

Scenariusz „quasi-stagflacyjny”

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- Rozwój epidemii koronawirusa w Chinach i jej wpływ na globalną gospodarkę pozostają na radarach inwestorów. Odczyty **wskaźników koniunktury za luty** (niemiecki ZEW we wt., wstępne PMI w piątek) **pokażą czy i na ile wydarzenia w Chinach burzą mozolną odbudowę optymizmu w Europie**. Odniesienia do wybuchu epidemii powinny się także znaleźć w **minutes ze styczniowego posiedzenia FOMC (śr.)**. W naszej ocenie w przypadku zapisów z posiedzenia Fed kluczowe znaczenie dla perspektyw stóp (i rynków) będzie miała opinia członków Komitetu co do tego, czy stopa bezrobocia ma jeszcze przestrzeń do spadku oraz jak komfortowo czują się oni z inflacją utrzymującą się poniżej celu.
- Ostateczne **dane inflacyjne ze strefy euro za styczeń** powinny potwierdzić wyhamowanie inflacji bazowej, dokładając się tym samym do presji, jaką na EBC wywierają słabsze odczyty z realnej gospodarki z końca ubiegłego roku.
- Szereg danych z Polski pokaże jak nasza gospodarka rozpoczęła nowy rok. Dane z **rynku pracy (śr.)** mogą, naszym zdaniem, pokazać wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń i wyhamowanie dynamiki zatrudnienia, a kluczowym czynnikiem ryzyka jest wpływ na oba powyższe wskaźniki wysokiej podwyżki płacy minimalnej. Dane z **gospodarki realnej (produkcja przemysłowa w czw. oraz produkcja budowlana i montażowa, a także sprzedaż detaliczna w pt.)** będą pod **negatywnym wpływem efektów kalendarzowych** (wobec czego mogą negatywnie zaskoczyć konsensus). **Inflacja PPI (czw.)** powinna naszym zdaniem pokazać dezinflacyjny wpływ spadku cen surowców.

Przegląd wydarzeń:

- **POL:** Dane GUS (wzrost inflacji do 4,4% r/r w styczniu i wyhamowanie dynamiki PKB do 3,1% r/r w 4q19) pokazały że przed RPP stoi nie lada dylemat. Naszym zdaniem Rada wstrzyma się z podwyżkami stóp (powtarzając jak mantrę opinię o regulacyjnym i przejściowym charakterze wzrostu cen). Sądzymy, że ze względu na wolniejszy wzrost gospodarczy z biegiem czasu będzie rosło prawdopodobieństwo obniżek stóp (więcej w Makro Flashu „[RPP ma o czym myśleć](#)”).
- **POL:** Powyższe wnioski potwierdza komentarz, jakiego do opublikowanych w piątek danych udzieliła **G.Ancyparowicz z RPP**. Jej zdaniem podwyżki stóp są bezcelowe, podczas gdy niższa ścieżka wzrostu gospodarczego (wg niej marcowa projekcja może pokazać dynamikę PKB obniżoną nawet o ponad 1pp) wskazuje na to, że kolejnym

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

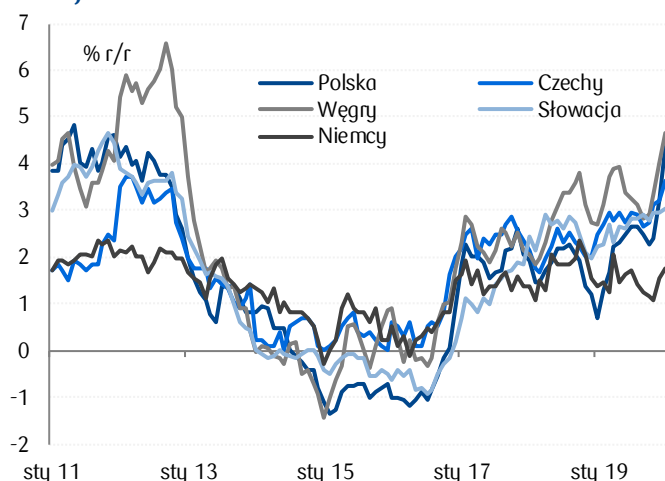
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

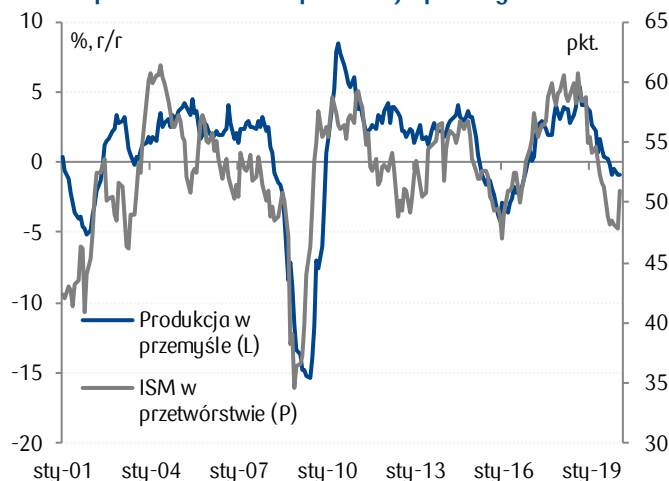
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Inflacja CPI w EŚiW



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

ISM w przetwórstwie vs produkcja przemysłowa w USA



ruchem (w przyszłości) może być obniżka stóp.

- **GER:** Dynamika niemieckiego PKB wyhamowała w 4q19 do 0,0% k/k (z 0,2% k/k w 3q). Nie znamy jeszcze struktury wzrostu PKB, ale z danych o wysokiej częstotliwości publikacji wynika, że za wyhamowanie gospodarki odpowiadał w głównej mierze eksport, podczas gdy popyt wewn. pozostaje silny. Wybuch epidemii koronawirusa i relatywnie duża ekspozycja Niemiec na Chiny sugeruje, że 1q20 może pokazać spadek PKB (nawet pomimo poprawy nastrojów w przetwórstwie).
- **EUR:** Wzrost PKB wyhamował także w strefie euro (0,1% k/k (0,9% r/r) w 4q19 wobec 0,3% k/k (1,2% r/r) w 3q). W ujęciu geograficznym głównym hamulcowym był spadek aktywności nie w Niemczech, lecz we Francji i Włoszech. Pokazuje to, że problemy z koniunkturą mają szeroki zasięg, aczkolwiek warto pamiętać, że swoje piętno na wynikach francuskiej gospodarki odcisnęła także fala strajków. W obliczu wątpliwej kondycji europejskiej gospodarki na koniec 2019 nie można wykluczyć, że w 2020 EBC będzie musiał odkryć nowe możliwości luzowania swojej polityki.
- **USA:** Biały Dom zapowiedział podwyżkę ceł na samoloty Airbusa z 10% do 15%, począwszy od 18 marca.
- **CZE:** Inflacja CPI w Czechach za styczeń nieoczekiwanie przyspieszyła do 3,6% r/r (najwyżej od marca 2012) z 3,2% r/r w grudniu odzwierciedlając wzrost cen żywności, alkoholu, tytoniu, paliw oraz odzieży i obuwia. Jednocześnie w 4q19 do 1,7% r/r z 2,5% r/r w 3q19 wyhamował wzrost gospodarczy co oznacza, że CNB prawdopodobnie zakończy cykl podwyżek stóp.
- **USA:** Solidne dane o sprzedaży detalicznej za styczeń (wzrost o 0,3% m/m vs 0,2% m/m w grudniu po rewizji z 0,3% m/m), a także optymistyczny wydzwięk indeksu Michigan w lutym (100,9 pkt. wobec 99,8 pkt. w styczniu) pokazują, że kondycja sektora gospodarstw domowych pozostaje silna. Widać jednak pewne sygnały słabnięcia wydatków konsumentów, które wskazują, że bez pomocy ze strony inwestycji całoroczna dynamika PKB może w 2020 kontynuować trend spadkowy. Styczeniowe dane o produkcji przemysłowej (-0,3% m/m vs -0,4% m/m w gru., rew. z -0,3% m/m) pokazały, że wskazania badań nastrojów (m.in. powrót przetwórczego ISM powyżej 50 pkt.) były zbyt optymistyczne. Niski wynik produkcji może częściowo wynikać z problemów amerykańskiego Boeinga, zaniżając ocenę pozostałej części przetwórstwa. Nawet przy tym zastrzeżeniu dane sugerują jednak, że normalizacja stosunków z Chinami nie ma jeszcze bezpośredniego przełożenia na gospodarkę.
- **POL:** Sejm przyjął zakładający brak deficytu budżet państwa w 2020. Naszym zdaniem przy wysokim wzroście nominalnego PKB (oczekujemy dużo wyższego wzrostu cen niż założył rząd), a także pozytywnych efektach fiskalnych podniesienia płacy minimalnej (spodziewamy się wyższej dynamiki wynagrodzeń niż rząd) uzyskanie zrównoważonego wyniku budżetu nie jest obarczone wysokim ryzykiem.
- **EUR:** Propozycja Ch.Michela (Przewodniczącego RUE) co do nowego budżetu UE przewiduje istotne cięcia wydatków (większe niż zakładała Komisja Europejska) na politykę spójności oraz wspólną politykę rolną. Sugeruje to, że proces negocjacji nowego budżetu unijnego nie będzie prosty i należy liczyć się ze sprzeciwem państw EŚiW, w tym Polski. Podobne kontrowersje może budzić chęć powiązania dostępu do środków unijnych z przestrzeganiem praworządności. Swoje rozczarowanie propozycją Ch.Michela wyraził już Przewodniczący PE D.Sassoli.
- **POL:** Sejm przegłosował nowelę ustawy, na podstawie której od 1 lipca mają zostać wprowadzone opłaty od napojów słodzonych oraz tzw. „małpek”. W naszej ocenie podniesie ona ścieżkę inflacji (wyhamowując jej spadkowy trend) o ok. 0,2-0,3pp.
- **CHN:** PBOC dostarczył na rynek nowe środki (roczna pożyczka, w sumie 200 mld CNY, tj. ok. 29 mld USD), jednocześnie obniżając oprocentowanie tych pożyczek o 10pb do 3,15%.

Znalezione w sieci:

- Dyskusja o wpływie ujemnych stóp na banki (Euromoney): [Did the banks cry wolf on negative rates?](#)
- Faza pierwsza umowy handlowej to nie koniec napięć geopolitycznych (bruegel.org): [The US-China trade agreement will not put an end to geopolitical risks.](#)

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 14 lutego						
GER: Wzrost PKB (4q)	8:00	1,0% r/r	0,2% r/r	--	0,3% r/r	Po raz kolejny w ubiegłym roku niemiecka gospodarka uniknęła recesji.
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	3,9% r/r	3,0% r/r	2,9% r/r	3,1% r/r	Kombinacja „quasi-stagflacyjna” wzrostu i inflacji nie powinna wpłynąć istotnie na poglądy większości członków RPP.
POL: Inflacja CPI (sty)	10:00	3,4% r/r	4,2% r/r	4,0% r/r	4,4% r/r	Stabsze dane o PKB oznaczają, że nie można wykluczyć dalszego luzowania polityki EBC.
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	1,2% r/r	1,0% r/r	--	0,9% r/r	
USA: Sprzedaż detaliczna (sty)	14:30	0,2% m/m	0,3% m/m	--	0,3% m/m	Dane wskazują na solidny popyt konsumpcyjny i kontynuację słabej koniunktury w przetwórstwie na początku roku.
USA: Produkcja przemysłowa (sty)	15:15	-0,4% m/m	-0,3% m/m	--	-0,3% m/m	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut, wst.)	16:00	99,8 pkt.	99,0 pkt.	--	100,9 pkt.	
Wtorek, 18 lutego						
GER: Indeks instytutu ZEW (lut)	11:00	26,7 pkt.	20,0 pkt.	--	--	Indeks pokaże, w jaki sposób epidemia koronawirusa wpłynęła na oczekiwania niemieckich inwestorów instytucjonalnych.
Środa, 19 lutego						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sty)	10:00	6,2% r/r	6,8% r/r	7,8% r/r	--	Istotny wpływ na dane z rynku pracy za styczeń miała podwyżka płacy minimalnej.
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sty)	10:00	2,6% r/r	2,2% r/r	1,2% r/r	--	
UK: Inflacja CPI (sty)	10:30	1,3% r/r	1,6% r/r	--	--	Dane inflacyjne wspierają gołębi ruch ze strony BoE.
UK: Inflacja bazowa (sty)	10:30	1,4% r/r	1,5% r/r	--	--	
USA: Rozpoczęte budowy domów (sty)	14:30	1,608 mln	1,4 mln	--	--	Amerykańska gospodarka utrzymuje się na ścieżce wzrostu, ale słaba presja inflacyjna oraz sygnały wyhamowywania aktywności oznaczają, że Fed nie może ostatecznie zamknąć kwestii obniżek stóp.
USA: Inflacja PPI (sty)	14:30	1,3% r/r	1,6% r/r	--	--	
USA: Minutes Fed (sty)	20:00	--	--	--	--	
Czwartek, 20 lutego						
POL: Produkcja przemysłowa (sty)	10:00	3,8% r/r	0,3% r/r	-2,5% r/r	--	Efekty kalendarzowe (i słabnący trend) zaowocują wg nas kolejnym słabym odczytem z przemysłu.
POL: Inflacja PPI (sty)	10:00	1,0% r/r	1,0% r/r	0,7% r/r	--	Sektor gospodarstw domowych pozostaje kluczowym czynnikiem wspierającym wzrost w strefie euro.
EUR: Koniunktura konsumencka (lut)	16:00	-8,1 pkt.	-8,0 pkt.	--	--	
Piątek, 21 lutego						
GER: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	9:30	45,3 pkt.	44,8 pkt.	--	--	Dane o nastrojach mogą odzwierciedlać wybuch epidemii koronawirusa w Chinach. Kluczowe będzie, czy obawy o koniunkturę w globalnej gospodarce przebiją nadzieję na odwrócenie trendu spadkowego, jaka płynęła z podpisania wstępnej umowy handlowej Chiny - USA.
GER: PMI w usługach (lut, wst.)	9:30	54,2pkt.	53,6pkt.	--	--	
EUR: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	10:00	47,9 pkt.	47,5 pkt.	--	--	
EUR: PMI w usługach (lut, wst.)	10:00	52,5 pkt.	52,3 pkt.	--	--	
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sty)	10:00	-3,3% r/r	-2,1% r/r	-7,7% r/r	--	Negatywne efekty kalendarzowe zaważą o słabości styczniowych odczytów z gospodarki realnej.
POL: Sprzedaż detaliczna (sty)	10:00	5,7% r/r	4,4% r/r	4,4% r/r	--	Niska presja inflacyjna oznacza, że EBC musi rozważyć kolejne działania stymulujące gospodarkę.
EUR: Inflacja HICP (sty)	11:00	1,3% r/r	1,4% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa (sty, rew.)	11:00	1,3% r/r	1,1% r/r	--	--	
USA: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	15:45	51,9 pkt.	51,5 pkt.	--	--	Pomimo poprawy nastrojów w przemyśle twarde dane nie pokazują jeszcze odbicia koniunktury.
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sty)	16:00	5,54 mln	5,48 mln	--	--	

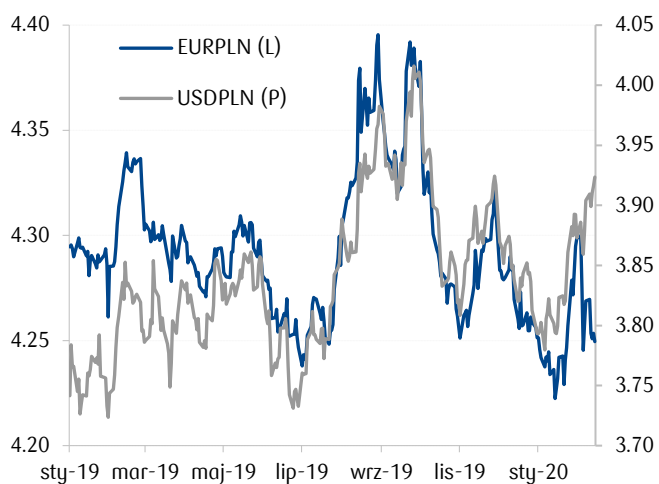
Zródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters. *sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

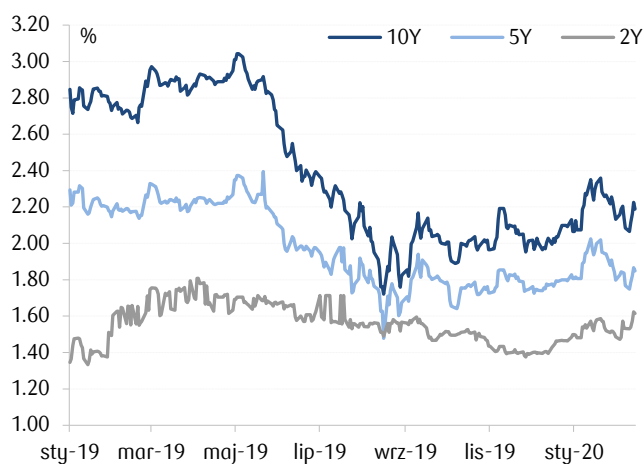
		Wartość 2020-02-16	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4.2495	-0.09%	-0.45%	0.18%
	USDPLN	3.9182	-0.06%	0.63%	2.48%
	CHFPLN	3.9922	-0.38%	0.10%	1.06%
	GBPPLN	5.1195	0.20%	1.71%	2.92%
	EURUSD	1.0846	-0.03%	-1.08%	-2.25%
	EURCHF	1.0645	0.29%	-0.55%	-0.88%
	GBPUSD	1.3015	-0.30%	0.59%	-0.13%
	USDJPY	109.76	-0.05%	-0.01%	-0.38%
	EURCZK	24.87	-0.08%	-0.78%	-1.15%
EURHUF	335.95	-0.53%	-0.73%	-0.01%	
Obligacje	PL2Y	1.61	-1	8	3
	PL5Y	1.85	-2	8	-15
	PL10Y	2.19	-4	11	-14
	DE2Y	-0.66	-1	-2	-6
	DE5Y	-0.62	-1	-2	-10
	DE10Y	-0.40	-1	-2	-19
	US2Y	1.42	-2	2	-15
	US5Y	1.41	-3	1	-22
US10Y	1.59	-3	1	-25	
Akcje	WIG20	2115.3	-0.2%	0.2%	-2.8%
	S&P500	3380.2	0.2%	1.6%	1.5%
	Nikkei**	23523.2	-0.7%	-1.3%	-2.2%
	DAX	13744.2	0.0%	1.7%	1.6%
	VIX	13.68	-3.3%	-11.6%	13.1%
Surowce	Ropa Brent	56.2	0.0%	2.0%	-13.0%
	Złoto	1581.6	0.4%	0.9%	1.6%

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

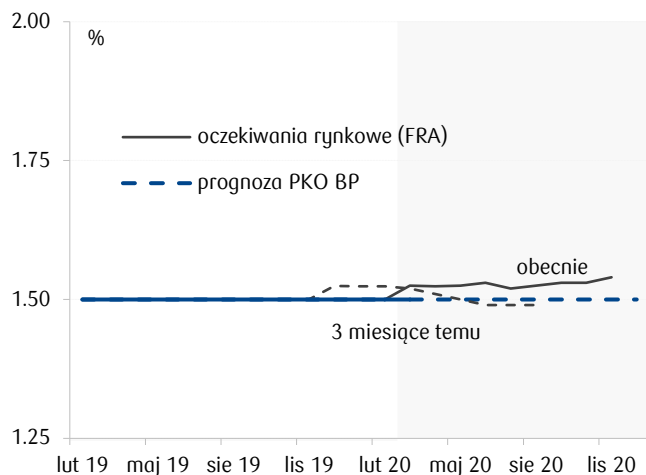
Notowania złotego wobec głównych walut



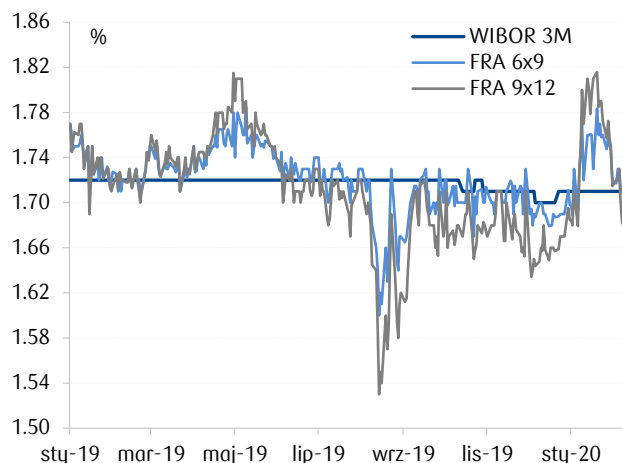
Rentowności polskich obligacji skarbowych



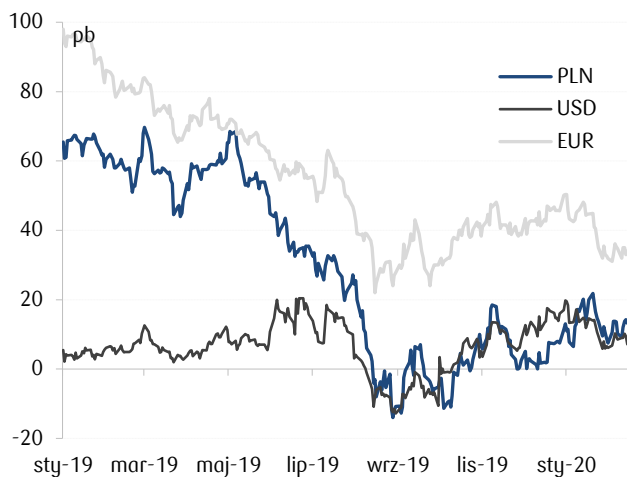
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



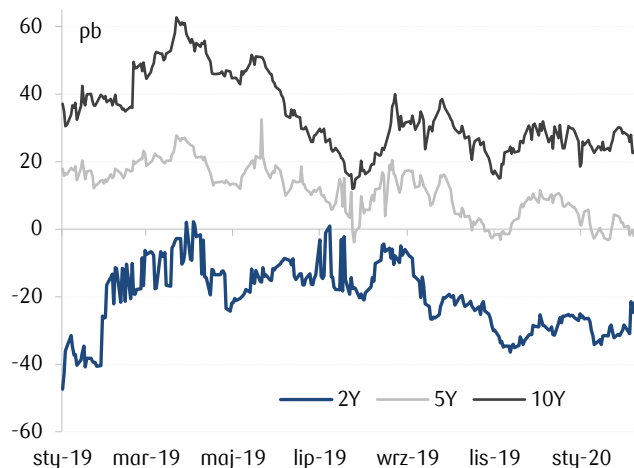
Krótkoterminowe stopy procentowe



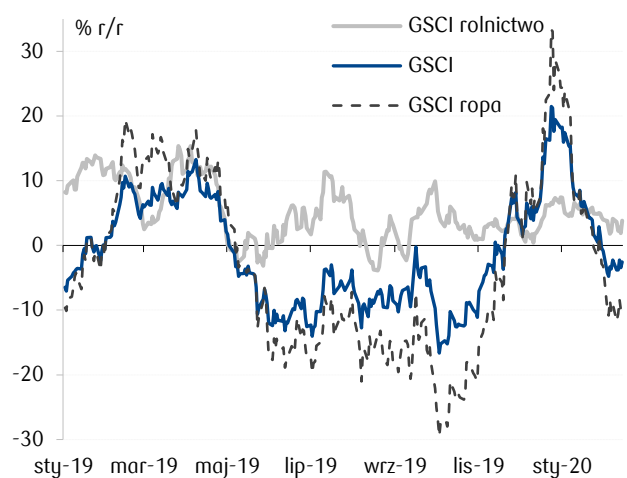
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



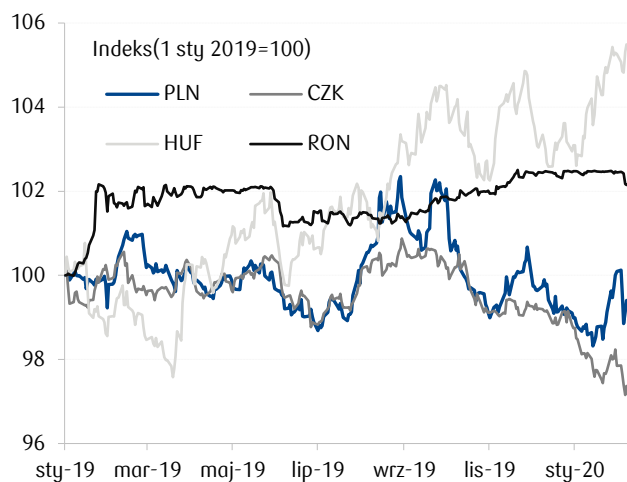
Spread asset swap dla PLN



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	Amerkańska 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%.
- inflacja CPI (%)	2,9	2,3	

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

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	„Mamy obecnie dużo czynników proinflacyjnych (...), ale jest jedno duże 'ale' i tym 'ale' jest zwalniająca gospodarka w Niemczech, niepewność co do cen energii elektrycznej i pewna niepewność co do polityki fiskalnej rządu w przyszłym roku. To nie jest ten moment, abyśmy w tym momencie reagowali zmianami parametrów polityki pieniężnej ” (6.11.2019, 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 opowiadałbym 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. Głapiński	1,9	„W moim przekonaniu wszystko przemawia za stabilnością stóp proc. , jeśli projekcja okaże się zgodna z rzeczywistością, co zakładam. Co nie oznacza, że nie mogą się w przyszłości zdarzyć wnioski za obniżeniem lub podwyższeniem stóp procentowych, na dziesięciu członków Rady zawsze się tak może zdarzyć. (...) W moim przekonaniu - tak jak mówię od pierwszego dnia - jest bardzo prawdopodobne, że do końca mojej kadencji stopy nie ulegną zmianie.” (04.12.2019, PAP)
J. Żyżyński	1,7	„Trzeba pamiętać, że wskaźnik inflacji r/r jest pewną orientacyjną wielkością. Jeżeli na skutek chwilowych procesów inflacja r/r wzrasta powyżej 3 proc., a w I kw. 2020 r. pójdzie jeszcze wyżej, ale co dla RPP kluczowe: z perspektywą powrotu do celu, to nie jest powód do zmiany stóp procentowych. Powrót rocznej miary inflacji w okolice celu będzie trwał około pół roku, więc na początku IV kw. 2020 r. inflacja powinna spaść w okolice 2,5 proc. Ale podkreślam, że nie można mylić miary zjawiska z samym zjawiskiem” (17.01.2020, PAP)
E. Łon	1,1	„Bardzo ważne znaczenie mają dla mnie wskaźniki nastrojów konsumenckich oraz wskaźnik PMI w przemyśle. Jeśliby 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 przyszedł 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 Koleśnikow 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.