czym głównym czynnikiem zmian reakcji pieniądza będzie nadal przyrost zadłużenia rządowego netto. Wzrost popytu (w szczególności ze strony przedsiębiorstw) będzie wspierał wzrost akcji kredytowej, niemniej podaż kredytów będzie ograniczana przez rosnące potrzeby kapitałowe banków.
- podaż pieniądza M3 (%)	9,6	5,1	
Równowaga zewnętrzna			Wzrost popytu krajowego 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.
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,2	-0,5	
Polityka fiskalna			W 2017 r. deficyt fiskalny powinien być zbliżony do ubiegłorocznego, przy czym wzrost deficytu strukturalnego (w dużej mierze za sprawą wzrostu inwestycji publicznych w podsektorze samorządowym) zostanie zneutralizowany przez cykliczny wzrost dochodów i poprawę ścisłości podatków.
- deficyt fiskalny (% PKB)	-2,4	-2,4	
Polityka pieniężna			Przy wciąż ograniczonej presji inflacyjnej stopy procentowe NBP pozostaną stabilne do 4q18, nawet mimo znacznego wzrostu dynamiki PKB. Rozkład ryzyka dla prognozy pozostaje asymetryczny (wśród scenariuszy alternatywnych najwyższe prawdopodobieństwo przyjmuje scenariusz przesunięcia podwyżek na 2019 r.).
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	

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

Zagranica w makro-pigułce

	2016	2017	Komentarz
USA			Dobre dane z pierwszej połowy 2017 r. wspierają oczekiwania na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w całym roku, któremu towarzyszyć będzie wyższa inflacja. Z uwagi na przejściowy charakter oczekiwanego osłabienia dynamiki PKB w 3q oraz wakacyjnego wyhamowania inflacji FOMC będzie kontynuował podwyżki stóp. Mimo słabszych danych z gospodarki na początku jesieni Komitet dotrzyma wrześniowego zobowiązania i podniesie stopy w grudniu.
- realny PKB (%)	1,6	2,2	
- inflacja CPI (%)	1,3	2,1	
Strefa euro			Wyraźna poprawa wyników ankietowych badań koniunktury oraz twardych danych sugerują wyraźne przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro w 2017 r. Czynnikiem ograniczającym poprawę koniunktury może być nadmierne zacieśnienie warunków finansowych (wzrost EURUSD oraz rynkowych stóp procentowych i spreadów kredytowych). Poprawa koniunktury stanowi argument za odejściem od ultra-łagodnej polityki pieniężnej EBC, ale proces ten może być ograniczany przez uporczywie niską inflację.
- realny PKB (%)	1,7	2,2	
- inflacja HICP (%)	0,2	1,6	
Chiny			W tym roku Chiny będą kontynuowały scenariusz „miękkiego lądowania”, a pod koniec roku KPCh najpewniej zaakceptuje wzrost gospodarczy poniżej 6,5%. 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.
- realny PKB (%)	6,7	6,5	
- inflacja CPI (%)	2,0	2,1	

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

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, zarejestrowany 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.