

Chiny na ręcznym hamulcu

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- Niepokojujące sygnały dotyczące rozprzestrzeniania się epidemii koronawirusa poza jej epicentrum w Wuhanie, a także doniesienia o nowych zachorowaniach we Włoszech nie pozwalają rynkom finansowym na spokój. **Dane o handlu zagranicznym Korei Południowej w pierwszych 20 dniach lutego potwierdzają wnioski co do zapaści chińskiej gospodarki** (por. wykres). W tym kontekście szacunki MFW, który w bazowym scenariuszu oczekuje wyhamowania dynamiki PKB w Chinach w tym roku tylko do 5,6% (vs 6,0% w poprzedniej prognozie), a globalnego wzrostu do 3,2% (vs 3,3% poprzednio) malują się jako optymistyczne założenie.
- Seria danych o koniunkturze w lutym (niemieckie Ifo w dziś., ESI dla strefy euro w czw.) pokaże jak na epidemię koronawirusa reaguje europejska gospodarka.
- Dane o nastrojach konsumentów w USA (Conference Board we wt. oraz indeks Uniwersytetu Michigan w pt.)** prawdopodobnie pokażą, że gospodarstwa domowe pozostają niewzruszone na informacje z drugiej strony Oceanu Spokojnego. Twarde dane o wydatkach Amerykanów za styczeń mogą pokazać natomiast podwaliny dla dalszego wzrostu konsumpcji w 1q20, aczkolwiek należy się liczyć, że jej dynamika, podobnie jak w 4q (zrewidowany odczyt amerykańskiego PKB w czw.), pozostanie niższa niż miało to miejsce na początku 2019. To oraz niska inflacja bazowa PCE (pt.) sugeruje, że FOMC musi pozostać w gotowości do ew. obniżki stóp.
- Podobne wnioski dotyczą EBC. Niemcy balansują na krawędzi recesji (zrew. odczyt PKB za 4q19 we wt.), akcja kredytowa w strefie euro słabnie (dane o podaży pieniądza za styczeń w czw.), a inflacja pozostaje poniżej celu banku (wstępne dane za luty w pt.). Piątkowa wypowiedź P.Lane'a, głównego ekonomisty banku, w wywiadzie dla Bloombergu sugeruje tymczasem, że **EBC nie obawia się o perspektywę gospodarki**, a bazowy scenariusz dla wzrostu gospodarczego to odbicie po wygaśnięciu negatywnych skutków epidemii koronawirusa.
- W przeciwnym kierunku może zmierzać **bank centralny Węgier**, w którego przypadku rosną szanse na zmianę retoryki na mniej gołębią, w ślad za przyspieszeniem inflacji (posiedzenie we wt.).
- Dane z krajowego podwórka pokażą: dalsze przetasowania w strukturze oszczędności w środowisku niskich stóp procentowych (**styczniowa podaż pieniądza M3** w pon.), sezonowy wzrost **stopy bezrobocia** w styczniu (wt.) oraz wyhamowanie **wzrostu PKB w 4q19** (finalne dane w pt.). Ostatni odczyt będzie szczególnie ciekawy i w zw. z bardzo dobrymi danymi handlowymi za grudzień może przynieść zmiany

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

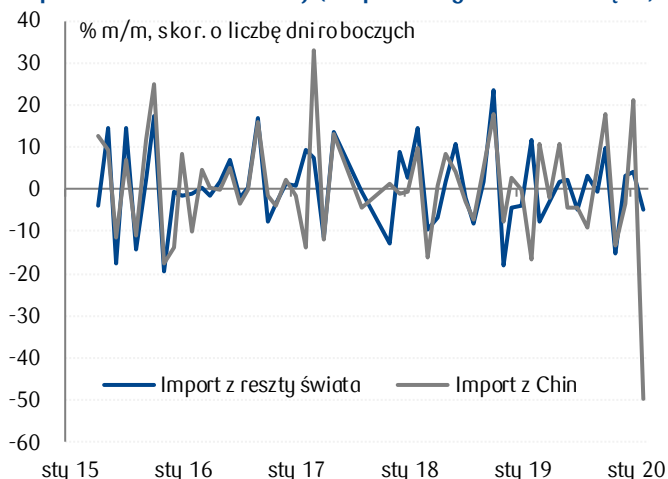
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

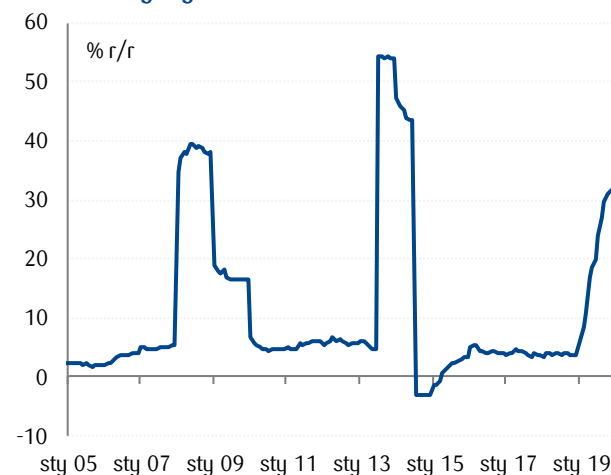
Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Import Korei Południowej (20 pierwszych dni miesiąca)



Źródło: Eurostat, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

HICP – ceny wywozu śmieci



w strukturze wzrostu. Nas będzie najbardziej interesowało, jak zaprezentuje się konsumpcja prywatna, która daje niepokojące sygnały osłabienia trendu na przełomie roku.

Przegląd wydarzeń:

- **POL:** Sprzedaż detaliczna wzrosła w styczniu o 3,4% r/r (PKO i kons: 4,4% r/r) po wzroście o 5,7% r/r w grudniu. Wyhamowanie sprzedaży w porównaniu z poprzednim miesiącem wynikało m.in. z gorszego układu liczby dni handlowych (-2 dni r/r). **Pozytywnie w styczniu zaskoczyły z kolei dane z sektora produkcyjnego.** Po lepszych od prognoz danych z przemysłu, dobre okazały się również dane o produkcji budowlano-montażowej, która wzrosła o 6,5% r/r po spadku o 3,3% r/r w grudniu. Dane pokazują solidne wzrosty w budowie obiektów inżynierskich (+17% r/r) oraz robót budowlanych specjalistycznych (+10,7% r/r). Więcej w Makro Flashu „[Konsumpcja nie tak silna, inwestycje nie takie słabe](#)”.
- **POL:** Inflacja HICP wzrosła w styczniu do 3,8% r/r z 3,0% r/r w grudniu, a głównymi motorami wzrostu były opłaty za wywóz śmieci, ceny usług pracochłonnych, żywność (wieprzowina i owoce) oraz energia elektryczna. W przeciwną stronę oddziaływały ceny ubezpieczeń komunikacyjnych, które odreagowały grudniowe podwyżki.
- **POL:** J.Żyżyński (RPP) komentując reakcję RPP na wzrost inflacji stwierdził, że podwyżki stóp jedynie przydusiłyby gospodarkę. Jest to kolejny członek Rady, który sprzeciwia się podwyżkom stóp.
- **EUR:** Ostateczny odczyt potwierdził styczniowy wzrost inflacji HICP w strefie euro do 1,4% r/r z 1,3% r/r w grudniu. Motorem wzrostu były przede wszystkim ceny energii, podczas gdy ceny usług oraz inflacja bazowa wyhamowały, potwierdzając brak silnej presji inflacyjnej w europejskiej gospodarce.
- **EUR:** Wstępny indeks PMI dla przemysłu strefy euro wzrósł w lutym do 49,1 pkt. z 47,9 pkt. w styczniu i był najwyższy od 8 miesięcy. Podobną, pozytywną niespodziankę odnotowano w Niemczech (najwyższy od 13 miesięcy poziom 47,8 pkt. vs 45,3 pkt.), jednak połowa z miesięcznego wzrostu w Niemczech może być przypisana skutkom epidemii COVID-19, która wydłużyła czas dostaw, ze względu na zaburzenia w łańcuchach produkcji. Konstrukcja indeksu nie rozróżnia, czy przyczyną wydłużenia czasu dostaw jest silny popyt, czy ograniczenia podażowe. Niemniej jednak druga połowa wzrostu PMI dla niemieckiego przemysłu jest skutkiem fundamentalnej poprawy ocen, osiągniętej pomimo osłabienia zamówień eksportowych, co wpisuje się w obserwowaną w ostatnim czasie stabilizację koniunktury w Niemczech i całej strefie euro.
- **USA:** Wstępne dane o amerykańskim PMI za luty pokazały spadek zarówno w przetwórstwie, jak i w usługach, gdzie indeks powędrował poniżej neutralnej bariery 50 pkt. osiągając najniższy poziom od 76 miesięcy (podobnie jak wskaźnik kompozytowy). Z danych wieje pesymizmem – nowe zamówienia w gospodarce spadły po raz pierwszy od rozpoczęcia zbierania danych w październiku 2009. Nadal rośnie zatrudnienie, ale tempo wzrostu wyhamowało. Osłabiła się również presja inflacyjna. Dane o amerykańskim PMI są mniej wiarygodne niż ISM, dlatego należy wstrzymać się z wciągającymi wnioskami, tym bardziej, że regionalne ankiety pokazywały wyraźne odbicie aktywności firm w lutym.
- **UE:** Unijny szczyt nie przyniósł porozumienia w kwestii budżetu Unii na lata 2021-27. Główna linia podziału przebiega pomiędzy czwórką płatników netto do budżetu UE (Holandia, Austria, Dania, Szwecja), postulującą ograniczenie budżetu, a pozostałymi państwami (beneficjentami netto), które oczekują zwiększenia środków w stosunku do wyjściowej propozycji KE.

Znalezione w sieci:

- Wykorzystanie robotów we francuskich firmach zwiększa produktywność, ale obniża udział czynnika pracy w produkcji (NBER): [Competing with Robots: Firm-Level Evidence from France](#)
- Ceny nieruchomości rosną globalnie, jednak nie na wszystkich rynkach są one oderwane od fundamentów (BIS): [Property price dynamics: domestic and international drivers](#).

- Firmy zasobne w gotówkę dużo lepiej przetrwały kryzys finansowy (Bank Underground): [All you need is cash.](#)
- Szara strefa w Polsce w 2018 stanowiła 10,8% PKB (EY): [Szara strefa w Polsce.](#)
- Ograniczenie imigracji do USA może być przyczyną (czasowego) przyspieszenia wynagrodzeń (The Economist): [Immigration to America is down. Wages are up.](#)

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 21 lutego						
GER: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	9:30	45,3 pkt.	44,8 pkt.	--	47,8 pkt.	Połowa z miesięcznego wzrostu w Niemczech może być przypisana skutkom epidemii COVID-19, która wydłużyła czas dostaw, ze względu na zaburzenia w łańcuchach produkcji.
EUR: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	10:00	47,9 pkt.	47,5 pkt.	--	49,1 pkt.	
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sty)	10:00	-3,3% r/r	-2,1% r/r	-7,7% r/r	6,5% r/r	Dane wskazują na słabnącą konsumpcję i niespodziewanie silne inwestycje.
POL: Sprzedaż detaliczna (sty)	10:00	5,7% r/r	4,4% r/r	4,4% r/r	3,4% r/r	
EUR: Inflacja HICP (sty)	11:00	1,3% r/r	1,4% r/r	--	1,4% r/r	Brak presji inflacyjnej nie daje spać spokojnie członkom Rady Prezesów EBC.
EUR: Inflacja bazowa (sty, rew.)	11:00	1,3% r/r	1,3% r/r	--	1,1% r/r	
USA: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	15:45	51,9 pkt.	51,5 pkt.	--	50,8 pkt.	Dane o PMI pokazały spadek zarówno w przetwórstwie, jak i w usługach, gdzie indeks znalazł się najniższy od 76 miesięcy.
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sty)	16:00	5,53 mln	5,48 mln	--	5,46 mln	
Poniedziałek, 24 lutego						
GER: Indeks Ifo (lut)	10:00	95,9 pkt.	95,0 pkt.	--	--	Epidemia koronawirusa może przerwać normalizację wskaźników koniunktury w Europie.
POL: Podaż pieniądza M3 (sty)	14:00	8,3% r/r	8,8% r/r	8,8% r/r	--	Niskie stopy proc. przyczyniają się do spadku depozytów terminowych na korzyść bieżących. Gotówka kontynuuje cykliczny wzrost.
Wtorek, 25 lutego						
GER: Wzrost PKB (4q)	8:00	1,0% r/r	0,3% r/r	--	--	Niemiecka gospodarka znów balansuje na krawędzi recesji.
POL: Stopa bezrobocia (sty)	10:00	5,2%	5,5%	5,5%	--	Sezonowy wzrost stopy bezrobocia.
HUN: Posiedzenie MNB (lut)	14:00	0,90%	0,90%	--	--	Bank może zmienić retorykę na mniej gołębią wobec przyspieszenia inflacji.
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lut)	16:00	131,6 pkt.	132,5 pkt.	--	--	Nieprzerwanie optymistyczne nastroje amerykańskich konsumentów.
Środa, 26 lutego						
USA: Sprzedaż nowych domów (sty)	16:00	694 tys	710 tys	--	--	Ożywienie na rynku nieruchomości jest miarą skuteczności ubiegłorocznego luzowania polityki Fed.
Czwartek, 27 lutego						
EUR: Podaż pieniądza M3 (sty)	10:00	5,0% r/r	5,3% r/r	--	--	Akcja kredytowa słabnie.
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lut)	11:00	102,8 pkt.	101,5 pkt.	--	--	Epidemia koronawirusa najpewniej odcisnie piętno na nastrojach w Europie.
EUR: Koniunktura konsumencka (lut, rew.)	11:00	-6,6 pkt.	--	--	--	
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	2,1%k/k saar	2,2%k/k saar	--	--	Gospodarka USA utrzymuje relatywnie silny wzrost, ale sektor przetwórczy wciąż boryka się z istotnymi problemami.
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sty, wst.)	14:30	2,4% m/m	-1,5% m/m	--	--	
Piątek, 28 lutego						
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	3,9% r/r	3,1% r/r	3,1% r/r	--	Z całorocznego odczytu wynika, że spadła kontrybucja eksportu netto i konsumpcji, a poprawił się wkład inwestycji.
EUR: Inflacja CPI (lut)	11:00	1,4% r/r	1,2% r/r	--	--	Kluczowe w danych będzie kształtowanie się dynamiki cen żywności w lutym.
GER: Inflacja CPI (lut, wst.)	14:00	1,7% r/r	1,7% r/r	--	--	
USA: Bilans handlowy (sty)	14:30	-68,3 mld USD	-68,5 mld USD	--	--	
USA: Dochody Amerykanów (sty)	14:30	0,2% m/m	0,3% m/m	--	--	Solidna kondycja sektora gospodarstw domowych wspiera konsumpcję, ale nie przekłada się na wzrost presji inflacyjnej.
USA: Wydatki Amerykanów (sty)	14:30	0,3% m/m	0,3% m/m	--	--	
USA: Inflacja bazowa PCE (sty)	14:30	1,6% r/r	1,7% r/r	--	--	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut, rew.)	16:00	100,9 pkt.	100,7 pkt.	--	--	

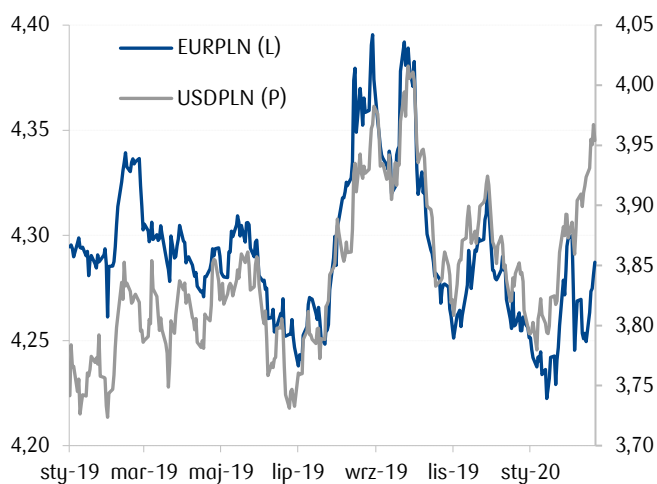
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

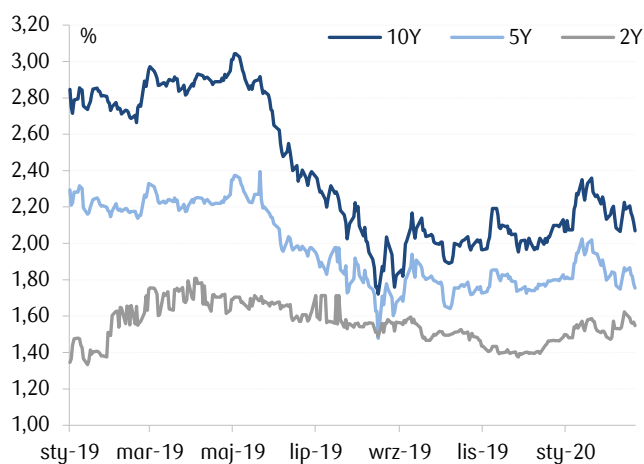
		Wartość 2020-02-23	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2873	0,14%	0,89%	0,71%
	USDPLN	3,9507	-0,31%	0,83%	2,31%
	CHFPLN	4,0377	0,10%	1,14%	1,51%
	GBPPLN	5,1285	0,36%	0,18%	1,57%
	EURUSD	1,0852	0,45%	0,06%	-1,57%
	EURCHF	1,0618	0,04%	-0,25%	-0,79%
	GBPUSD	1,2959	0,62%	-0,43%	-0,83%
	USDJPY	111,71	-0,34%	1,77%	2,07%
	EURCZK	25,06	0,03%	0,76%	-0,40%
	EURHUF	337,15	-0,29%	0,36%	0,27%
Obligacje	PL2Y	1,55	-2	-7	3
	PL5Y	1,75	-3	-10	-19
	PL10Y	2,07	-5	-12	-20
	DE2Y	-0,64	-1	1	-3
	DE5Y	-0,62	1	0	-4
	DE10Y	-0,43	1	-3	-10
	US2Y	1,35	-4	-7	-14
	US5Y	1,32	-5	-10	-19
	US10Y	1,47	-5	-12	-21
Akcje	WIG20	2088,5	-0,5%	-1,3%	-3,1%
	S&P500	3337,8	-1,1%	-1,3%	1,3%
	Nikkei**	23386,7	0,0%	-1,3%	-1,8%
	DAX	13579,3	-0,6%	-1,2%	0,0%
	VIX	17,08	9,8%	24,9%	17,3%
Surowce	Ropa Brent	59,5	0,0%	3,8%	-1,8%
	Złoto	1642,4	1,3%	3,8%	4,5%

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji **zamknięcie dnia bieżącego.

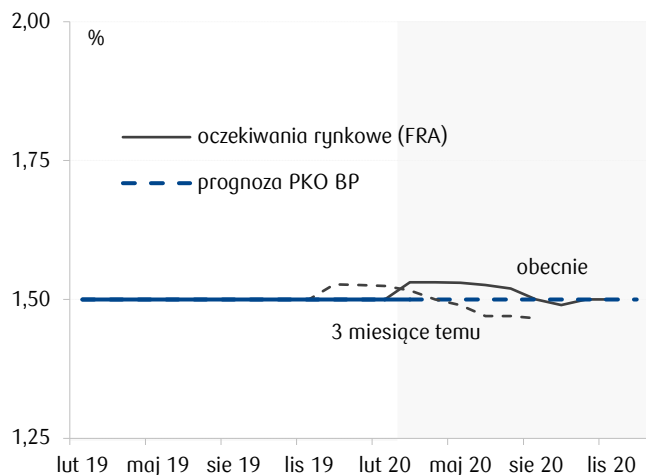
Notowania złotego wobec głównych walut



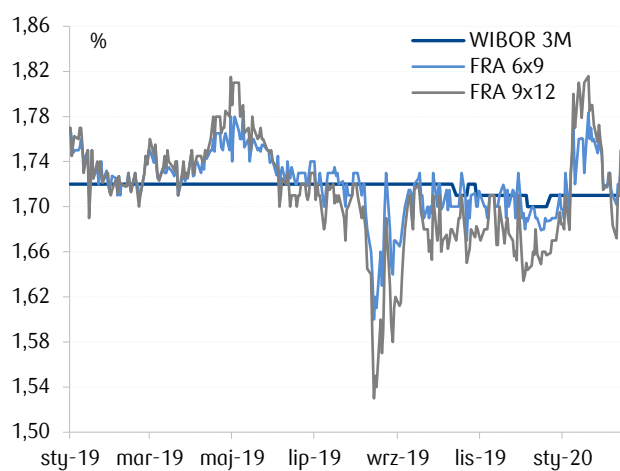
Rentowności polskich obligacji skarbowych



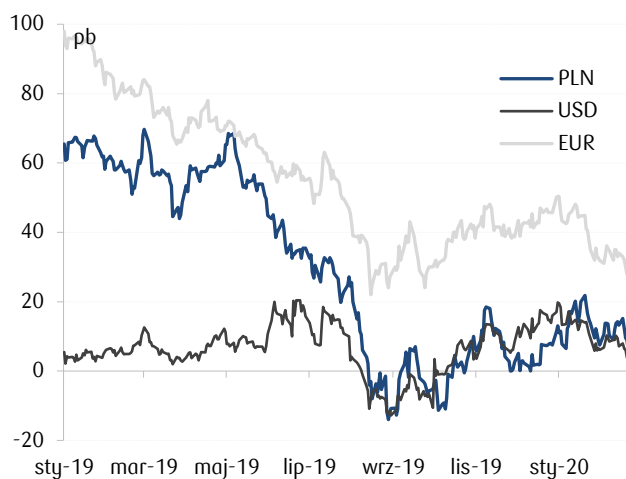
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



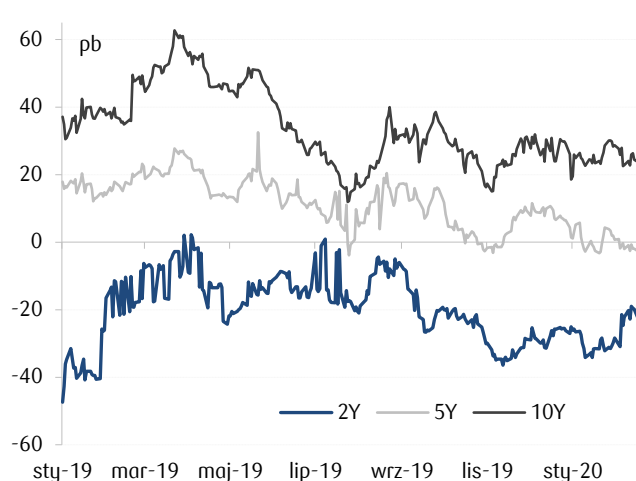
Krótkoterminowe stopy procentowe



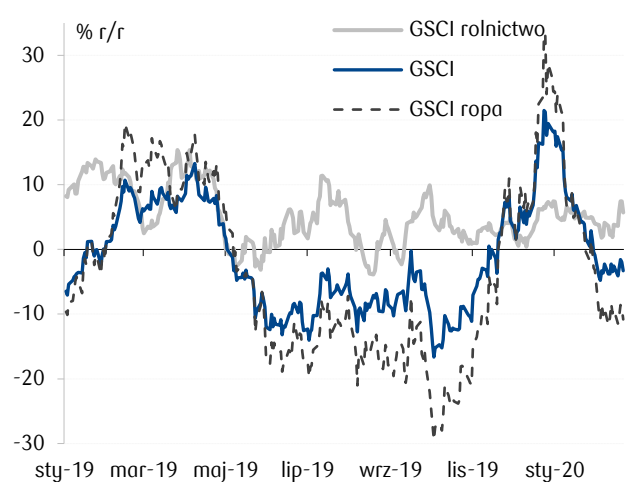
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



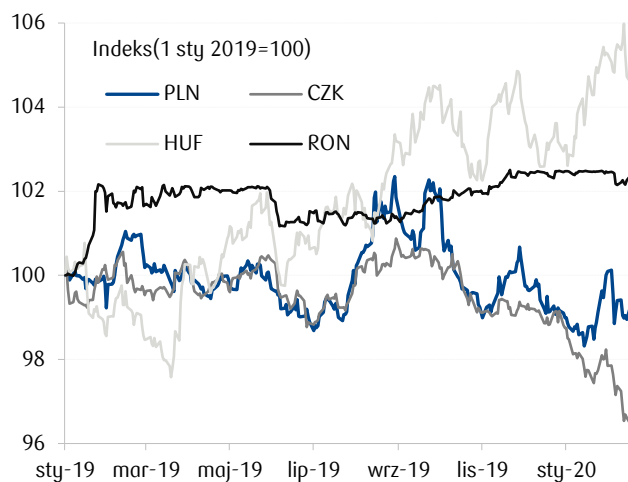
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Polska w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
Sfera realna			
- realny PKB (%)	4,0	3,7	Cztery dni robocze więcej niż przed rokiem powinny dodać min. 0,5pp do tempa wzrostu PKB (pomimo rozszerzenia zakazu handlu w niedzielę). Konsumenci będą siłować się z rosnącą inflacją i z obawami o spowolnienie, ale silny wzrost dochodów zapobiegnie istotnemu spadkowi realnych wydatków. Popyt inwestycyjny prawdopodobnie skurczy się - zarówno ten publiczny, gdyż nakłady na infrastrukturę związane z napływem środków z UE do Polski minęły szczyt w 2019, jak i prywatny, gdzie efekty nowych projektów <i>greenfield</i> wygasną. Słabszy popyt krajowy będzie amortyzowany przez rosnący wkład eksportu netto do wzrostu PKB.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	2,3	3,6	Inflacja CPI prawdopodobnie wystrzeli w 1q20 przekraczając 4%. W dalszej części roku inflacja powróci w okolice 3%. Inflacja bazowa wzrośnie, a znaczny udział w narastającej presji inflacyjnej będą miały czynniki regulacyjne.
Agregaty monetarne			
- kredyty / depozyty (%)	5,1 / 8,2	5,3 / 7,6	Dynamika depozytów będzie utrzymywała się w okolicy tempa wzrostu nominalnego PKB. Z kolei tempo wzrostu kredytów po raz kolejny okaże się niższe, z uwagi na negatywną presję na rentowność banków, a także fazę cyklu koniunkturalnego (słabszy popyt na kredyt i większa ostrożność przy jego udzielaniu ze strony pośredników finansowych).
Równowaga zewnętrzna			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	1,1	0,6	Pozytywny wpływ na saldo obrotów bieżących wciąż mają: strukturalna poprawa w handlu usługami (w tym napływ inwestycji w centra usług biznesowych), strukturalna ekspansja polskiego eksportu towarów oraz spadek importochłonności eksportu i całej gospodarki. Negatywnie będzie wpływać wyhamowanie eksportu usług transportowych ze względu na połączenie gorszej koniunktury na świecie i czynników regulacyjnych.
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-0,9	0,0	Silna pozycja fiskalna utrzyma się w 2020, pomimo wydatków na nowe programy społeczne, ze względu na dochody jednorazowe (opłata za przeniesienie aktywów otwartego funduszu emerytalnego i przychody ze sprzedaży częstotliwości 5G) oraz zysk NBP (który najprawdopodobniej będzie powtarzalny w kolejnych latach).
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	Pomimo przekroczenia przez inflację CPI bariery 3,5% RPP utrzyma swoje dotychczasowe nastawienie, podkreślając tymczasowy i przejściowy charakter szoku inflacyjnego w otoczeniu słabnącej gospodarki. Wraz ze spowalnianym wzrostem PKB i normalizacją inflacji w 2h20 będzie rosło prawdopodobieństwo obniżenia stóp.

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

Zagranica w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,3	1,7	Amerykańska gospodarka utrzymuje solidne tempo wzrostu, którego głównym motorem pozostaje konsumpcja. Silny rynek pracy, a także poprawa sentymentu na giełdzie i rynku nieruchomości po obniżkach stóp Fed będą wspierać nastroje konsumentów utrzymując wysokie tempo wzrostu konsumpcji. Kluczowe znaczenie dla gospodarki i przyszłości relacji z Chinami będą miały listopadowe wybory prezydenckie.
- inflacja CPI (%)	1,8	2,1	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	1,2	1,0	Europejska gospodarka wciąż rośnie, ale wskaźniki nastrojów sugerują, że jej wzrost może jeszcze spowolnić na przełomie roku. Paradoksalnie strefę euro może uratować popyt z zagranicy, który może „odżyć” po obniżkach stóp w USA. Konsumpcja prywatna pozostaje ważnym motorem wzrostu, ale ani ona, ani solidna kondycja rynku pracy nie przekładają się na wyraźny wzrost inflacji. Przy oczekiwaniach inflacyjnych bliskich historycznego dna wyzwaniem będzie powrót inflacji do celu.
- inflacja HICP (%)	1,2	1,2	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,1	5,9*	Chiny ponownie rosną na kredyt, co nasila pytania co do konsekwencji ekspansji finansowanej wzrostem długu sektora prywatnego. Pomimo uzgodnienia szczegółów pierwszej (wstępnej) umowy handlowej z USA cła pozostaną na wysokim poziomie, co nie będzie wspierać wzrostu chińskiego eksportu (podobnie jak słaba kondycja innych niż USA gospodarek rozwiniętych). Wyzwaniem będzie zatem utrzymanie wzrostu PKB w okolicach 6%, zwłaszcza, że przedłużają się zaburzenia wywołane wybuchem epidemii koronawirusa.*
- inflacja CPI (%)	2,9	2,3*	

Źródło: FED, Eurostat, MFW, PKO Bank Polski. * - w trakcie rewizji

Monitor RPP

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,9	„Obniżanie ceny pieniądza nie powoduje wyłącznie pozytywnych skutków. W Polsce nie miałyby już przełożenia na aktywność w gospodarce, gdyż cena kredytu nie tworzy bariery dla rozwoju inwestycji.(...) Podwyżka stóp procentowych byłaby dobrym środkiem zaradczym na rosnące ryzyko bańki na rynku nieruchomości mieszkaniowych. (...) Nadal jednak uważam za mało prawdopodobne zebranie w Radzie większości za podwyżkami. ” (26.11.2019, PAP)
E. Gatnar	4,9	„(...) w całym pierwszym kwartale będziemy mieli inflację w górnym pasmie odchyłeń od celu, a być może pasmo to zostanie przekroczone (...) wydaje mi się, że inflacja może się utrwalić powyżej 3%, co wymagałoby reakcji Rady (...) Dynamika sprzedaży nowych kredytów w 2019 roku w porównaniu z poprzednim rokiem, moim zdaniem, wykazuje bardzo wysoki poziom, który dla mnie jako członka Rady jest niepokojący. (...) Moim zdaniem, obniżaniem stóp procentowych inwestycji już nie napędzimy, bo to nie działa nawet w strefie euro. Mamy w ekonomii pojęcie odwróconej stopy procentowej . Przy pewnym, bardzo niskim poziomie, nie zachęca ona do inwestycji, a wręcz nawet zniechęca. Moim zdaniem, w Polsce mamy już taki poziom stóp procentowych” (13.12.2019, money.pl)
Ł. Hardt	3,7	„Poprzez podwyżkę o 15pb. bank centralny zakomunikowałby, że nadal mocno trzyma się celu inflacyjnego i mandatu określonego w art. 3 ustawy o NBP. Byłoby to więc wyraźne działanie wzmacniające wiarygodność polityki monetarnej i ograniczające wzrost oczekiwań inflacyjnych. Tym samym podwyżka o 15pb. ograniczałaby przyszłą inflację i to małym kosztem. Jednocześnie Rada zaszygnowałaby, że ma świadomość wszelkich ryzyk, w tym dla wzrostu PKB, stąd wiosek nie dotyczył tradycyjnych 25pb., ale mniej standardowej zmiany o jedyne 15pb” (21.02.2020, PAP)
G. Ancyparowicz	2,7	„Polityka pieniężna działa w skali roku, przynajmniej 1,5-2 lata. Wobec tego podejmowanie jakichkolwiek decyzji w tej chwili byłoby błędem. Gdybyśmy teraz podnieśli stopy procentowe to dodatkowo schłodziłoby to gospodarkę, która wchodzi na ścieżkę spowolnienia. (...) Po marcu, gdy będziemy mieli więcej danych i będzie możliwość zapoznania się z nową projekcją, z wyraźnie niższą ścieżką PKB, w pewnej perspektywie opowiadałabym się raczej za obniżką stóp proc. niż za ich podnoszeniem, bo w dłuższym okresie będzie trzeba podtrzymać koniunkturę, a nie zwalczać inflację.” (14.02.2020, PAP)
R. Sura	2,6	„Nie ma żadnych powodów, by myśleć, że skala spowolnienia będzie większa niż wynika to z projekcji, w związku z tym nie ma podstaw, by myśleć w najbliższej perspektywie o obniżkach stóp. (...) Optymalny scenariusz to stabilizacja stóp na obecnym poziomie, co daje nam przestrzeń w dłuższej perspektywie” (04.12.2019, PAP)
J. Kropiwnicki	2,4	„ Na razie RPP nie ma powodów do reakcji. Przewidywaliśmy realizujący się wzrost inflacji i wciąż przypuszczamy, że inflacja pod koniec pierwszego kwartału 2020 r. powinna wrócić w granice odchyłeń od celu. Dla NBP istotne jest utrzymanie wskaźnika inflacji w granicach 2,5 proc. +/- 1 pkt. proc. Dopóki inflacja trwale nie przekracza granic pasma odchyłeń, nie widzę powodów, by niepokoić się tym wskaźnikiem i domagać się reakcji w postaci zmiany stóp procentowych” (20.01.2020, PAP)
A. Glapiński	1,9	„Oczywiście wyższe ceny części produktów nie cieszą konsumentów, ale po pierwsze szybszy wzrost cen tych dóbr dzisiaj nie znaczy, że będą one droższe także w przyszłości, a po drugie dochody gospodarstw domowych rosną wyraźnie szybciej niż ceny, przez co Polaków i tak stać na coraz więcej. Wreszcie wraz z wygaśnięciem wpływu podażowych czynników na dynamikę cen oraz oczekiwanym obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego inflacja wyhamuje. Wszystkie prognozy wskazują bowiem, że w przyszłym roku nastąpi obniżenie inflacji w pobliżu 2,5 proc., a więc środka celu inflacyjnego NBP.” (21.02.2020, PAP)
J. Żyżyński	1,7	„Gdybyśmy próbowali stosować działania duszące inflację (...) na przykład przez wzrost stóp procentowych, to byśmy tylko przydusili gospodarkę.” (21.02.2020, PAP)
E. Łon	1,1	„Bardzo ważne znaczenie mają dla mnie wskaźniki nastrojów konsumenckich oraz wskaźnik PMI w przemyśle. Jeśli by okazało się, że wskaźnik PMI w przemyśle wzrósłby powyżej 50 pkt., a nastroje konsumenckie powróciłyby do trendu wzrostowego, to gotów jestem zrezygnować ze składania wniosków o obniżkę stóp procentowych ” (23.12.2019, PAP)
C. Kochalski	--	„Proszę pamiętać, że efekty działań Rady to jest połowa 2021 roku. Z prognoz, które analizowaliśmy wynika, że nie ma podstaw do zmiany stóp procentowych, ponieważ w 2021 roku mielibyśmy taką sytuację, że będziemy mieć bardzo solidny wzrost gospodarczy i jednocześnie stopy procentowe bliskie celowi inflacyjnemu NBP.” (PAP 08.01.2020)

* Uszeregowanie dokonane na podstawie wyników ankiety PAP wśród ekonomistów bankowych (skala 1-5, gdzie 1 to skrajnie „gołębie” poglądy, a 5 to skrajnie „jastrzębie” poglądy).

Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	2019^(%)	2020^(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	1,50-1,75	1,50-1,75	1,25-1,50	-25pb (paź. 2019)	FOMC deklaruje, że po trzech obniżkach wszedł w fazę obserwowania gospodarki. W naszej ocenie w 2020 możliwy jest powrót do obniżek, zwłaszcza, gdyby oczekiwana odwilż w relacjach handlowych z Chinami nie nastąpiła, a perspektywy wzrostu PKB nadal słabły.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w sty. 2016	W sukurs polityce pieniężnej przyszły kolejne działania fiskalne co może ograniczać presję na dalsze luzowanie ze strony BoJ.
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (mar. 2016)	EBC rozpoczął kolejny cykl luzowania polityki pieniężnej nie kończąc jeszcze poprzedniego. Pod przewodnictwem Ch.Lagarde luzowanie to może zyskać także „proekologiczny” wymiar.
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,75	0,75	0,50	+25pb (sie. 2018)	Obniżona ścieżka PKB i niekorzystne prognozy inflacji to solidne argumenty za obniżkami stóp. BoE sugeruje, że mogłoby do nich dojść już w marcu.
Szwajcaria					
Stopa bazowa	-0,75	-0,75	-0,85	-50pb (sty. 2015)	W grudniu 2019 SNB obniżył prognozy wzrostu PKB i inflacji, ale nie zmienił stóp. Dodatkowo od 1 listopada 2019 ujemne oprocentowanie objęło środki przekraczające 25-krotność (a nie 20-krotność) minimalnej rezerwy.
Szwecja					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	+25pb (gru. 2019)	Riksbank wycofał się z polityki ujemnych stóp procentowych internalizując koncepcję <i>reversal interest rate</i> .
Norwegia					
Stopa bazowa	1,50	1,50	1,50	+25pb (wrz. 2019)	W naszej ocenie podwyżka stóp we wrześniu 2019 zwińczyła cykl zacieśniania polityki pieniężnej.
Czechy					
Stopa refinansowa	2,25	2,00	2,25	+25pb (lut 2020)	Zaskakująca podwyżka stóp procentowych w lutym w naszej ocenie była jednorazowa i nie oznacza wznowienia cyklu w tym roku.
Węgry					
Stopa bazowa	0,90	0,90	0,90	-15pb (maj 2016)	Po zaskakująco wysokim wzroście inflacji w styczniu bank centralny (w osobie v-ce prezesa M.Nagy'ego) zapowiedział podjęcie działań, które mają ją sprowadzić do celu w horyzoncie 6-8 kwartałów.

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: (22) 521 80 84
f: (22) 521 88 87
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych

	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	marcin.czaplicki@pkobp.pl	22 521 54 50
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

	analizy.sektorowe@pkobp.pl	22 521 81 22
dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek	agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl	22 521 81 22
dr Mariusz Dziwulski	mariusz.dziwulski@pkobp.pl	22 521 81 88
Michał Kolesnikow	michal.kolesnikow@pkobp.pl	22 521 81 23
Piotr Krzysztofik	piotr.krzysztofik@pkobp.pl	22 521 81 25
Wojciech Matysiak	wojciech.matysiak@pkobp.pl	22 521 51 80
Katarzyna Piętka-Kosińska	katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl	22 521 65 15
Filip Romanowski	filip.romanowski@pkobp.pl	22 521 87 39
Anna Senderowicz	anna.senderowicz@pkobp.pl	22 521 81 24

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki	marcin.morawiecki@pkobp.pl	22 521 72 24
-------------------	--	--------------

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

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, usługa 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.