

Co z tą inflacją?

Dziś w centrum uwagi:

- **Dane o inflacji CPI z USA za lipiec** nabierają szczególnego znaczenia dla oceny perspektyw polityki Fed po publikacji kilku niższych od prognoz wskaźników inflacyjnych (wczoraj PPI za lipiec z USA, a przedwczoraj PPI za lipiec z Chin). Rynek oczekuje odbicia inflacji bazowej w lipcu (konsensus: 1,8% r/r vs 1,7% r/r w czerwcu), co złagodziłoby ostatnie obawy FOMC o siłę procesów inflacyjnych i potwierdziło, że nadal możliwa jest podwyżka stóp Fed w grudniu (prawdopodobieństwo wcześniejszego ruchu stało się znikome).
- **Ostateczne krajowe dane o inflacji CPI za lipiec** potwierdzą wg nas wstępny wynik (1,7% r/r vs. 1,5% r/r w czerwcu), przy wzroście zarówno dynamiki cen żywności (głównie nabiał), jak i inflacji bazowej (leki i usługi).
- Silny światowy popyt wspiera wyniki krajowych eksporterów, ale negatywne efekty kalendarzowe przełożą się na **przejściowe wyhamowanie dynamiki polskiego eksportu w czerwcu**. Opublikowane we wtorek dane dla Niemiec wskazują na **ryzyko w dół dla prognoz eksportu** (PKO: 7,3% r/r, konsensus: 9,1% r/r). Mniejsza nadwyżka handlowa przełoży się na **pogłębienie deficytu na całym rachunku obrotów bieżących** do -0,6% PKB z -0,4% PKB w maju.

Przegląd wydarzeń:

- **Brytyjska produkcja przemysłowa** wzrosła w czerwcu o 0,3% r/r (vs -0,2% r/r w maju, konsensus -0,2% r/r), głównie za sprawą przetwórstwa przemysłowego, którego dobry wynik wynikał jednak z niskiej bazy w ubiegłym roku (od początku roku nie było ani jednego miesięcznego wzrostu). Pozytywna niespodzianka wynikała również z wysokiego wzrostu produkcji w górnictwie, na co z kolei miał wpływ wzrost produkcji ropy i gazu na skutek braku prac naprawczych i związanych z tym przestojów modernizacyjnych (tradycyjnie przypadających na czerwiec). Prace te będą musiały zostać wykonane w dalszej części roku, co oznacza, że „pozytywny szok” z tego tytułu odwróci się w kolejnych miesiącach. W dalszej części roku brytyjska produkcja powinna być jednak wspierana przez rosnące zamówienia zagraniczne, chociaż spadek siły nabywczej konsumentów sugeruje, że osłabienie kursu walutowego i wzrost popytu zewnętrznego nie przyspieszą brytyjskiego wzrostu powyżej 0,3% k/k z 2q17, tym samym wspierając „gołębią” frakcję w BoE.
- **Inflacja PPI w USA za lipiec** spadła do 1,9% r/r z 2,0% r/r w czerwcu (konsensus: 2,2% r/r), do czego przyczynił się przede wszystkim pierwszy od 5 miesięcy spadek (m/m) kosztu usług. Dane wskazują, że presja inflacyjna w USA pozostaje słaba, co wspiera „gołębią” frakcję FOMC.

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

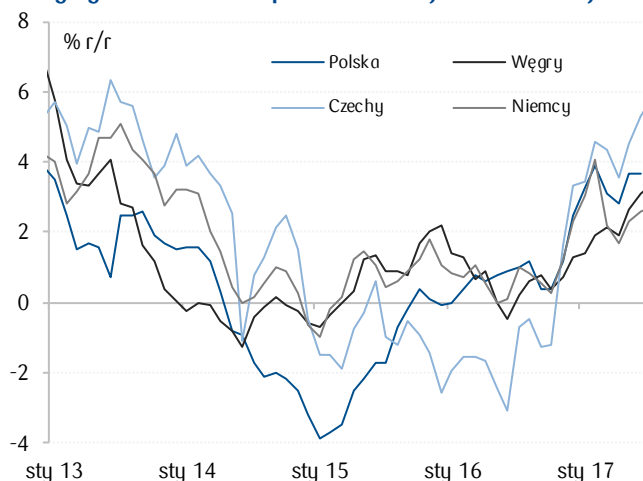
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel. 22 521 67 97

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

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

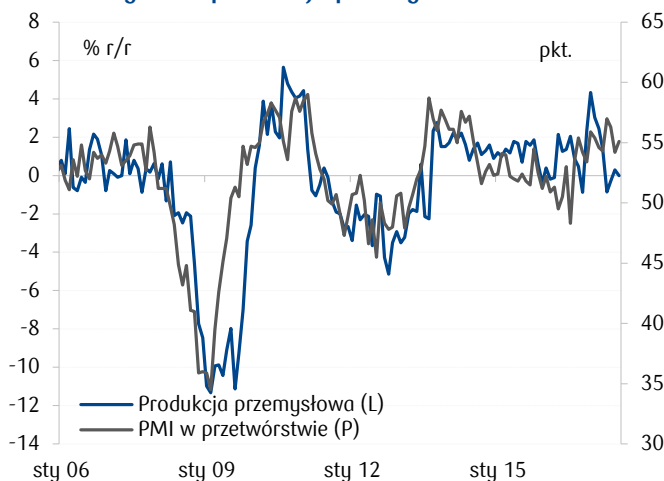
Mateusz Sosiński
Stażysta
mateusz.sosinski@pkobp.pl

Ceny żywności w Europie Środkowej i Wschodniej



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski

Wielka Brytania: produkcja przemysłowa vs PMI



Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 4 sierpnia						
GER: Zamówienia w przemyśle (cze)	8:00	1,1% m/m	0,5% m/m	--	1,0% m/m	Rosnące zamówienia w gospodarce Niemiec dobrze wróżą perspektywom wzrostu polskiego eksportu.
USA: Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym (lip)	14:30	222 tys.	180 tys.	--	209 tys.	Pozytywną wymowę danych wzmacnia rewizja w górę odczytów za wcześniejsze 2 miesiące. Uwagę zwraca wysoki wzrost zatrudnienia w przetwórstwie. Silny popyt na pracę sugeruje przestrzeń do wzmocnienia dynamiki wynagrodzeń w 2h17.
USA: Stopa bezrobocia (lip)	14:30	4,4%	4,3%	--	4,3%	
USA: Płaca godzinowa	14:30	0,2% m/m	0,3% m/m	--	0,3% m/m	
Poniedziałek, 7 sierpnia						
GER: Produkcja przemysłowa (cze)	8:00	1,2% m/m	0,2% m/m	--	-1,1% m/m	Solidne dane o zamówieniach i wysokie oceny koniunktury sugerują, że spowolnienie jest jednak przejściowe.
CH: Inflacja CPI (lip)	9:15	0,2% r/r	0,3% r/r	--	0,3% r/r	Inflacja w Szwajcarii pozostaje słumiona, ale wyraźne osłabienie franka w lipcu może zwiększyć presję inflacyjną.
UK: Indeks cen nieruchomości Halifax (lip)	9:30	-1,0% m/m	0,2% m/m	--	0,4% m/m	Presja na wzrost cen na rynku nieruchomości w Wielkiej Brytanii wyhamowuje w związku z obniżającymi się realnymi płacami. W skali roku wzrost cen (2,1%) był w lipcu najmniejszy od 4 lat.
EUR: Sentix Indeks (sie)	10:30	28,3 pkt.	27,8 pkt.	--	27,7 pkt.	Spadek wskaźnika odzwierciedlił nieco mniej optymistyczne oczekiwania inwestorów co do przyszłości, przy zachowaniu bardzo wysokich ocen sytuacji bieżącej.
Wtorek, 8 sierpnia						
GER: Bilans handlu zagranicznego (cze)	8:00	20,3 mld EUR	21,0 mld EUR	--	21,2 mld EUR	Dane o obrotach handlowych wpisały się w negatywną wymowę wyników produkcji przemysłowej. Przy silniejszym wyhamowaniu importu niż eksportu nadwyżka handlowa Niemiec wzrosła do najwyższego poziomu od 10 miesięcy.
GER: Import / eksport (cze)	8:00	1,2% m/m / 1,4% m/m	-0,3% m/m / 0,2% m/m	--/--	-2,8% m/m/-4,5% m/m	
HUN: Inflacja CPI (lip)	9:00	1,9% r/r	2,1% r/r	--	2,1% r/r	Inflacja pozostaje wyraźnie poniżej celu MNB.
Środa, 9 sierpnia						
CHN: Inflacja PPI (lip)	3:30	5,5% r/r	5,5% r/r	--	5,5% r/r	Podobnie jak w Europie, wygasający szok na cenach surowców sprzyja stabilizacji inflacji PPI w Chinach.
CZ: Inflacja CPI (lip)	9:00	2,3% r/r	2,3% r/r	--	2,5% r/r	Rosnąca inflacja zwiększa presję na czeski bank centralny, aby dokonał kolejnej podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku.
USA: Jednostkowe koszty pracy (2q wst.)	14:30	5,4% k/k	1,4% k/k	--	0,6% k/k	Niska dynamika produktywności pracy nie wspiera oczekiwań na wyraźne przyspieszenie wzrostu PKB obiecwanego przez D.Trumpę.
USA: Wydajność pracy (2q wst.)	14:30	0,1% k/k	0,7% k/k	--	0,9% k/k	
Czwartek, 10 sierpnia						
UK: Produkcja przemysłowa (cze)	10:30	-0,2% r/r	-0,2% r/r	--	0,3% r/r	Nieoczekiwany wzrost produkcji wynikał w części z braku prac naprawczych (i przestojów) w górnictwie, co oznacza, że pozytywny szok z tego tytułu odwróci się w kolejnych miesiącach.
USA: Inflacja PPI (lip)	14:30	2,0% r/r	2,2% r/r	--	1,9% r/r	Do niższego odczytu przyczynił się przede wszystkim pierwszy od 5 miesięcy spadek (m/m) kosztu usług. Dane wspierają „gołębi” w FOMC.
Piątek, 11 sierpnia						
GER: Inflacja CPI (lip, fin.)	8:00	1,6% r/r	1,7% r/r	--	--	Wstępny odczyt wskazał na początku miesiąca na wzrost inflacji do 1,7% r/r z 1,6% r/r w czerwcu.
POL: Saldo rachunku bieżącego (cze)	14:00	-179 mln EUR	-800 mln EUR	-1584 mln EUR	--	Deficyt na rachunku bieżącym zwiększył się wg naszych szacunków do 0,6% PKB w czerwcu (z 0,4% w maju) głównie z powodu redukcji nadwyżki handlowej. Prognozujemy spowolnienie eksportu do 7,3% r/r w porównaniu do 14,5% r/r w poprzednim miesiącu.
POL: Inflacja CPI (lip, fin.)	14:00	1,5% r/r	1,7% r/r	1,7% r/r	--	Prognozujemy, że wzrost inflacji CPI w lipcu był wynikiem zarówno wzrostu dynamiki cen żywności (masło), jak i przyspieszenia inflacji bazowej (ceny usług i leków).
USA: Inflacja CPI (lip)	14:30	1,6% r/r	1,8% r/r	--	--	Powrót inflacji do wzrostów łagodzić będzie obawy Fed o jej ostatnie spowolnienie. By Fed zaczął rozważać podwyżkę wcześniej niż przełom roku, siła dynamiki cen musiałaby być jednak zdecydowanie większa.
USA: Inflacja CPI bazowa (lip)	14:30	1,7% r/r	1,8% r/r	--	--	

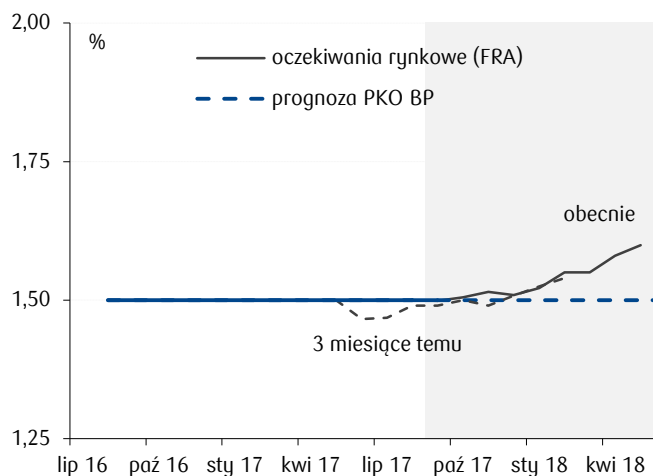
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski. *dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Polityka pieniężna

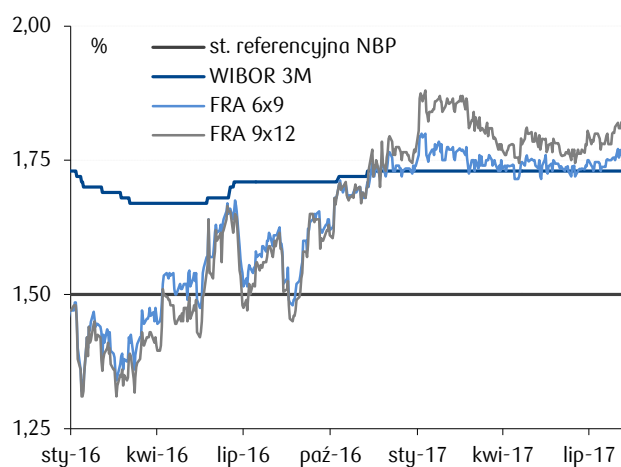
Członkowie RPP	Jastrzębiomierz*	Wybrane wypowiedzi
K. Zubelewicz	4,1	„Powinniśmy się dogadać na ostrożną podwyżkę w tym roku - im wcześniej tym lepiej - by uniknąć przekroczenia 2,5% inflacji, a potem poczekać do połowy 2018 r., żeby zobaczyć, co się wydarzy. (...) Chciałbym, żeby większość potrzebna 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	3,9	„Najdłuższy dotychczas okres utrzymywania się ujemnych realnych stóp procentowych miał miejsce w 2011 roku i trwał trzy miesiące. Polacy nawet tego nie zauważyli. Obecnie trwa on już pół roku, a ostatnia projekcja wskazuje, że będzie się utrzymywał jeszcze przez kolejne 2,5 roku i jest to dla mnie niepokojące (...) uważam, że wewnętrzne czynniki inflacyjne mogą mieć silniejszy wpływ na CPI niż założono to w projekcji i presja inflacyjna może się pojawić wcześniej, np. w czwartym kwartale 2017. (...) Odnotowujemy wzrost portfela kredytów konsumpcyjnych (...), a jednocześnie pogarsza się ich jakość. (...) Jeżeli te negatywne skutki ujemnych realnych stóp procentowych będą się nasilać i w kolejnych miesiącach będziemy obserwować dalszy odpływ depozytów i negatywny wpływ na poziom oszczędności, to będzie to dla mnie argumentem za rozważeniem podwyżki stóp procentowych nawet pod koniec tego roku ” (12.07.2017, PAP)
Ł. Hardt	3,0	„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	3,0	„Jeżeli chodzi o inflację, to baza cen prawdopodobnie pozostanie niska, bo nie wygląda na to, żeby główny element kształtowania cen, czyli ceny nośników energii, w szczególności ropy naftowej, miały mieć zaskakująco wysoką dynamikę w tym roku. Spodziewam się również, że w ciągu kolejnego roku dynamika cen nie przekroczy celu inflacyjnego (...) Ze względu na to, że nie spodziewam się przekroczenia celu inflacyjnego w ciągu kolejnych 12 miesięcy, to wydaje mi się, że stopy procentowe w tym okresie pozostaną na obecnym poziomie (...) W ciągu kolejnych dwunastu miesięcy można się spodziewać, że będą się utrzymywać ujemne realne stopy procentowe. Na razie jeszcze nie można zaobserwować ich negatywnego przełożenia na gospodarkę realną, ale obawiam się, że może ono wystąpić pod koniec tego roku” (20.03.2017, Reuters)
G. Ancyparowicz	2,8	„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)
R. Sura	2,7	„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)
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)
A. Glapiński	2,0	„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	1,8	„ Uważam za dość prawdopodobne - chociaż oczywiście nie za pewne - że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie jeszcze w 2018 roku . Presja inflacyjna nie jest bardzo znacząca. (...) Bieżące oraz przewidywane dane makroekonomiczne zachęcają raczej do utrzymania stóp przez dłuższy czas na stabilnym poziomie” (29.07.2017, PAP)
J. Żyżyński	1,3	„ Jeśli nie zmienią się znacząco warunki makro, to byłbym za utrzymaniem bez zmian stóp procentowych także w 2018 r. Wzrost inflacji wynika z efektu bazy i wzrostu cen surowców. Inflacja dalej jest poniżej celu inflacyjnego i powinna się ustabilizować na umiarkowanym poziomie.” (10.03.2017, 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).

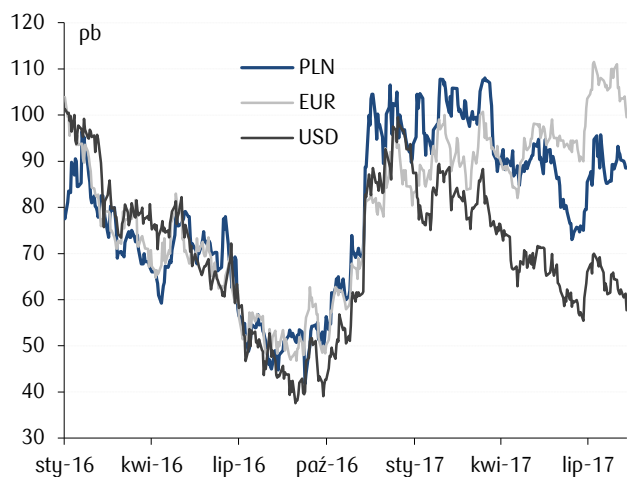
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



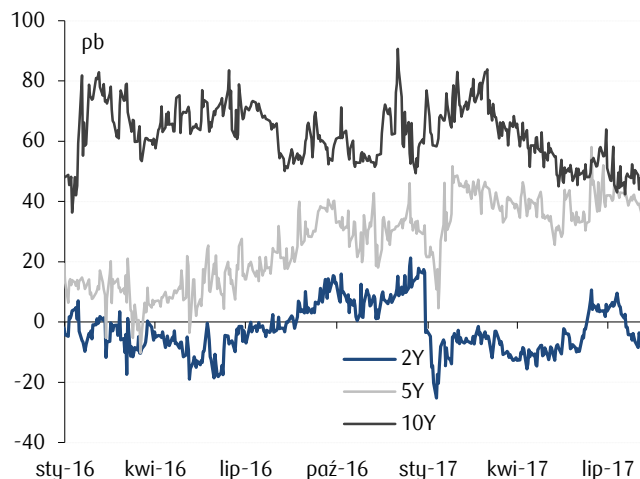
Krótkoterminowe stopy procentowe



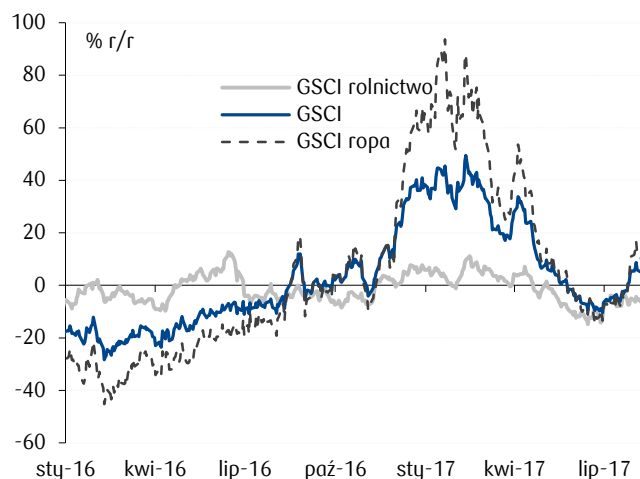
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



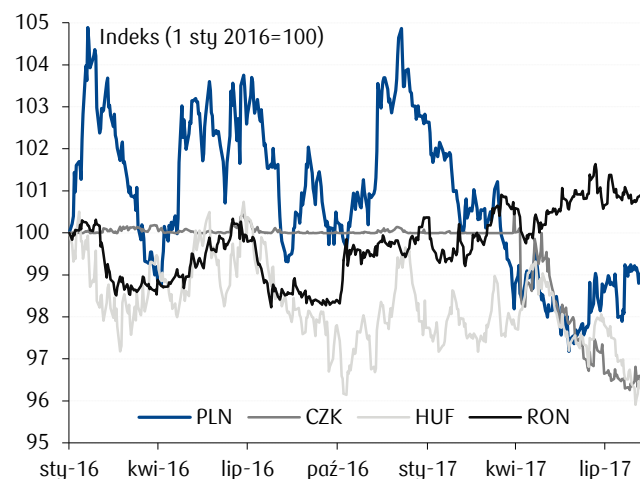
Spread asset swap dla PLN



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			Po krótkim i płytkim spowolnieniu w trakcie 2016 r., wzrost PKB w 2017 r. będzie wyraźnie przyspieszać przy odbiciu dynamiki inwestycji współfinansowanych przez UE, stabilnym wzroście konsumpcji oraz dodatniej kontrybucji eksportu netto.
- realny PKB (%)	2,7	3,9	
Procesy inflacyjne			Oslabienie dynamiki cen surowców przełożyło się na spadek inflacji w okolicy dolnego przedziału odchyłań od celu NBP. 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.
- inflacja CPI (%)	-0,6	1,8	
Agregaty monetarne			Przewidujemy osłabienie wzrostu podaży pieniądza (M3), przy czym głównym czynnikiem reakcji pieniądza będzie nadal przyrost zadłużenia rządowego netto. Wzrost popytu (w szczególności ze strony przedsiębiorstw) będzie wspierał wzrost akcji kredytowej, niemniej podaży kredytów będzie ograniczana przez rosnące potrzeby kapitałowe banków.
- podaż pieniądza M3 (%)	9,6	5,1	
Równowaga zewnętrzna			Wzrost popytu wewnętrznego przekłada się na odbicie importu. Jednocześnie jednak ożywienie światowego handlu sprzyjać będzie dalszej ekspansji eksporterów, a tym samym saldo obrotów towarowych będzie się obniżać powoli. To, wraz z rosnącymi transferami zarobkowymi za granicę, będzie powodować niewielki wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących.
- 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 cykliczną poprawę dochodów.
- deficyt fiskalny (% PKB)	-2,4	-2,4	
Polityka pieniężna			Przy wciąż ograniczonej presji inflacyjnej stopy procentowe NBP pozostaną stabilne co najmniej 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. Niepewność wobec materializacji planów fiskalnych D.Trumpa zredukowała oczekiwania na podwyżki stóp procentowych. Oczekujemy łącznie 3 podwyżek stóp procentowych Fed w tym roku (kolejna 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	1,9	
- 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, usługi doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Grupa PKO BP SA dołożyła wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Klienci Grupy PKO BP SA ponoszą odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych, podjętych z uwzględnieniem informacji zamieszczonych w niniejszym materiale. Niniejszy materiał został przygotowany i/lub przekazany przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, zarejestrowaną w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.