

Wybory w Niemczech zmienią Europę?

Dziś w centrum uwagi:

- W Niemczech kończy się kampania przed niedzielnymi wyborami do Bundestagu. Więcej na ten temat na str. 2-3.
- Wstępne PMI za wrzesień dla Niemiec i całej strefy euro powinny utrzymać się na wysokich poziomach, potwierdzając kontynuację dobrej koniunktury. Ważne będą subindeksy (np. zamówienia eksportowe) wskazujące, w jaki sposób gospodarka reaguje na aprecjację EUR.
- W kontekście aprecjacji EUR i jej wpływu na politykę EBC ważne będzie kolejne wystąpienie M. Dragiego (godz. 10:00).
- PMI dla USA będzie wskazówką jak znaczne może być przejściowe spowolnienie związane z huraganami (już odzwierciedlone w niższej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w sierpniu). W tym kontekście, nie należy się sugerować stabilnym indeksem Empire State, czy mocnym Philly Fed, gdyż ankiety te nie obejmują terenów objętych huraganami.
- Oficjalne dane GUS nt. stopy bezrobocia rejestrowanego w sierpniu (PKO i konsensus: 7,0%) mogą się okazać niższe od szacunku MRPIPS (7,1%).
- Krajowe statystyki pieniężne za sierpień pokażą wg nas przyspieszenie akcji kredytowej i wzrost dynamiki podaży pieniądza M3.

Przegląd wydarzeń:

- Norges Bank nieoczekiwanie podwyższył przewidywaną ścieżkę stóp procentowych (pierwsza podwyżka już w 2h18 wobec 2q19 w prognozach z czerwca), prowadząc do aprecjacji NOK (więcej str. 4).
- Wskaźniki koniunktury GUS za wrzesień pokazały dalszy wzrost optymizmu firm w Polsce (więcej na str. 4).
- [Minutes](#) z posiedzenia RPP we wrześniu potwierdziło rosnące podziały w Radzie przy dominacji gołębiej frakcji (szczegóły na str. 4).
- Podczas wczorajszego [wystąpienia](#), M.Draghi podkreślił, że polityka pieniężna nie jest odpowiednim instrumentem do walki z bańkami spekulacyjnymi.
- S&P po raz pierwszy od 1999 r. obniżył rating Chin, wskazując na zagrożenie związane z nadmiernym zadłużeniem. To już 2. w tym roku obniżka ratingu Chin (w maju Moody's), ale wg nas jest to spóźniona reakcja, a nie zapowiedź nasilenia trudności Chin względem dotychczasowych obaw.

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

Zagregowany wskaźnik koniunktury GUS



Źródło: GUS, tagcrowd.com, PKO Bank Polski.

Minutes RPP

aktywności aktywow będzie cen dalszy
dynamika dynamiki eksportu euro
gospodarce granica inflacja inflacji
inwestycji kolejnych
koniunktury konsumentów kontynuacje mimo nadal nbp niska
opinii pieniężnej pkb plac podkreślano polityki
poziomie pracy procentowe przedsiębiorstw przez przy
rada rynku środków stabilizacja stanach stopa stopniowe stopy strefie
temat umiarkowana wskazywano wzrost
wzrostu zatrudnienia zjednoczonych

Wybory w Niemczech

Odbijające się w najbliższą niedzielę wybory parlamentarne w Niemczech są istotne z uwagi na możliwe korekty w polityce fiskalnej największej gospodarki strefy euro (pytanie o siłę SPD), postrzeganie stabilności i integralności strefy euro (pytanie o wynik AfD i Die Linke), a także w kontekście przyszłego kursu polityki pieniężnej EBC. Największe szanse na pierwsze miejsce wg sondaży ma sojusz CDU/CSU pod przewodnictwem Angeli Merkel (patrz wykres poniżej), a niepewność dotyczy wyłącznie składu rządzącej koalicji, którą CDU/CSU będzie musiało utworzyć, aby mieć większość.

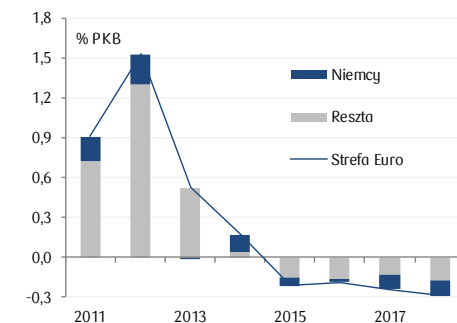
Wydaje się też, że zabraknie głosów do powstania rządu większościowego z gospodarczymi liberałami z FDP, więc partia Angeli Merkel musiałaby do takiej koalicji doprosić jeszcze Zielonych albo kontynuować wielką koalicję z SPD (skrót programów największych partii w tabeli na str. 3).

Najbardziej prawdopodobna wielka koalicja z SPD wydaje się konsekwentnie zbliżać polityki Niemiec i Francji, jako że program SPD jest zbliżony z polityką prezydenta Macrona. Może to mieć odzwierciedlenie w utworzeniu: (1) budżetu strefy euro, (2) europejskiego odpowiednika MFW oraz w większej koordynacji polityki gospodarczej na poziomie europejskim, mimo dotychczas niekonkluzywnej postawy CDU/CSU w tej sprawie. **„Wielka koalicja” zwiększyłaby szanse na poluzowanie polityki fiskalnej Niemiec poprzez większe inwestycje publiczne** - do czego nawołuje Komisja Europejska i EBC - aby wzmocnić wzrost gospodarczy nie tylko w Niemczech, ale także i w pozostałych państwach strefy euro.

Koalicja z FDP (i ewentualnie z Zielonymi) to większe problemy z ustaleniem wspólnego zdania w sprawach krajowej polityki fiskalnej. FDP postuluje dalsze zmniejszanie długu publicznego, a więc kontynuację zacieśnienia fiskalnego oraz zakończenie luźnej polityki EBC. Z kolei Zieloni podobnie jak instytucje europejskie oczekują raczej zakończenia „okresu oszczędzania”. Partie mają również odmienne zdania w sprawie polityki energetycznej: Zieloni są za dalszym odejściem od polityki opartej na węglu, a FDP optuje za rozwiązaniami rynkowymi.

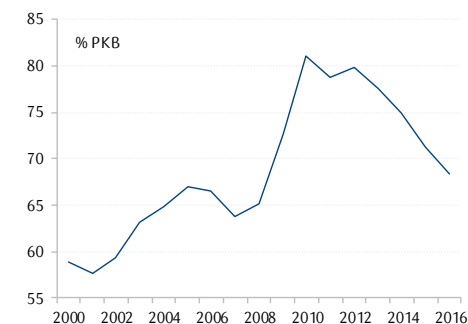
Koalicja CDU/CSU z SPD będzie prawdopodobnie skutkowałą kontynuacją kompromisów i naciskiem na większą integrację europejską, z kolei sojusz z FDP oznaczać może zaostrenie kursu wobec państw południowej Europy, zwłaszcza gdyby zrealizował się scenariusz powołania Jensa Weidmanna (obecnego prezesa Bundesbanku) na stanowisko szefa EBC.

Strefa euro - impuls fiskalny



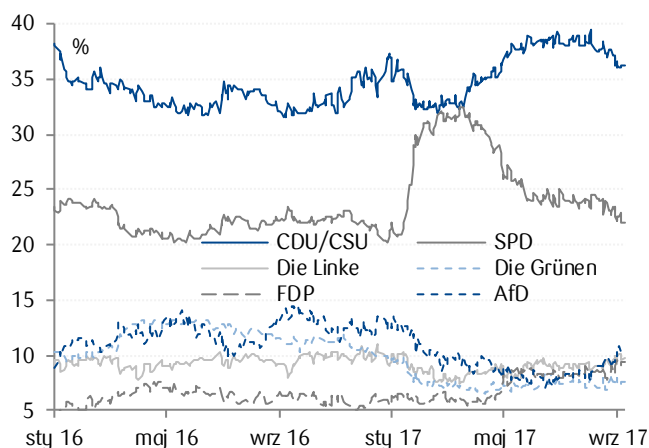
Źródło: AMECO, PKO Bank Polski.

Dług publiczny Niemiec (ESA2010)



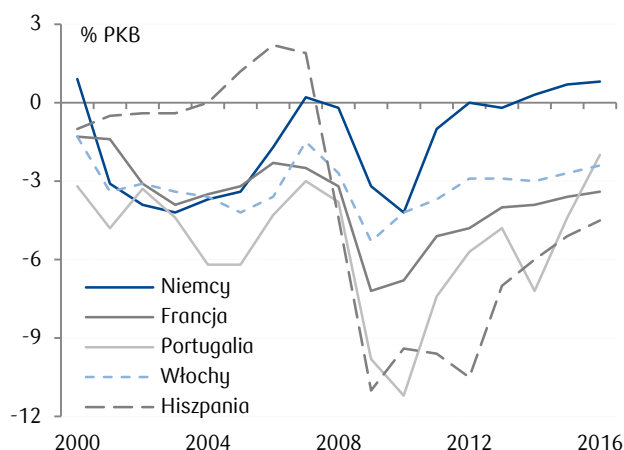
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Wyniki sondaży w Niemczech



Źródło: Pracownice sondażowe, Eurostat, PKO Bank Polski.

Wynik sektora publicznego w krajach strefy euro



Partia Liderzy	CDU/CSU Angela Merkel	SPD Martin Schulz	Die Linke Sahra Wagenknecht / Dietmar Bartsch	FDP Christian Lindner	Die Grünen Katrin Göring-Eckardt / Cem Özdemir	AfD Alice Weidel / Alexander Gauland
Euro	Brak zgody na współdzielenie długu strefy euro poprzez emisję euroobligacji. Utrzymanie euro. Merkel jest otwarta na wspólny budżet strefy euro oraz stworzenie Europejskiego Funduszu Walutowego.	Utworzenie wspólnego budżetu strefy euro i Europejskiego Funduszu Walutowego. Utrzymanie wspólnej waluty, zakończenie polityki oszczędności budżetowych.	Stworzenie europejskiego planu inwestycyjnego. Zakończenie niemieckiej dominacji w Unii Europejskiej.	Brak współdzielenia długu w strefie euro, umożliwienie opuszczania ugrupowania przez poszczególne państwa. Zakończenie polityki niskich stóp procentowych przez EBC.	Brak jednoznacznego stanowiska w sprawie euroobligacji, stworzenie programu „równoważonych inwestycji”, które mają napędzić europejską gospodarkę.	Opuszczenie strefy euro i powrót do marki niemieckiej.
Podatki / gospodarka	Obniżka podatków o 15 mld EUR, brak podatku dla najbogatszych. Zbilansowany budżet, wzrost nakładów na badania rządowe i fundusze rozwojowe.	Obniżki podatków dla klasy średniej (sumarycznie 10 mld EUR), podniesienie wydatków na infrastrukturę, opiekę nad dziećmi i mieszkania komunalne.	Odrzucenie zbilansowanego budżetu, wprowadzenie 75% podatku dla najwyższej zarabiających, wszystkie banki własnością publiczną.	Obniżka podatków o 30 mld EUR, redukcja długu publicznego.	Wprowadzenie podatku dla najbogatszych Niemców.	Obniżki podatków dla nisko- i średniozarabiających. Możliwość przejścia na emeryturę z pełnią praw po 45 latach pracy.
Rosja	Merkel nawołuje do utrzymywania sankcji aż do efektywnego wejścia w życie zawieszenia broni na wschodzie Ukrainy.	Stopniowe łagodzenie sankcji równoległe do postępu w realizacji porozumień pokojowych na Ukrainie.	Porzucenie sankcji i zakończenie ekspansji NATO na wschód.	Utrzymanie sankcji w celu ukarania Rosji aż do zakończenia okupacji Krymu.	Utrzymanie sankcji dla podkreślenia ochrony Europy Wschodniej.	Zakończenie sankcji, wzmocnienie powiązań ekonomicznych z Rosją.
USA / Trump	Stany Zjednoczone „najważniejszym partnerem poza Europą”, jednakże mniej pewnym niż w przeszłości. Walka z niesprawiedliwymi warunkami handlu.	Stany Zjednoczone jako największy partner poza Europą, bez względu na to kto jest prezydentem. Utrudnienia w handlu wymagają reakcji ze strony Unii Europejskiej.	Usunięcie amerykańskiej broni atomowej z terytorium Niemiec, zamknięcie baz wojskowych Stanów Zjednoczonych w Niemczech.	Obrońca wolnego handlu, unikanie „antyamerykanizmu”, utrzymanie partnerstwa transatlantyckiego przy umocnieniu Unii Europejskiej.	Rozwój relacji transatlantyckich z USA i oraz społeczeństwa przy umocnieniu obywatelskiego.	Stany Zjednoczone najważniejszym partnerem, ale Niemcy potrzebują własnej strategii bezpieczeństwa.
Obronność	Podniesienie wydatków na obronność do 2% PKB do 2024 r., aby spełnić cel NATO.	Nie chcą podnosić wydatków obronnych do 2% PKB. Chcą, aby wydatki na obronność rosły w równym stopniu co wydatki na pomoc humanitarną.	Obcięcie wydatków na wojsko, wycofanie wojsk niemieckich ze wszystkich misji zagranicznych.	Podniesienie wspólnych wydatków obronnych i rozwojowych do 3% PKB.	Nie zgadzają się na wydatkowanie 2% PKB na obronność, koncentracja na działaniach prewencyjnych (zapobieganie kryzysom).	Wzmocnienie europejskiego filaru NATO, przywrócenie poboru zniesionego przez Merkel.
Uchodźcy	Utrzymanie napływu uchodźców na „permanentnie niskim” poziomie. Szybsze deportacje z Niemiec uchodźców, którzy nie otrzymali azylu w tym kraju.	Prawo azylowe bez zmian, ale z silniejszymi środkami zaradczymi jak deportacje i kontrola granic Unii Europejskiej.	Wszyscy uchodźcy mają prawo pozostania w Niemczech.	Trójfilarowy system z azylem politycznym, tymczasowymi prawami dla uchodźców wojennych i regularną imigracją.	Liberalna polityka azylowa, preferowane dobrowolne powroty nad deportacjami.	Zamknięcie granic dla zatrzymania „nieuregulowanej” masowej migracji.
Energia / klimat	Realizacja rządowej strategii odnawialnych źródeł energii, z zastrzeżeniem utrzymania przystępnych cen energii. Utrzymanie paryskiego porozumienia klimatycznego, zakończenie wykorzystania węgla w długim terminie.	Rozważenie „alternatywnych modeli” finansowania strategii OZE opartych na subsydiach. Utrzymanie porozumienia paryskiego, nie zajęli stanowiska co do wydobycia węgla.	Likwidacja aukcji czystej energii, przywrócenie poprzedniego, wysokiego poziomu wsparcia dla OZE. Sprostanie celom wyznaczonym przez porozumienie paryskie.	Pozostawienie dotacji do OZE aż do wygaśnięcia. Obcięcie podatków, które finansują „zmianę energetyczną”.	Wprowadzenie narodowego podatku węglowego, likwidacja sektorowych zwolnień z podatku od energii odnawialnej. Kontynuacja wprowadzania w życie postanowień porozumień paryskich.	Wycofanie się z porozumienia paryskiego, natychmiastowe zakończenie subsydiowania OZE.

Źródło: Bloomberg; programy partii politycznych jako link po kliknięciu w nazwę partii.

Norges Bank bardziej jastrzębi

Norges Bank nieoczekiwanie podwyższył przewidywaną ścieżkę stóp procentowych. Obecna implikuje pierwszą podwyżkę już w 2h18 wobec 2q19 w poprzednich prognozach z czerwca br. Bardziej jastrzębie nastawienie wynika ze wzrostu optymizmu w gospodarce, solidnego popytu zarówno w kraju, jak i za granicą (co zwiększa prognozowaną lukę popytową) oraz wzrostu cen ropy.

Norges Bank podniósł prognozy wzrostu PKB (bieżące) oraz inflacji bazowej (w średnim okresie) w stosunku do czerwcowej projekcji. Jednocześnie wskazał, że jedną z przyczyn szybszego wzrostu cen będzie nadspodziewanie wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych.

Dobra koniunktura, mimo rosnących barier kadrowych

Wskaźniki koniunktury GUS za wrzesień wskazały na kontynuację pozytywnych tendencji w polskiej gospodarce. Wskaźniki we wszystkich sektorach pozostają we wzrostowym trendzie, czego odzwierciedleniem jest dalszy wzrost zagregowanego wskaźnika koniunktury (wykres na marginesie). Zarówno w przetwórstwie przemysłowym, jak i budownictwie portfel zamówień oceniany jest pozytywnie, przy czym w budownictwie odnotowano najwyższe od listopada 2008 r. wykorzystanie mocy produkcyjnych.

W większości branż (szczególnie w handlu detalicznym i budownictwie) przedsiębiorcy coraz częściej zgłaszają brak wykwalifikowanych pracowników jako barierę rozwoju. Wraz z większym wykorzystaniem mocy może skłonić to przedsiębiorstwa do wzrostu inwestycji prowadzących do ograniczenia pracochłonności procesów produkcyjnych. Trzeba się również liczyć z oczekiwanym przez nas przyspieszeniem wzrostu płac (do 7-8% r/r w 4q17 i więcej w 2018 r.).

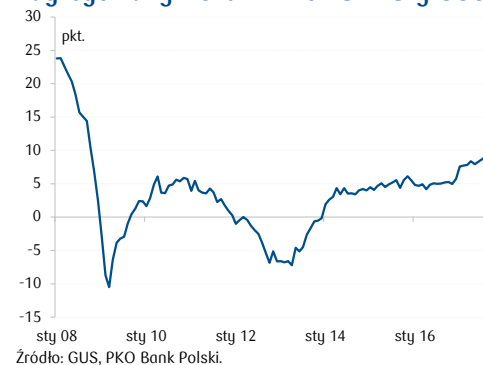
Rozdźwięki w RPP

Minutes z posiedzenia RPP we wrześniu potwierdziły gołębie nastawienie większości członków Rady. Zwrócono uwagę, że pomimo odbicia koniunktury za granicą, presja inflacyjna płynąca z otoczenia zewnętrznego pozostaje słaba. Podbudowuje to przekonanie Rady o niskiej dynamice cen w przyszłości. Może ona być zaburzona głównie przez czynniki niebazowe.

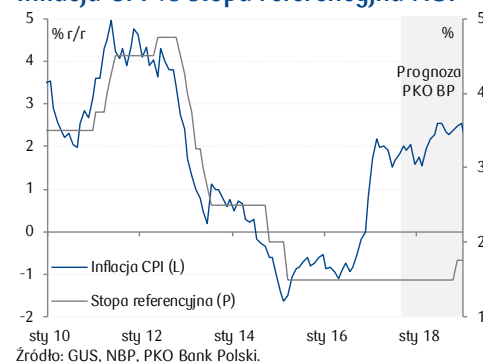
Presję płacową uznano za umiarkowaną w porównaniu do krajów regionu, choć niektórzy członkowie Rady wskazywali na obniżenie wieku emerytalnego jako potencjalne źródło wzrostu presji płacowej. Po raz kolejny dyskutowano o szkodliwości wpływu ujemnych realnych stóp procentowych na oszczędności, a wg wczorajszych wypowiedzi prof. E.Gatnara (por. Jastrzębiomierz na str. 6) problem ten jest coraz mocniej akcentowany. Niemniej, niektórzy członkowie Rady nie zgadzają się z tym i uważają, że wraz ze wzrostem dochodu do dyspozycji, oszczędności będą w naturalny sposób rosły.

Ogólna wymowa minutes wskazuje, że perspektywa podwyżek stóp procentowych jest nadal odległa, ale część członków RPP widzi potrzebę podwyżki w relatywnie krótkim horyzoncie. Podtrzymujemy oczekiwania, że stopy procentowe NBP zostaną podwyższone po raz pierwszy w listopadzie 2018 r. Wczorajsza wypowiedź E.Gatnara wspiera nasze oczekiwania co do wcześniejszego pojawienia się pierwszych wniosków o podwyżkę stóp, ale uważamy za mało prawdopodobne, że stanie się to już w 1q18, z uwagi na przejściowe osłabienie inflacji na skutek efektów wysokiej bazy z początku 2017 r. (por. wykres na marginesie).

Zagregowany wskaźnik koniunktury GUS



Inflacja CPI vs stopa referencyjna NBP



Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 15 września						
USA: Sprzedaż detaliczna (sie)	14:30	0,3% m/m	0,1% m/m	--	-0,2% m/m	Efekt huraganów (widoczny w sierpniowych odczytach) będzie również widoczny w danych za wrzesień, co przełoży się na spadek dynamiki PKB w 3q i przesunie w czasie kolejne podwyżki stóp procentowych w USA.
USA: Produkcja przemysłowa (sie)	15:15	0,4% m/m	0,1% m/m	--	-0,9% m/m	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, flash)	16:00	96,8 pkt.	95,1 pkt.	--	95,3 pkt.	
Poniedziałek, 18 września						
EUR: Inflacja HICP (sie, rew.)	11:00	1,3% r/r	1,5% r/r	--	1,5% r/r	Ceny energii podbiły inflację HICP przy stabilizacji inflacji bazowej wyraźnie poniżej celu EBC.
EUR: Inflacja HICP bazowa (sie)	11:00	1,2% r/r	1,2% r/r	--	1,2% r/r	
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	14:00	4,5% r/r	4,6% r/r	4,6% r/r	4,6% r/r	Solidny wzrost zatrudnienia powinien utrzymywać się do końca roku.
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	14:00	4,9% r/r	5,7% r/r	5,9% r/r	6,6% r/r	Płace przyspieszają w reakcji na problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników.
Wtorek, 19 września						
GER: Indeks ZEW (wrz)	11:00	10,0 pkt.	12,7 pkt.	--	17,0 pkt.	Ocena bieżącej sytuacji w niemieckiej gospodarce kształtuje się w pobliżu najwyższego poziomu od 2011 r. Dobry prognozyk przed piątkowym, wstępnym PMI w niemieckim przetwórstwie.
POL: Produkcja przemysłowa (sie)	14:00	6,2% r/r	5,9% r/r	6,4% r/r	8,8% r/r	Dane o produkcji przemysłowej i budowlanej oraz sprzedaży detalicznej za sierpień przekroczyły nie tylko medianę rynkowych przewidywań, ale nawet nasze bardziej optymistyczne szacunki. W efekcie, podwyższamy prognozę wzrostu PKB w 3q17 do 4,5% r/r, a w całym 2017 r. do 4,2%. Zmienia się przy tym struktura wzrostu PKB. Coraz większą rolę odgrywają inwestycje.
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie)	14:00	19,8% r/r	23,4% r/r	24,0% r/r	23,5% r/r	
POL: Inflacja PPI (sie)	14:00	2,2% r/r	2,9% r/r	2,9% r/r	3,0% r/r	
POL: Realna sprzedaż detaliczna (sie)	14:00	6,8% r/r	6,3% r/r	6,7% r/r	6,7% r/r	MNB obniżył stopę oprocentowania jednodniowego depozytu o 10pb do -0,15pb oraz limit dla wolumenu 3-miesięcznych depozytów do 75 mld HUF z 300 mld HUF, chcąc wesprzeć akcję kredytową.
HUN: Posiedzenie MNB (wrz)	14:00	0,90%	0,90%	--	0,90%	W sierpniu rynek budowlany prawdopodobnie nie był jeszcze dotknięty skutkami huraganów.
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie)	14:30	1,190 mln	1,175 mln	--	1,180 mln	
Środa, 20 września						
GER: Inflacja PPI (sie)	8:00	2,3% r/r	2,5% r/r	--	2,6% r/r	Wzrost inflacji PPI wskutek wzrostu cen energii.
UK: Sprzedaż detaliczna (sie)	10:30	1,3% r/r	1,1% r/r	--	2,4% r/r	Zaskakująco mocna sprzedaż detaliczna zwiększa szansę na podwyżkę stóp procentowych przez Bank Anglii w listopadzie.
USA: Posiedzenie Fed	19:00	1,00%-1,25%	1,00%-1,25%	1,00%-1,25%	1,00%-1,25%	Stopy we wrześniu bez zmian, a od października początek redukcji bilansu Fed zgodnie z czerwcowym planem. Nadal aż 12 z 16 członków FOMC przewiduje jeszcze jedną podwyżkę stóp Fed w 2017 r. i następnę 3 w trakcie 2018 r.
Czwartek, 21 września						
JAP: Posiedzenie BoJ	--	-0,10%	-0,10%	--	-0,10%	BoJ pozostawił parametry pol. pien. bez zmian.
NOR: Posiedzenie banku centralnego	10:00	0,50%	0,50%	--	0,50%	Norges Bank podwyższył przewidywaną ścieżkę stóp. Pierwsza podwyżka ma nastąpić w 2h18 (w czerwcu wskazywano na 2q19).
POL: Minutes RPP (wrz)	14:00	--	--	--	--	Minutes RPP potwierdziły rosnące podziały wewnątrz Rady.
EUR: Wskaźnik koniunktury konsumenckiej (wrz, wst.)	16:00	-1,5 pkt.	-1,3 pkt.	--	-1,2 pkt.	Indeks wskazuje na przyspieszenie wydatków gosp. domowych w 3q17, sugerując, że lipcowy spadek sprzedaży detalicznej był przejściowy.
Piątek, 22 września						
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	9:30	59,3 pkt.	59,0 pkt.	--	--	Silny popyt wewnętrzny wspiera pozytywne oceny koniunktury w europejskim przemyśle. Aprecjacja EUR nie jest na razie problemem.
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	10:00	57,4 pkt.	57,2 pkt.	--	--	
POL: Stopa bezrobocia (sie)	10:00	7,1%	7,0%	7,0%	--	Nie można wykluczyć, że oficjalne dane GUS pokażą niższą stopę bezrobocia, niż wstępny szacunek MRPIPS (7,1%).
POL: Podaż pieniądza M3 (sie)	14:00	5,0% r/r	5,3% r/r	5,7% r/r	--	Wzrost dynamiki podaży pieniądza przy przyspieszeniu akcji kredytowej.
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	15:45	52,8 pkt.	53,2 pkt.	--	--	Wrześniowy wynik może być zaburzone przez efekt huraganów.

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski. *dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

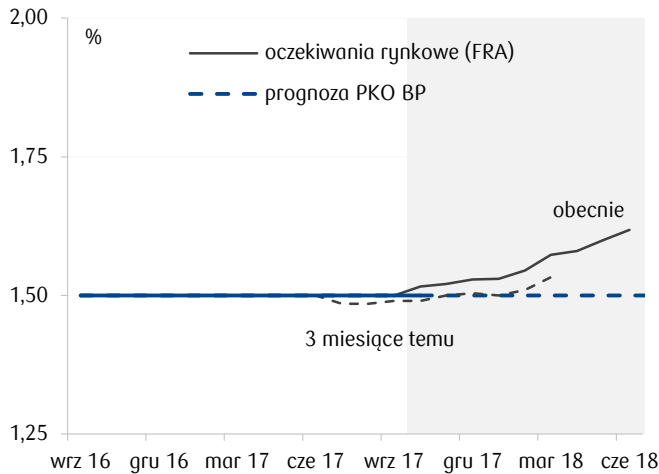
Polityka pieniężna

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

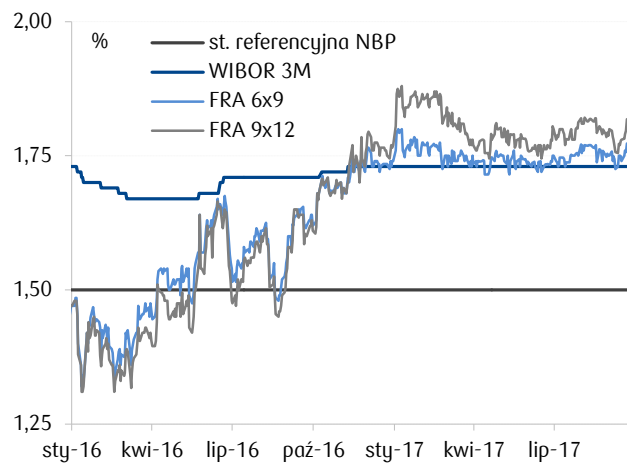
K. Zubelewicz	4,8	„Powinniśmy się dogadać na ostrożną podwyżkę w tym roku - im wcześniej tym lepiej - by uniknąć przekroczenia 2,5% inflacji, a potem poczekać do połowy 2018 r., żeby zobaczyć, co się wydarzy. (...) Chciałbym, żeby większość potrzebna do podwyżki zebrała się zanim będzie za późno (...) 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	„Jeśli kolejna projekcja będzie wskazywać, że realne stopy procentowe będą pozostawać ujemne, to próby podniesienia stopy referencyjnej mogą zostać podjęte już na początku 2018 r.” (10.07.2017, PAP)
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	„Aktualnie dostępne prognozy (włącznie z najnowszą lipcową projekcją NBP) są optymistyczne, a to oznacza brak przesłanek (do) zmiany nastawienia w polityce pieniężnej przynajmniej do końca bieżącego roku, albo nawet dłużej (...)” (12.07.2017, 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	„Jeśli inflacja będzie oscylować w granicach 2%, a gospodarka będzie się rozwijać w obecnym, bądź zbliżonym tempie, to nie widzę podstaw do tego, żeby podwyższać stopy procentowe w najbliższych 3 czy 4 kwartałach. Oczywiście przy założeniu, że nie wydarzy się nic, co by wymusiło zmianę obecnego nastawienia. (...) Analizujemy procesy inflacyjne i nie wydaje mi się możliwe przekroczenie celu inflacyjnego w tym i przyszłym roku. Szczególnie ważna dla nas będzie lipcowa projekcja inflacji, która pokaże ścieżkę inflacji w przyszłości” (24.05.2017, PAP)
A. Glapiński	1,3	„Głównym pytaniem od pewnego czasu jest to, czy Rada nie powinna przymierzać 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 zająć 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	„Podstawa do podwyższenia stóp procentowych może być dopiero wtedy, kiedy będzie można stwierdzić jasno, że pojawienie się wyższej inflacji wynika z nadmiernie rozkręconej akcji kredytowej. (...) Na razie nie widać zbyt wyraźnych oznak tego, żeby akcja kredytowa miała przyspieszać, więc przynajmniej do połowy przyszłego roku, a może nawet dłużej nie będzie powodu, żeby podwyższać stopy procentowe” (12.09.2017, 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).

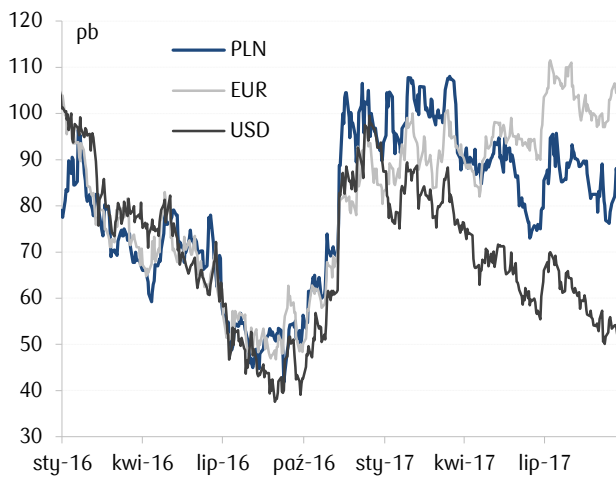
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



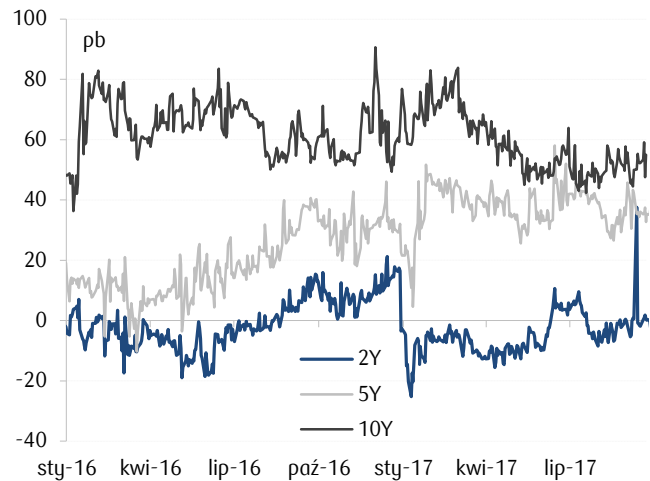
Krótkoterminowe stopy procentowe



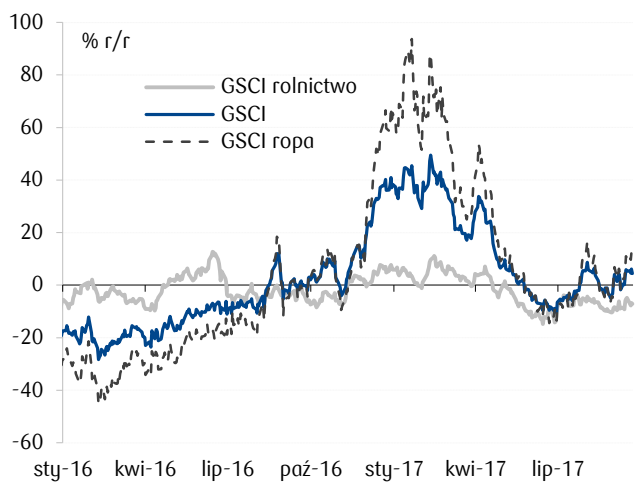
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



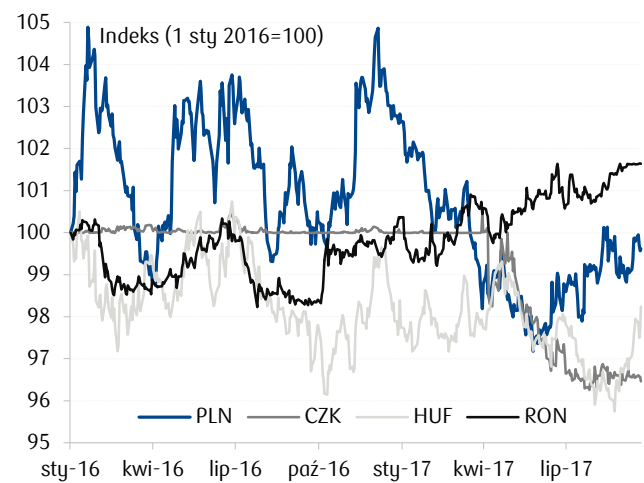
Spread asset swap dla PLN



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

	2016	2017	Komentarz
Sfera realna			
- realny PKB (%)	2,7	4,2	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.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	-0,6	1,9	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.
Agregaty monetarne			
- podaż pieniądza M3 (%)	9,6	5,1	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.
Równowaga zewnętrzna			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,2	-0,5	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.
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-2,4	-2,4	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.
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	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.).

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

Zagranica w makro-pigułce

	2016	2017	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	1,6	2,2	Dobre dane z pierwszej połowy 2017 r. wspierają oczekiwania na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w całym roku, któremu towarzyszyć będzie wyższa inflacja. Niemniej, (przejściowe) osłabienie dynamiki PKB w 3q17 (czynniki pogodowe) będzie naszym zdaniem oznaczało, że FOMC wstrzyma się z kolejną podwyżką stóp do 2018 r.
- inflacja CPI (%)	1,3	2,1	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	1,7	2,2	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.
- inflacja HICP (%)	0,2	1,6	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,7	6,5	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.
- 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.