

Strachy nie na lachy?

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- **Rynki coraz bardziej obawiają się recesji, a zaplanowane na ten tydzień dane (głównie w Europie) ujawnią, jak blisko niej jesteśmy.** Piątkowe dane z Wlk. Brytanii pokazały, że nawet bez brexitu w 2q19 brytyjski PKB zaczął spadać. W środę o włos od recesji może być gospodarka Niemiec (wg konsensusu nieoczyszczone o efekty kalendarzowe dane za 2q19 pokażą spadek PKB w ujęciu r/r). Rewizja wstępnego szacunku PKB dla całej strefy euro obnaży najpewniej słabość inwestycji i eksportu wskazując na konsumpcję jako kluczowy komponent podtrzymujący wzrost gosp.
- **W USA szansę weryfikacji pesymistycznych rynkowych oczekiwań dadzą pierwsze miesięczne odczyty danych ze sfery realnej za 3q19 i regionalne indeksy koniunktury za sierpień (czw.).** Wyniki sprzedaży powinny potwierdzić, że optymizm gospodarstw domowych (w pt. wstępny odczyt indeksu U.Michigan) wciąż stymuluje konsumpcję. Mniej optymistyczną wymowę mogą mieć dane o produkcji przemysłowej – wskaźniki koniunktury sugerują coraz większą presję ze strony słabszego popytu zagranicznego i ograniczeń handlowych.
- **Z minorowymi nastrojami na świecie wyraźnie kontrastować będą wciąż bardzo dobre dane z Polski.** Według nas szybki szacunek PKB (śr.) wskaże na jedynie nieznaczne wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego do 4,4%r/r z 4,7%r/r w 1q19. Na informacje o strukturze wzrostu poczekamy do końca miesiąca. Roboczo zakładamy, że za wolniejszą dynamiką PKB stało spowolnienie inwestycji częściowo kontrowane przez wzmocnienie popytu konsumpcyjnego. Ceną szybkiego wzrostu gosp. jest inflacja. Finalne dane o inflacji CPI w lipcu (wt.) potwierdzą wstępny odczyt (wzrost do 2,9% r/r z 2,6% r/r w czerwcu), przy nietypowym dla tego okresu wroście cen żywności, ale także przy dalszym narastaniu inflacji bazowej (oczekujemy 2,1%-2,2% r/r). Jutrzejsze dane o rachunku obrotów bieżących za czerwiec mogą pozostawać pod wpływem obniżonej aktywności gospodarczej w tym miesiącu, co zaowocuje gwałtownym (i przejściowym) wyhamowaniem dynamiki eksportu i importu, ale nie zburzy równowagi (saldo całego rachunku pozostanie dodatnie).

Przegląd wydarzeń:

- **POL:** W 2q19 przeciętne wynagrodzenie w całej gospodarce wyniosło 4839,24 PLN i było o 7,0% wyższe niż rok wcześniej. Dla porównania w tym samym okresie przeciętna płaca w sektorze przedsiębiorstw wzrosła o 6,9% r/r (do 5142,59 PLN). Dane potwierdzają, że presja płacowa w gospodarce nie narasta. Po silnym wroście

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

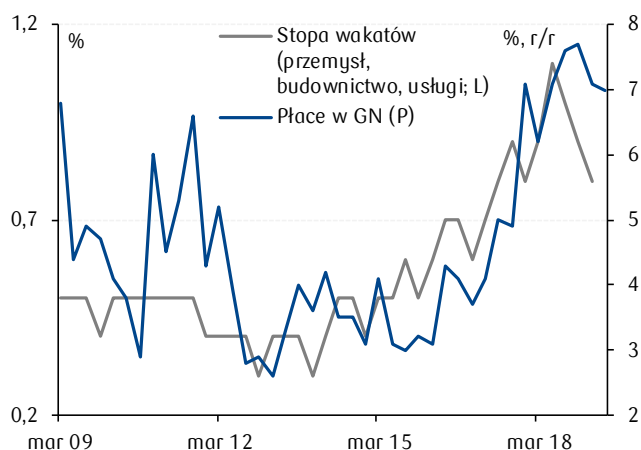
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

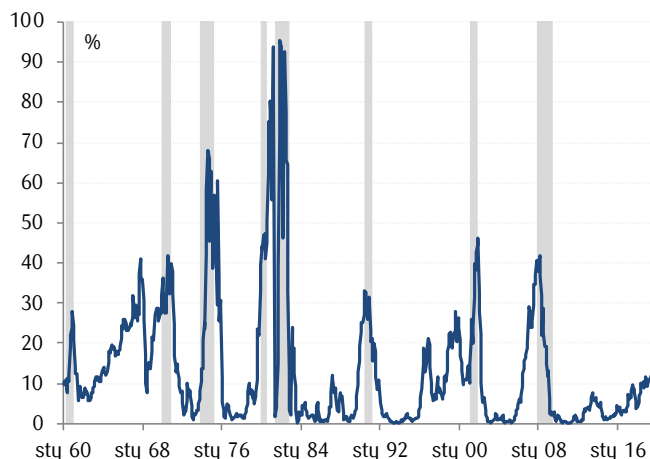
Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Płace w gospodarce narodowej



NY Fed – prawdopodobieństwo recesji w USA



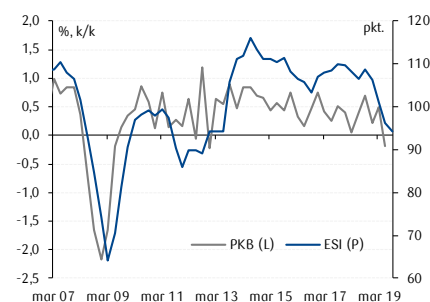
płat w 4q18 (7,7% r/r), dynamika płat wyhamowała i utrzymuje się w okolicach 7,0% r/r. Miary równowagi na rynku pracy (m.in. stopa wakatów) sugerują, że w kolejnych kwartałach tempo wzrostu wynagrodzeń nie powinno przyspieszać.

- **POL:** Prezes NBP A.Głapiński [napisał](#), że chociaż inflacja bazowa może wzrastać w kolejnych kwartałach, to w 2021 zacznie się obniżać, co oznacza **brak potrzeby dostosowywania parametrów krajowej polityki pieniężnej**. Jednocześnie jednak Prezes NBP zaznaczył, że NBP mógłby zacząć myśleć o luzowaniu polityki pieniężnej w przypadku silnego osłabienia krajowej koniunktury. W obliczu narastających ryzyk zewnętrznych prawdopodobieństwo takiego negatywnego scenariusza jest obecnie w jego ocenie wyższe niż szanse pozytywne niespodzianek. A.Głapiński podkreślił, że dobra kondycja krajowej gospodarki wynika m.in. z elastyczności polskich firm oraz polityki fiskalnej, która pozwala łagodzić konsekwencje niekorzystnej koniunktury światowej oraz wolniejszego napływu środków z UE.
- **USA:** D.Trump powiedział w piątek, że nie jest gotów, aby zawrzeć umowę handlową z Chinami, wskazując że kolejna runda negocjacji może nie odbyć się (jak wcześniej planowano) na początku września.
- **IT:** Zgodnie z zapowiedziami z czwartku, **współrządząca we Włoszech Liga złożyła w Senacie wniosek o wotum nieufności dla premiera G.Contego**. Wg doniesień medialnych premier odmówił M.Salviniemu podania się do dymisji (skróciłoby to drogę do przedterminowych wyborów). Ponieważ włoski parlament rozpoczął właśnie przerwę wakacyjną, nie wiadomo, kiedy wniosek Ligi zostanie rozpatrzony.
- **UK:** PKB w Wlk. Brytanii w 2q19 odnotował pierwszy spadek od 2012 (-0,2% k/k). W ujęciu rocznym tempo wzrostu gospodarczego wyhamowało do 1,2% r/r z 1,8% r/r przed kwartałem i było słabsze od oczekiwań (1,4% r/r). Jedyńm sektorem brytyjskiej gospodarki, który w 2q19 utrzymał (marginalny) wzrost były usługi. Spadki w sektorze produkcyjnym napędzało przede wszystkim przetwórstwo. Odczyt plasuje się poniżej ostatnich oczekiwań Banku Anglii (zakładał stagnację a nie spadek PKB) i zwiększa prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych. Warto jednak zaznaczyć, że brytyjski urząd statystyczny podkreśla silną zmienność danych z brytyjskiej gospodarki na przestrzeni ostatnich dwóch kwartałów, za którą stoi brexit. W 1q19 wyniki gospodarki były w wielu obszarach napędzane przygotowaniem do planowanego na koniec marca brexitu. W 2q19 redukcja zgromadzonych wcześniej zapasów stała się jedną z przyczyn silnego ograniczenia dynamiki PKB. Dodatkowo wg urzędu część sektora motoryzacyjnego przesunęła coroczne przerwy produkcyjne na kwiecień (także w ramach wcześniejszych przygotowań do brexitu), co zmieniło sezonowy rozkład produkcji niekoniecznie świadcząc o jej aktualnych trendach. Na analogiczne czynniki powołał się w piątek brytyjski Minister Finansów, który przekonywał, że fundamenty gospodarki Wlk.Brytanii wciąż są silne. Nie do końca przekonało to inwestorów – dane zaowocowały kolejną falą przeceny brytyjskiej waluty, która wobec USD jest naj słabsza od pierwszej połowy lat 80-tych. Premier B.Johnson wezwał w piątek urzędników służby cywilnej, aby potraktowali przygotowania do wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy za „główny priorytet”. Zdecydowano także o odwołaniu urlopów wszystkich najbliższych współpracowników.
- **USA:** Inflacja PPI w lipcu zgodnie z oczekiwaniami utrzymała się na poziomie 1,7% r/r. Bazowy wskaźnik cen producentów (bez cen energii i żywności) spadł do 2,1% r/r z 2,4% r/r i był najniższy od lipca 2017. Wyraźne hamowanie bazowej inflacji PPI odzwierciedla m.in. słabszy popyt w przetwórstwie i sygnalizuje ograniczoną przestrzeń do napędzania czynnikami lokalnymi wzrostu inflacji CPI.

Znalezione w sieci:

- Banki centralne kupują złoto (FT): [Central banks make record \\$15.7bn gold purchases](#)
- Kto najbardziej traci na bezumownym brexicie? (FT): [No-deal Brexit: how prepared are the EU and UK?](#)
- Gdzie szukać oznak recesji w USA? (NYTimes): [A Recession Is Coming \(Eventually\). Here's Where You'll See It First.](#)
- W nawiązaniu do artykułu o polskim eksporcie (poniżej) zapowiedź, że udział produkcji „nowej” motoryzacji będzie rósł (Puls Biznesu): [Toyota podwoi produkcję w Polsce.](#)

PKB w Wlk. Brytanii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO	Odczyt	Komentarz
Piątek, 9 sierpnia						
CHN: Inflacja CPI (lip)	3:30	2,7% r/r	2,7% r/r	--	2,8% r/r	Niskie ceny surowców i osłabienie popytu wewnętrznego hamują inflację, a wręcz stymulują obawy przed deflacją dając władzom monetarnym kolejny argument za luzowaniem polityki pieniężnej.
CHN: Inflacja PPI (lip)	3:30	0,0% r/r	-0,1% r/r	--	-0,3% r/r	Silny spadek PKB (-0,2% k/k) wskazuje na wzrost zagrożenia recesją.
UK: Wzrost PKB (2q)	10:30	1,8% r/r	1,4% r/r	--	1,2% r/r	Bazowa inflacja PPI była w lipcu najniższa od 2h17. Przewidywania wzrostów cen ograniczą słabnący popyt.
USA: Inflacja PPI (lip)	14:30	1,7% r/r	1,7% r/r	--	1,7% r/r	
Poniedziałek, 12 sierpnia						
CZ: Inflacja CPI (lip)	9:00	2,7% r/r	2,7% r/r	--	--	Wysokie ceny żywności mogą opóźnić powrót inflacji do celu. CNB oczekuje jednak, że w ślad za słabszym wzrostem gospodarczym w przyszłym roku inflacja powróci do 2%.
Wtorek, 13 sierpnia						
GER: Inflacja CPI (lip, rew.)	8:00	1,6% r/r	1,7% r/r	--	--	Niemiecki Destatis przyznał, że za wzrostem zmienności inflacji częściowo stoi zmiana sposobu liczenia cen wyjazdów zorganizowanych.
GER: Indeks instytutu ZEW (sie)	11:00	-24,5 pkt.	-26 pkt.	--	--	Silny spadek indeksu Sentix sugeruje, że ZEW także pozostał w trendzie spadkowym.
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze)	14:00	1006 mln EUR	243 mln EUR	100 mln EUR	--	Oczekujemy, że już 4 miesiąc z rządu na rachunku obrotów bieżących utrzymała się nadwyżka. Dzięki temu saldo obrotów bieżących pozostaje zbilansowane w relacji do PKB (w ujęciu 12-miesięcznym).
POL: Eksport (cze)	14:00	19,703 mld EUR	18,650 mld EUR	18,463 mld EUR	--	
POL: Import (cze)	14:00	19,607 mld EUR	18,800 mld EUR	18,474 mld EUR	--	
USA: Inflacja CPI (lip)	14:30	1,6% r/r	1,7% r/r	--	--	W czerwcu niższe ceny żywności i paliw zneutralizowały wzrosty cen w kategoriach bazowych (0,3% m/m). W obliczu narastających napięć handlowych nawet dalszy wzrost inflacji bazowej nie powstrzyma raczej Fed przed kolejną obniżką stóp.
USA: Inflacja bazowa (lip)	14:30	2,1% r/r	2,1% r/r	--	--	
Środa, 14 sierpnia						
GER: Wzrost PKB (2q)	8:00	0,7% r/r	0,2% r/r	--	--	Niemiecka gospodarka balansuje na krawędzi recesji. Nieoczekiwane o efekty kalendarzowe dane najpewniej pokażą pierwszą od 1q13 ujemną dynamikę r/r.
POL: Wzrost PKB (2q)	10:00	4,7% r/r	4,5% r/r	4,4% r/r	--	Spowolnienie inwestycji i wzmocnienie konsumpcji prywatnej zaowocują nieznacznym wyhamowaniem dynamiki PKB. Główną niespodzianką były w lipcu ceny żywności.
POL: Inflacja CPI (lip, rew.)	10:00	2,6% r/r	2,9% r/r	2,9% r/r	--	Silna fala osłabienia funta sugeruje, że wyraźne odbicie inflacji jest tylko kwestią czasu.
UK: Inflacja CPI / infl. bazowa (lip)	10:30	2% r/r / 1,8% r/r	1,9% r/r / 1,8% r/r	--	--	Produkcja w Niemczech silnie spadła, co wskazuje na ryzyko in minus dla i tak niskiego konsensusu.
EUR: Produkcja przemysłowa (cze)	11:00	-0,5% r/r	-1,2% r/r	--	--	Drugi szacunek pokaże już dane dla poszczególnych państw i strukturę wzrostu.
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	1,1% r/r	1,1% r/r	--	--	
Czwartek, 15 sierpnia						
NO: Posiedzenie Norges Banku (sie)	10:00	1,25%	1,25%	--	--	Od 3q18 Norges Bank już 3 razy podniósł stopy procentowe. W czerwcu zasignalizował, że we wrześniu może podnieść stopy po raz kolejny. W obliczu globalnego luzowania – może zmienić zdanie.
USA: Sprzedaż detaliczna (lip)	14:30	0,4% m/m	0,2% m/m	--	--	Optymistyczni konsumenci stabilizują gospodarkę.
USA: Produkcja przemysłowa (lip)	15:15	0% m/m	0,3% m/m	--	--	Wskaźniki koniunktury sugerują, że nad przemysłem zbierają się ciemne chmury.
Piątek, 16 sierpnia						
POL: Inflacja bazowa (lip)	14:00	1,9% r/r	2,1% r/r	2,1% r/r	--	Ceny usług napędzają inflację bazową.
USA: Rozpoczęte budowy domów (lip)	14:30	1,253 mln	1,26 mln	--	--	Rynek nieruchomości kurczy się od 6 kwartałów zarówno ze względu na czynniki popytowe, jak i podażowe.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie, wst.)	16:00	98,4 pkt.	97,1 pkt.	--	--	Historycznie fale eskalacji napięć handlowych przekładały się na spadki indeksu.

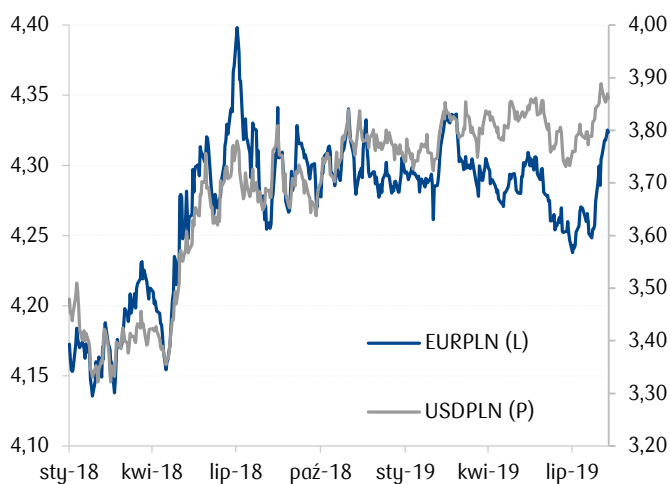
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szybkiego szacunku za czerwiec.

Podstawowe dane rynkowe

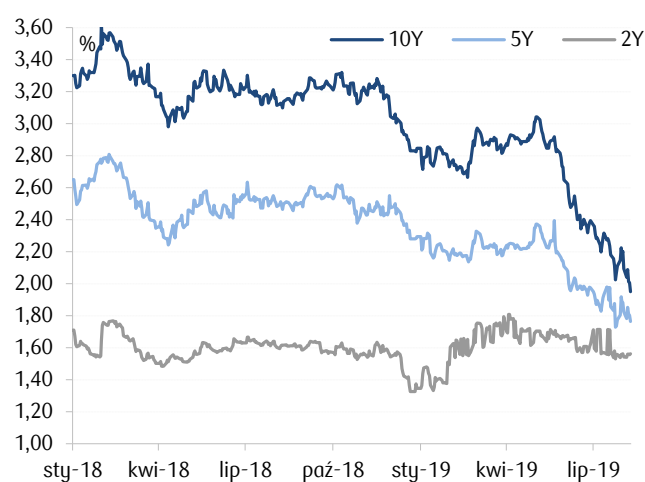
		Wartość 2019-08-11	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,3237	-0,04%	0,38%	1,26%
	USDPLN	3,8599	-0,05%	-0,51%	1,73%
	CHFPLN	3,9634	0,32%	0,44%	2,91%
	GBPPLN	4,6848	0,00%	-0,36%	-1,69%
	EURUSD	1,1202	0,01%	0,90%	-0,45%
	EURCHF	1,0909	-0,36%	-0,05%	-1,60%
	GBPUSD	1,2079	-0,45%	-0,33%	-3,84%
	USDJPY	105,66	-0,53%	-0,85%	-2,18%
	EURCZK	25,83	0,09%	0,18%	0,94%
	EURHUF	324,70	0,08%	-0,75%	-0,32%
Obligacje	PL2Y	1,56	1	2	-1
	PL5Y	1,77	-4	-6	-17
	PL10Y	1,95	-6	-14	-37
	DE2Y	-0,87	-2	-8	-15
	DE5Y	-0,86	-2	-9	-24
	DE10Y	-0,58	-2	-9	-34
	US2Y	1,63	1	-9	-21
	US5Y	1,56	3	-11	-30
	US10Y	1,73	2	-12	-37
Akcje	WIG20	2127,6	-1,4%	-4,0%	-8,1%
	S&P500	2918,7	-0,7%	-0,5%	-3,2%
	Nikkei**	20684,8	0,0%	-0,2%	-4,6%
	DAX	11693,8	-1,3%	-1,5%	-5,1%
	VIX	17,97	6,3%	2,0%	45,0%
Surowce	Ropa Brent	57,5	0,0%	-7,3%	-13,9%
	Złoto	1502,5	0,4%	3,9%	6,7%

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

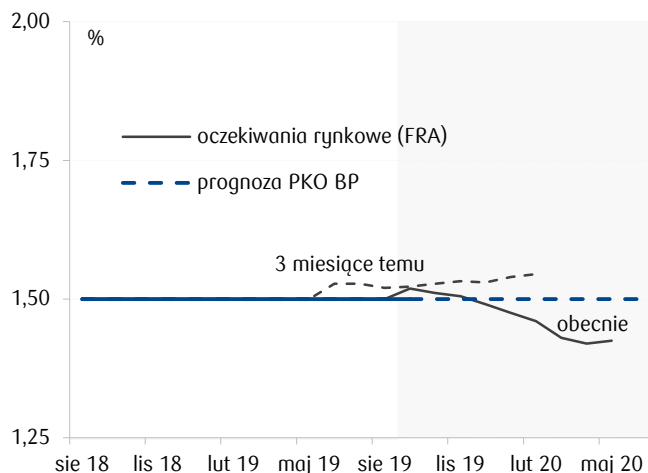
Notowania złotego wobec głównych walut



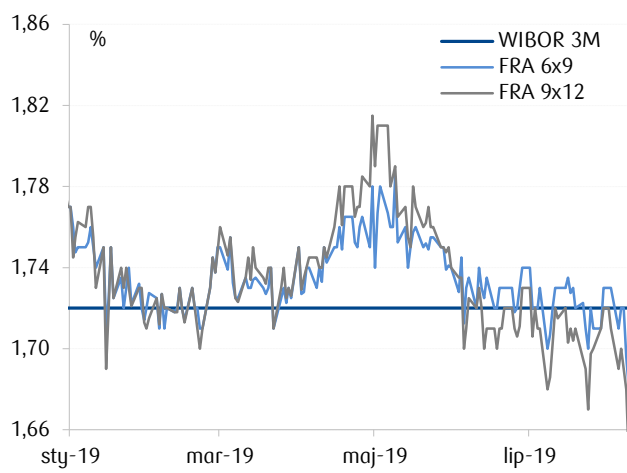
Rentowności polskich obligacji skarbowych



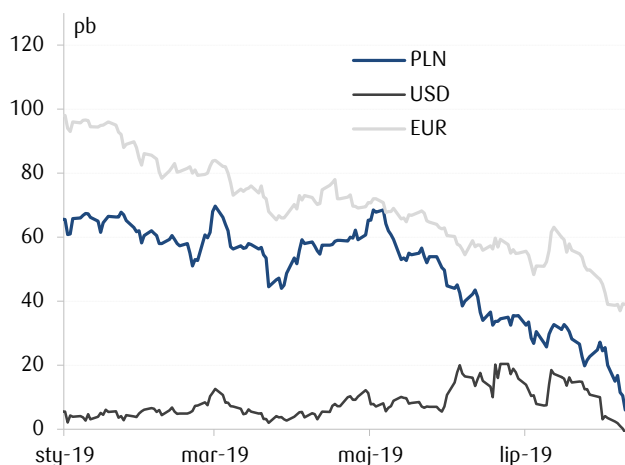
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



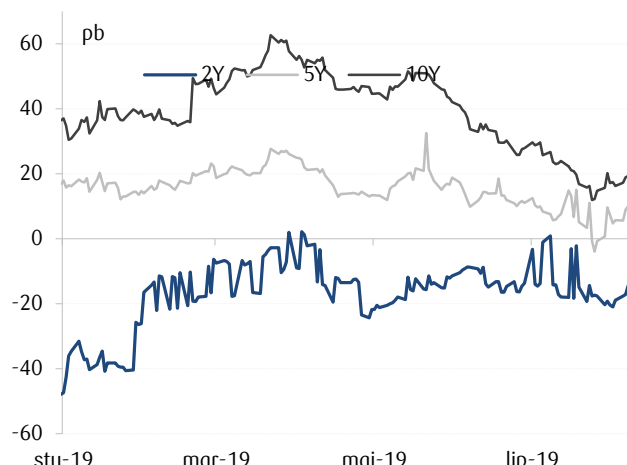
Krótkoterminowe stopy procentowe



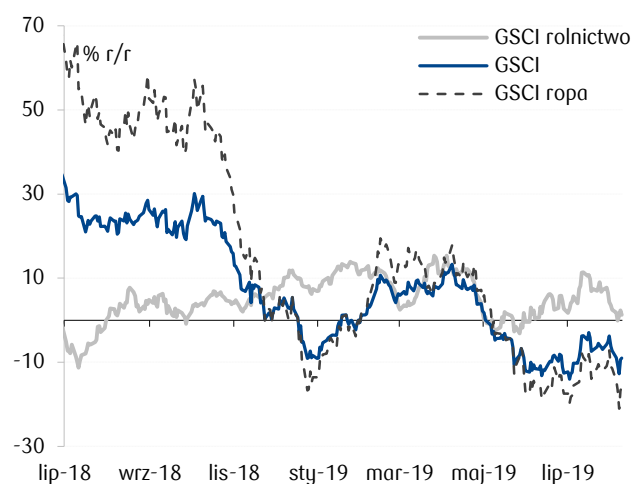
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



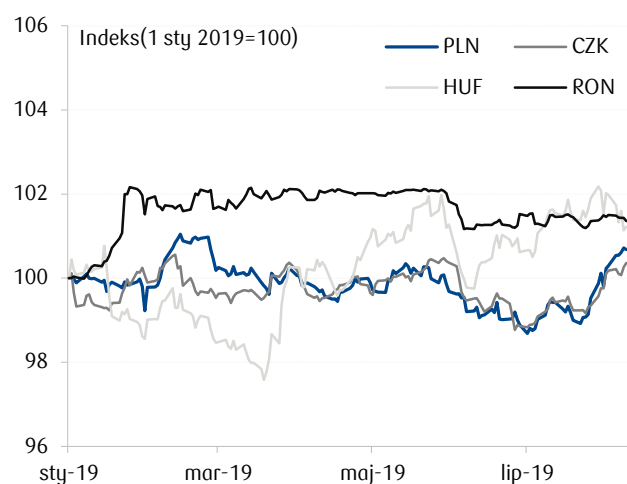
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne. *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Polska w makro-pigułce

	2018	2019	Komentarz
Sfera realna			
- realny PKB (%)	5,1	4,6	Zaskakująco mocne ożywienie inwestycji firm na początku tego roku, nadchodzący szczyt absorpcji środków UE oraz rozpoczynająca się stymulacja konsumpcji przez pakiet fiskalny oznaczają, że chociaż w 2q19 możliwe jest lekkie spowolnienie gospodarki, to w dalszej części roku przyspieszenie wzrostu popytu krajowego podbije dynamikę PKB do poziomów podobnych jak w 1q19.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	1,6	2,3	Czynniki jednorazowe (ASF, susza) to główne czynniki stojące za przekroczeniem przez inflację poziomu 2,5% r/r. Inflacja nie powiedziała jeszcze ostatniego słowa. Biorąc pod uwagę siłę procesów inflacyjnych oraz oczekiwane zmiany cen kontrolowanych, na początku 2020 inflacja może przekroczyć górne ograniczenie celu NBP.
Agregaty monetarne			
- podaż pieniądza M3 (%)	9,2	8,0	Podaż kredytów jest w coraz mniejszym stopniu ograniczana przez potrzeby kapitałowe, ale oczekiwania nieco słabszej koniunktury mogą ograniczać wzrost popytu na kredyt. Z drugiej strony może się ona przełożyć na bardziej konserwatywną ocenę ryzyka przez banki.
Równowaga zewnętrzna			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,6	Pozytywny wpływ na saldo obrotów bieżących będą mieć 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. Negatywny będzie wpływ nadal solidnego wzrostu popytu krajowego (szczególnie inwestycji) oraz wzrost cen surowców (odbicie dynamiki importu).
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-0,4	-1,1	Umiarkowany wzrost deficytu sektora finansów publicznych w 2019 jako wypadkowa: 1) utrzymania wzrostu inwestycji publicznych, 2) wzrostu wydatków związanych z obniżeniem wieku emerytalnego, 3) stymulacji fiskalnej wspierającej konsumpcję oraz 4) osłabienia poprawy ściągłości podatków. Stymulacja fiskalna w 2019 może być sfinansowana bez zmiany budżetu.
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	RPP nie podwyższy stóp proc. NBP co najmniej do końca 2020 ze względu na: 1) oczekiwane spowolnienie wzrostu PKB 2) brak ryzyka trwałego przekroczenia przez inflację dopuszczalnych odchyień od celu w horyzoncie projekcji NBP, 3) brak istotnego narastania nierównowag makroekon. (np. niewielki wzrost deficytu obrotów bieżących, umiarkowany wzrost cen mieszkań i dynamika kredytów ogółem) oraz 4) luzowanie polityki pieniężnej przez Fed i EBC. Ryzyko dla prognozy jest asymetrycznie przechylone w stronę zacieśnienia polityki pieniężnej.

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

Zagranica w makro-pigułce

	2018	2019	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,9	2,3	Opóźnione efekty dotychczasowych podwyżek stóp Fed, stopniowe wygasanie stymulacji fiskalnej, wzrost zmienności cen aktywów (osłabienie pozytywnego wcześniej efektu majątkowego) oraz eskalacja wojen handlowych doprowadzą do obniżenia dynamiki PKB. Przewidujemy, że skłoni to Fed do dalszych obniżek stóp procentowych.
- inflacja CPI (%)	2,4	1,8	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	1,9	1,1	Negatywny wpływ wojen handlowych, trudności przemysłu motoryzacyjnego (nowe normy emisji) oraz niepewność związana z brexitem i sytuacją Włoch obniżą wzrost gospodarczy w strefie euro poniżej potencjalnego tempa. Wraz z osłabieniem presji inflacyjnej przybliży to kolejny cykl luzowania polityki pieniężnej EBC.
- inflacja HICP (%)	1,8	1,4	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,6	6,2	W obliczu negatywnego wpływu amerykańskiej polityki handlowej oraz osłabienia wzrostu PKB pod ciężarem strukturalnych problemów, władze pobudzają gospodarkę poprzez poluzowanie monetarne (m.in. obniżki stopy rezerw obowiązkowych) oraz stymulację fiskalną (obniżki podatków) Bazowy scenariusz to kontynuacja „miękkiego lądowania”, ale ingerencja w działanie rynku finansowego i w akcję kredytową może zwiększać ryzyko scenariusza kryzysowego w dłuższym terminie.
- inflacja CPI (%)	2,1	2,4	

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

Monitor RPP

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,9	„Obecnie nie spodziewam się zmiany stóp procentowych, jednak wnioski o ich podwyżkę prawdopodobnie pojawią się w ostatnich miesiącach tego roku, jeśli ceny będą rosły zgodnie z lipcową projekcją (...)Niestety skłonność obecnej Rady do reakcji nie jest duża, choć rosnąca część RPP wyraża swój dyskomfort w związku z perspektywami wzrostu cen. Moim zdaniem istnieje duże prawdopodobieństwo, że obecna RPP nie zmieni poziomu stóp procentowych do końca kadencji” (18.07.2019, PAP)
E. Gatnar	4,7	„Można przypuszczać, że rośnie także inflacja bazowa i niebawem przekroczy 2 proc. Głównie za sprawą cen usług, których wzrost może osiągnąć poziom 3,5 proc. Tutaj czynnikiem wspierającym jest wzrost dochodów Polaków wynikający ze wzrostu płac oraz transferów socjalnych. Jeżeli ten trend wzrostu CPI oraz inflacji bazowej się utrzyma, będzie to wymagało namysłu i być może także reakcji RPP na jednym z jesiennych posiedzeń. ” (31.07.2019, PAP)
Ł. Hardt	3,7	„Nie ulega jednak wątpliwości, że rośnie prawdopodobieństwo ukształtowania się ścieżki inflacji nieco powyżej tej z lipcowej projekcji NBP. Podtrzymuję wcześniejszą opinię, że konieczność podwyżki stóp może wystąpić pod koniec tego roku. ” (31.07.2019, PAP)
J. Osiatyński	2,9	„Mamy do czynienia z wydłużaniem terminów dostaw, zwłaszcza w sektorze budownictwa, a także w sektorze inwestycyjnym ogólnie. Mamy rosnące ceny usług. Trudno jest ocenić, czy te tendencje nie są zbyt silne, ale na pewno są dostatecznie wyraźne. (...) Olimpijski spokój, który cechuje część członków RPP - ja go wcześniej nie podzielałem i teraz tym bardziej go nie podziela. Wydaje mi się, że musimy się liczyć z tym, że ścieżka wzrostu cen pod koniec roku będzie przebiegała powyżej dotychczasowych trajektorii, które są zawarte w prognozach NBP. (...) Wielokrotnie publicznie mówiłem, że okres bardzo stabilnej polityki pieniężnej, którą NBP prowadzi od wielu lat, może dobiegać końca ” (31.07.2019, PAP)
G. Ancyparowicz	2,9	„Jeżeli sytuacja będzie w miarę stabilna to RPP nadal będzie kontynuować politykę 'wait-and-see', nie ma żadnych powodów do zmiany tej polityki. Widzę mniej więcej 95 proc. prawdopodobieństwo, że uda się, jeżeli nie będzie nadzwyczajnych okoliczności, utrzymać stopy procentowe do końca kadencji obecnej RPP ” (24.05.2019, PAP)
R. Sura	2,6	„Inflacja jest nieco wyższa, niż przewiduje projekcja lipcowa. To jeszcze nie oznacza, żeby nastąpiła jakaś radykalna zmiana naszego nastawienia. (...) Mało tego, spodziewamy się, że na początku przyszłego roku inflacja może nawet przekroczyć 3 procent, ale będzie wciąż w ramach celu inflacyjnego (...) i co jest najistotniejsze, to wybijcie inflacji nie będzie miało charakteru trwałego w kolejnych kwartałach przyszłego roku” (31.07.2019, PAP)
J. Kropiwnicki	2,4	„ Niektórzy z nas przewidywali, że w ciągu tego roku inflacja, ze względu na różne czynniki, w tym wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych, ale także nasilenie się żądań płacowych w Polsce, może (wzrosnąć) w pobliże górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego, więc nie jest to sytuacja, w której czułbym szczególnie niepokój ” (30.04.2019, PAP)
A. Glapiński	1,9	„W 2020 r. spodziewamy się wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy, stąd pewien dalszy, stopniowy wzrost prognozowanej inflacji bazowej w najbliższych kwartałach. Jednak w 2021 r. zacznie się ona już obniżać, podobnie jak i luka popytowa. Gdyby ten scenariusz bazowy miał się zrealizować, nie będzie potrzeby dostosowywania parametrów polityki pieniężnej, gdyż inflacja pozostanie zgodna z celem NBP (...) Pamiętajmy jednak o ryzyku wynikającym z niedobrych perspektyw gospodarczych w strefie euro. Gdyby negatywny scenariusz się zrealizował i koniunktura w Polsce silnie by się osłabiła, to nie jest wykluczone, że będziemy myśleć raczej o luzowaniu polityki pieniężnej NBP, a nie jej zaostrzaniu ” (09.08.2019, PAP)
E. Łon	1,2	„(...) dostrzegam dwa kluczowe niejako podstawowe scenariusze, jakie widzę dla polskiej polityki pieniężnej. (...) Pierwszy scenariusz polega na tym, że w momencie zagrożenia deflacją, zwłaszcza w skali międzynarodowej Narodowy Bank Polski najpierw obniżyłby stopy procentowe, a dopiero później zacząłby stosować instrumenty niestandardowe. (...) Istotą owego drugiego scenariusza mogłoby być zastosowanie instrumentów niestandardowych już w momencie zastosowania instrumentów standardowych. Nie wnikając w szczegóły byłoby to ogłoszenie decyzji o obniżce stóp procentowych i jednocześnie w tym samym dniu ogłoszenie decyzji o podjęciu działań niestandardowych.” (09.07.2019, PAP)
J. Żyżyński	1,1	„Gdyby przyczyną inflacji było nadmierne rozkręcenie ekspansji pieniądza kredytowego, czyli nadmierna kreacja pieniądza bezgotówkowego, nieopartego oszczędnościami, to wówczas należałoby zastanowić się nad ograniczeniem tego typu zjawiska. Nie obawiam się jednak, by taka sytuacja zaistniała w Polsce. Depozyty rosną szybciej niż kredyty, więc nie ma obaw, że nadmierna ekspansja kredytu, zarówno jego dynamika, jak i wartość w ujęciu nominalnym, może skłonić RPP do reakcji (...) Najbardziej prawdopodobna jest więc, w perspektywie ostatniej projekcji, stabilizacja stóp procentowych lub ich ewentualna obniżka. Wykluczam możliwość podwyżki stóp procentowych ” (08.08.2019, PAP)

* 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 (%)	2018^(%)	Prognoza 2019^(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
USA					
Stopa fed funds	2,00-2,25	2,25-2,50	1,50-1,75	-25pb (lip 2019)	FOMC deklaruje, że cięcie stóp w lipcu nie jest początkiem dłuższego cyklu, a „śródcyklicznym” dostosowaniem. Wg nas to „dostosowanie” będzie miało wymiar około 100pb obniżek w perspektywie 1h20.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w styczniu 2016	Szanse na odejście od ultra-łagodnej polityki pieniężnej maleją. Bank w styczniu 2019 po raz czwarty z rzędu obniżył oczekiwaną ścieżkę inflacji.
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (mar 2016)	EBC uchylił drzwi do luzowania polityki pieniężnej, obniżka stopy depozytowej staje się coraz bardziej prawdopodobna.
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,75	0,75	0,75	+25pb (sie 2018)	Nieznany wciąż kształt brexitu (łagodny / nieporządkowany) jest obecnie kluczowym czynnikiem determinującym perspektywę brytyjskiej gospodarki i polityki pieniężnej. Łagodny brexit mógłby otworzyć BoE drzwi do podwyżek stóp pod koniec 2019.
Szwajcaria					
Stopa bazowa	-0,75	-1,25 / -0,25 (LIBOR 3M CHF)	-0,75	-50pb (sty 2015)	Według projekcji SNB inflacja nie wraca do celu w horyzoncie prognozy. Podwyżki stóp SNB wyraźnie przed EBC są naszym zdaniem mało prawdopodobne.
Szwecja					
Stopa refinansowa	-0,25	-0,25	-0,25	+25pb (gru 2018)	Ścieżka inflacji, która kształtuje się poniżej oczekiwań Riksbanku, sprawia, że nie musi się on spieszyć z dalszym podnoszeniem stóp procentowych.
Norwegia					
Stopa bazowa	1,00	0,75	1,25	+25pb (cze 2019)	Bank zapowiada kolejną podwyżkę stóp procentowych we wrześniu i na tym może zakończyć cykl zacieśniania polityki pieniężnej.
Czechy					
Stopa refinansowa	2,00	1,75	2,00	+25pb (maj 2019)	Cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Czechach dobiegł w naszej ocenie końca, ze względu na obawy o aktywność gospodarczą oraz zapowiedzi luzowania polityki pieniężnej przez EBC.
Węgry					
Stopa bazowa	0,90	0,90	0,90	-15pb (maj 2016)	MNB postanowił uruchomić kolejne niestandardowe narzędzia (skup papierów korporacyjnych), co zwiększa stopień akomodacji (mimo podwyżki stopy depozytowej). Dokonane zmiany mają ukierunkowywać stymulację monetarną bardziej na sektor przedsiębiorstw.

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.krzyzstofik@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

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.