

Co z tą koniunkturą?

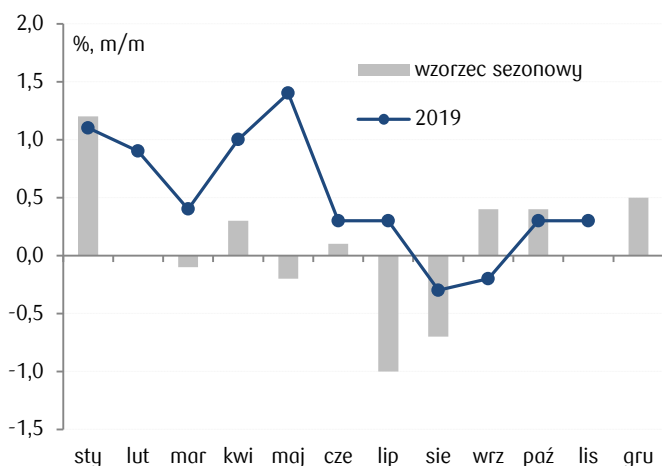
W tym tygodniu w centrum uwagi:

- W ostatnim czasie na rynkach finansowych panował względny spokój i niska zmienność. Czynnikiem który może zmienić sytuację jest spór wokół Hongkongu. D.Trump podpisał prawo, które stwierdza, że w celu utrzymania specjalnego statusu w relacjach handlowych z USA, Hongkong co roku będzie poddawany testowi niezależności od Chin kontynentalnych. Ustawa stała się kolejną kłódką na drodze do amerykańsko-chińskiego porozumienia handlowego.
- Dziś uwagę rynków przyciągnie pierwsze w roli Prezes EBC wystąpienie CH.Lagarde w Parlamencie Europejskim (ECON). Przygotowane na prośbę Komitetu rekomendacje dla EBC zawierają m.in. zmiany w definicji celu inflacyjnego i polityce komunikacyjnej banku.
- W trakcie tygodnia na rynki surowców może wpływać zaplanowane na czwartek i piątek posiedzenie OPEC.
- Publikowany dziś indeks PMI dla polskiego przemysłu w ostatnich miesiącach przeszacowuje rozmiar spowolnienia w krajowej gospodarce. Podczas posiedzenia RPP w środę możliwy jest kolejny wniosek o obniżkę stóp procentowych (dowiemy się o nim podczas publikacji minutes), jednak jego losy są raczej przesądzone – zdecydowana większość w RPP opowiada się za stabilizacją stóp.
- W danych z USA FOMC (i rynki finansowe) będzie szukał uzasadnienia dla ostrożnej postawy w kwestii kolejnych obniżek stóp procentowych. Listopadowe indeksy ISM w przemyśle (dzisiaj) oraz usługach (śr.) pozwolą zweryfikować tezę o odporności sektora usługowego na wywołane przez wzrost niepewności spowolnienie w przemyśle. Dane o zatrudnieniu w listopadzie (pt.) prawdopodobnie będą podbite w górę przez zakończenie strajku w General Motors. Ogólny obraz rynku pracy jest wciąż pozytywny.
- Październikowe dane z niemieckiego przemysłu (czw. nowe zamówienia, pt. produkcja), o ile faktycznie pokażą wyhamowane trendu spadkowego, wpiszą się w sygnalizowaną przez indeksy koniunktury narrację o stabilizacji sytuacji w największej europejskiej gospodarce.

Przegląd wydarzeń:

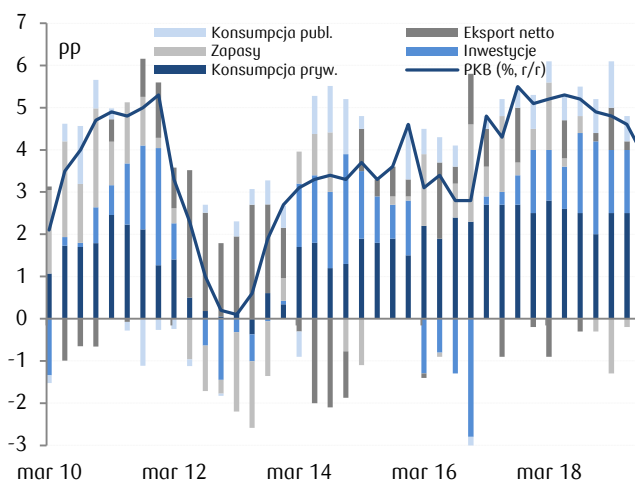
- **POL:** Szczegółowe dane GUS potwierdziły, że dynamika PKB w 3q19 wyhamowała do 3,9% r/r z 4,6% r/r w 2q19. Głównym źródłem wzrostu nadal jest konsumpcja prywatna, chociaż jej wynik za 3q19 rozczarował (3,9% r/r vs 4,4% r/r w 2q19). Spowolniła także dynamika inwestycji (do 4,7% r/r z 9,1% r/r w 2q19),

Ceny żywności na tle wzorca sezonowego*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *mediana za ostatnie 5 lat.

Struktura wzrostu PKB



Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.p
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

odzwierciedlając w naszej ocenie spadek inwestycji majątkowych samorządów. Więcej w [Makro Flash: Oszczędzamy](#).

- **POL:** Według wstępnych danych inflacja CPI w listopadzie wzrosła do 2,6% r/r z 2,5% r/r miesiąc wcześniej (PKO: 2,7% r/r, kons.:2,6% r/r). Ponownie głównym czynnikiem proinflacyjnym były ceny żywności (wzrost o 0,3% m/m; powyżej wzorca sezonowego), podczas gdy inflacja bazowa, według naszego szacunku, przyspieszyła jedynie nieznacznie (do 2,5% r/r z 2,4% r/r). Więcej w [Makro Flash: Inflacja wraca na ścieżkę wzrostu](#).
- **CHN:** Indeks Caixin PMI nieoczekiwanie wzrósł w listopadzie do 51,8 pkt. z 51,7 pkt. w październiku, dzięki wciąż solidnemu odczytowi nowych zamówień i produkcji. Poprawa może wynikać z czynników jednorazowych (pogoda, mniejsze napięcia handlowe), jednak najwyższy odczyt od grudnia 2016, w połączeniu ze wzrostem oficjalnego wskaźnika PMI do 50,2 pkt. z 49,3 pkt., daje nadzieję na stabilizację sytuacji w chińskim przetwórstwie.
- **EUR:** Według wstępnych danych inflacja HICP w listopadzie wzrosła do 1,0% z 0,7% r/r (konsensus 0,9% r/r), przy wyraźnie silniejszym od oczekiwań wzroście inflacji bazowej bez cen żywności i energii (do 1,5% r/r z 1,2% r/r wobec konsensusu 1,3% r/r) i silnym odbiciu cen żywności nieprzetworzonej (1,8% r/r z 0,7% r/r). Po stronie kategorii bazowych do trendu wzrostowego powróciły ceny usług, które przeciętnie drożały o 1,9% r/r (vs 1,5% r/r we wrześniu i październiku). Odbicie inflacji zdejmuje presję z EBC do szybkiego poszukiwania kolejnych bodźców, które stymulowałyby procesy inflacyjne, chociaż nie należy go traktować jako sygnał trwałej poprawy inflacyjnych trendów. Przede wszystkim warto zauważyć, że odbicie inflacji w listopadzie jest odzwierciedleniem czynników przejściowych (ceny żywności) i kosztowych (ceny usług), a nie wyrazem odbudowy presji popytowej.
- **EUR:** Stopa bezrobocia zharmonizowanego spadła w październiku do 7,5% z 7,6% we wrześniu i była najniższa od lipca 2008. Dane potwierdzają, że (w dużym stopniu dzięki czynnikom podażowym) dobra sytuacja na europejskich rynkach pracy jest czynnikiem stabilizującym koniunkturę poprzez pozytywne oddziaływanie na konsumpcję. Spośród wszystkich państw UE najniższym bezrobociem charakteryzuje się rynek pracy w Czechach (2,2%), a **Polska z wynikiem 3,2% znalazła się w tym zestawieniu na trzecim miejscu** (zaraz po Niemczech – 3.1%).
- **GER:** Reprezentujący lewicowe skrzydło SPD Norbert Walter-Borjans i Saskia Esken wygrali wewnętrzne wybory w partii na stanowisko przewodniczącego i wiceprzewodniczącego partii, pokonując Olafa Scholza i Klarę Geywitz. **Wynik wyborów zwiększa szansę na wyjście SPD z koalicji, na której czele stoi A.Merkel.**

Znalezione w sieci:

- Europie, a przynajmniej części jej państw grozi „japonizacja”, czyli trwała presja deflacyjna połączona ze stagnacją. [Fitch Ratings: Escaping Japanification Difficult for Eurozone If It Takes Root](#)
- Wywiad z prof. M.Fratzscherem (dyrektor departamentu analiz międzynarodowych EBC w latach 2001-2012) na temat roli euro w globalnym porządku walutowym (obserwatorfinansowy.pl): [Euro może zagrozić dolarowi](#).
- Analiza danych może poprawić jakość usług medycznych (Global Innovation Index): [Four ways data is improving healthcare](#).
- O skutkach reformy CIT w Estonii (Eesti Pank): [Gross profit taxation versus distributed profit taxation and firm performance: Effects of Estonia's corporate income tax reform](#).
- Struktura demograficzna a międzynarodowa pozycja inwestycyjna kraju (Bankunderground): [What does population ageing mean for net foreign asset positions?](#)
- Ekstremalne temperatury, powodujące fluktuacje zapotrzebowania na energię i cen hurtowych, wpływają na decyzje inwestycyjne firm energetycznych, (NBER) [Climate Change, Operating Flexibility and Corporate Investment Decisions](#).

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 29 listopada						
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	4,6% r/r	4,1% r/r*	4,2% r/r*	3,9% r/r	Szczegółowe dane potwierdziły wstępny odczyt i wskazały na rozczarowujące wyniki konsumpcji prywatnej i wyhamowanie dynamiki inwestycji. Żywność znowu podbija inflację, wstępne dane wskazują na zaskakująco niską skalę wzrostu inflacji bazowej. Wyższy od oczekiwań odczyt zdejmuje presję na rychłe dalsze działania ze strony EBC, ale nie oznacza trwałej poprawy perspektyw inflacyjnych dla strefy euro. .
POL: Inflacja CPI (lis, wst.)	10:00	2,5% r/r	2,6% r/r	2,7% r/r	2,7% r/r	
EUR: Inflacja CPI (lis)	11:00	0,7% r/r	0,8% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa (lis, wst.)	11:00	1,1% r/r	1,3% r/r	--	--	
Poniedziałek, 2 grudnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (lis)	2:45	51,7 pkt.	51,5 pkt.	--	51,8 pkt.	Wzrost PMI do najwyższego poziomu od grudnia 2016 daje nadzieję na stabilizację w chińskim przetwórstwie.
POL: PMI w przetwórstwie (lis)	9:00	45,6 pkt.	46,3 pkt.	47,7 pkt.	--	Ostatni zaskakująco niski odczyt zdaje się zaniżać poziom aktywności w przemyśle.
GER: PMI w przetwórstwie (lis, rew.)	9:55	43,8 pkt.	43,8 pkt.	--	--	Dane potwierdzą trafność wskazań z października, że koniunktura w europejskim przetwórstwie w 3q19 minęła dołek w cyklu.
EUR: PMI w przetwórstwie (lis, rew.)	10:00	46,6 pkt.	46,6 pkt.	--	--	Dominujący w listopadzie optymizm co do zawarcia wstępnej umowy handlowej z Chinami mógł podbić nastroje.
USA: ISM w przetwórstwie (lis)	16:00	48,3 pkt.	49,5 pkt.	--	--	
Wtorek, 3 grudnia						
SWI: Inflacja CPI (lis)	8:30	-0,3% r/r	-0,1% r/r	--	--	Uporczywie niska inflacja będzie wywierała presję na SNB do podjęcia działań, zwłaszcza gdyby na kolejne kroki zdecydował się EBC.
SWI: Inflacja bazowa (lis)	8:30	0,2% r/r	0,2% r/r	--	--	
Środa, 4 grudnia						
GER: PMI w usługach (lis, rew.)	9:55	51,3pkt.	51,3pkt.	--	--	Trwałość odporności usług na dekonunkturę w przetwórstwie będzie kluczowa dla perspektyw europejskiego rynku pracy i konsumpcji.
EUR: PMI w usługach (lis, rew.)	10:00	51,5 pkt.	51,5 pkt.	--	--	
USA: Raport ADP (lis)	14:15	--	--	--	--	Popyt na pracowników na amerykańskim rynku pracy stopniowo słabnie.
POL: Stopa referencyjna NBP (gru)	--	1,50%	1,50%	1,50%	--	Chociaż kolejny wniosek o obniżkę stóp jest bardzo prawdopodobny, jego losy są raczej przesądzone – zdecydowana większość w RPP opowiada się za stabilizacją stóp.
USA: ISM poza przemysłem	16:00	57,0 pkt.	56,1 pkt.	--	--	Dane dostarczą istotnych z punktu widzenia rynku pracy wskazań, czy i jak silnie problemy przetwórstwa rozlewają się na inne obszary gospodarki.
Czwartek, 5 grudnia						
GER: Zamówienia w przemyśle (paź)	8:00	-5,4% r/r	-4,8% r/r	--	--	Wyniki badań koniunktury wskazują, że sytuacja w niemieckim przetwórstwie może przestać się pogarszać.
EUR: Sprzedaż detaliczna (paź)	11:00	3,1% r/r	1,9% r/r	--	--	Konsensus zakłada wyhamowanie tempa wzrostu stabilizatora europejskiej gospodarki.
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	1,2% r/r	1,2% r/r	--	--	Po raz pierwszy poznamy strukturę europejskiego PKB w 3q19.
USA: Zamówienia fabryczne (paź)	16:00	-0,6% m/m	0,1% m/m	--	--	Niepewność kładła się cieniem na zamówieniach we wrześniu, w październiku możliwa stabilizacja.
Piątek, 6 grudnia						
GER: Produkcja przemysłowa (paź)	8:00	-4,3% r/r	-3,6% r/r	--	--	Wyhamowanie spadków produkcji może wynikać z gromadzenia zapasów przed brexitem (który się nie odbył).
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lis)	14:30	128 tys.	180 tys.	--	--	Amerykański rynek pracy trzyma się mocno, pomimo spowolnienia w przemyśle. Jego dobra kondycja uzasadnia ostrożne podejście Fed do dalszego luzowania polityki pieniężnej w USA.
USA: Stopa bezrobocia (lis)	14:30	3,6%	3,6%	--	--	
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lis)	14:30	3% r/r	3% r/r	--	--	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (gru, wst.)	16:00	96,8 pkt.	97 pkt.	--	--	Oczekiwana stabilizacja nastrojów konsumentów w kluczowym dla sprzedawców okresie przedświątecznym.

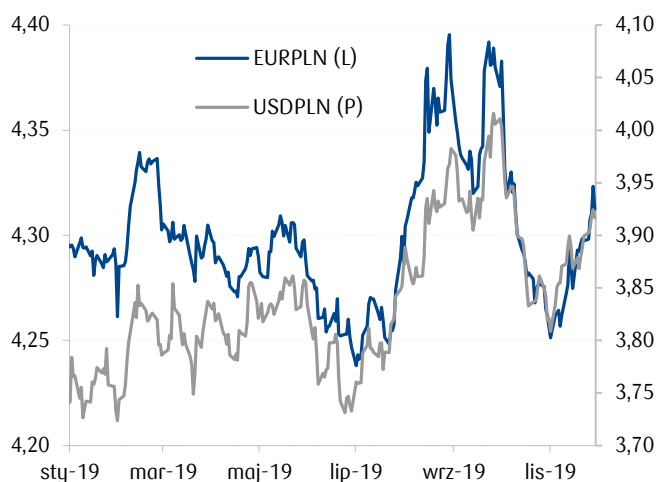
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

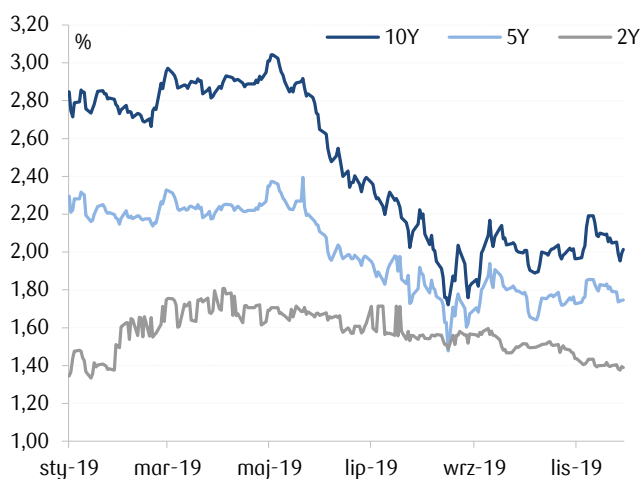
		Wartość 2019-11-29	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,3124	-0,25%	0,35%	1,44%
	USDPLN	3,9111	-0,43%	0,42%	2,76%
	CHFPLN	3,9136	-0,50%	0,06%	1,33%
	GBPPLN	5,0661	-0,02%	1,25%	2,83%
	EURUSD	1,1026	0,18%	-0,07%	-1,28%
	EURCHF	1,1019	0,25%	0,29%	0,10%
	GBPUSD	1,2935	0,25%	0,81%	-0,11%
	USDJPY	109,51	-0,03%	0,79%	1,26%
	EURCZK	25,55	-0,09%	0,22%	0,16%
	EURHUF	334,35	-0,51%	0,08%	1,93%
Obligacje	PL2Y	1,39	-1	-1	-5
	PL5Y	1,75	0	-5	2
	PL10Y	2,01	2	-3	5
	DE2Y	-0,63	1	1	3
	DE5Y	-0,59	1	1	4
	DE10Y	-0,35	1	1	2
	US2Y	1,60	-2	-3	4
	US5Y	1,62	-1	-1	6
	US10Y	1,78	1	0	5
Akcje	WIG20	2158,9	-0,5%	-1,3%	-1,6%
	S&P500	3141,0	-0,4%	1,0%	2,4%
	Nikkei**	23529,5	0,5%	1,8%	3,0%
	DAX	13236,4	-0,1%	0,6%	2,1%
	VIX	12,62	7,4%	2,3%	2,6%
Surowce	Ropa Brent	63,7	0,0%	0,4%	5,3%
	Złoto	1461,5	0,4%	-0,3%	-3,3%

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

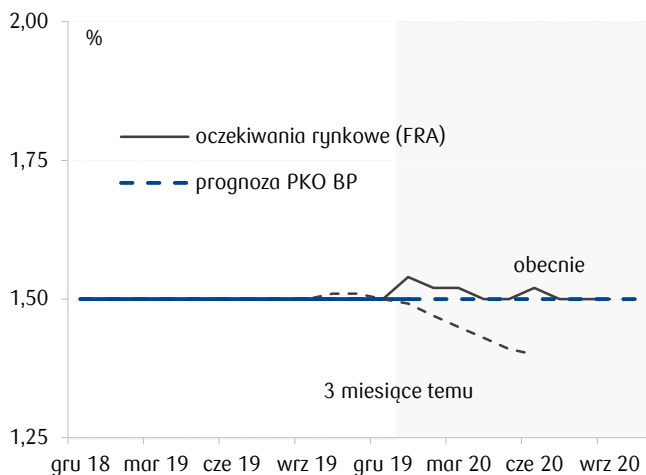
Notowania złotego wobec głównych walut



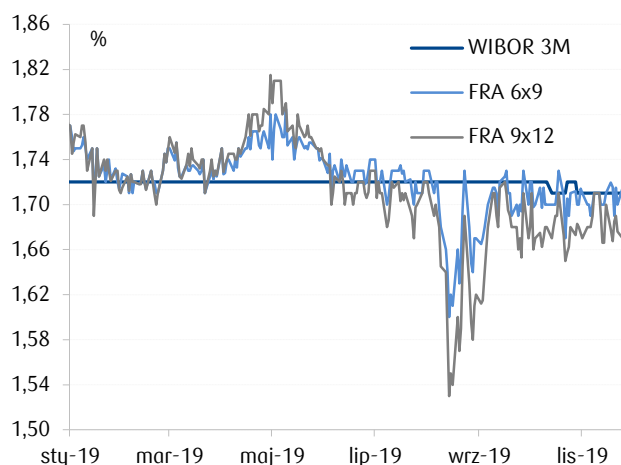
Rentowności polskich obligacji skarbowych



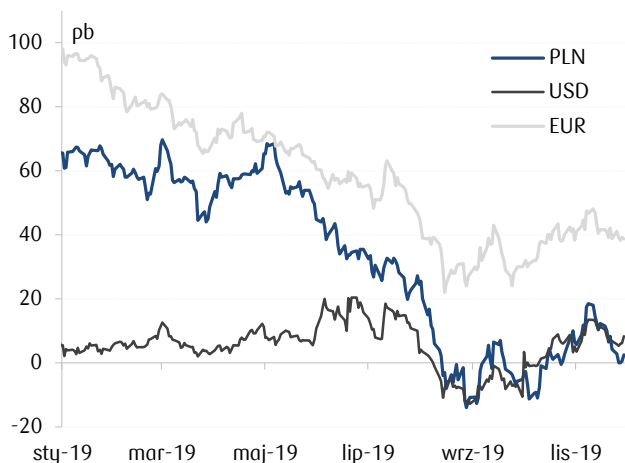
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



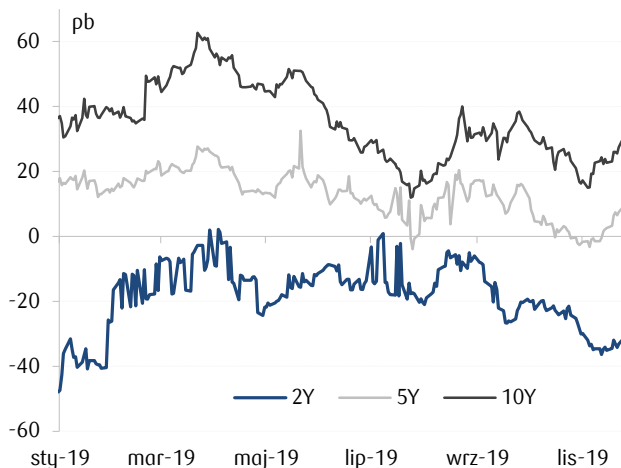
Krótkoterminowe stopy procentowe



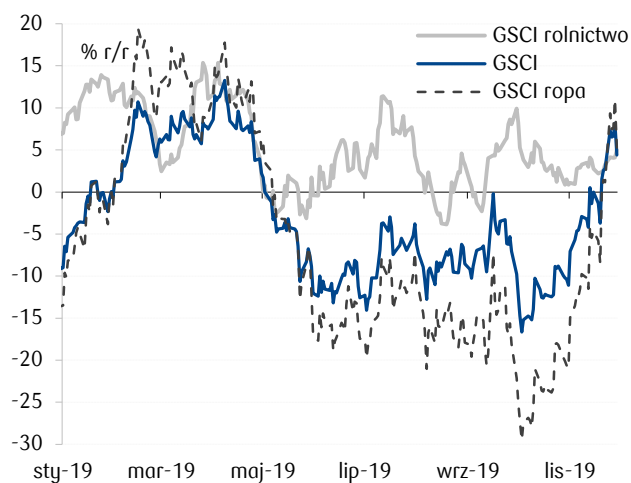
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



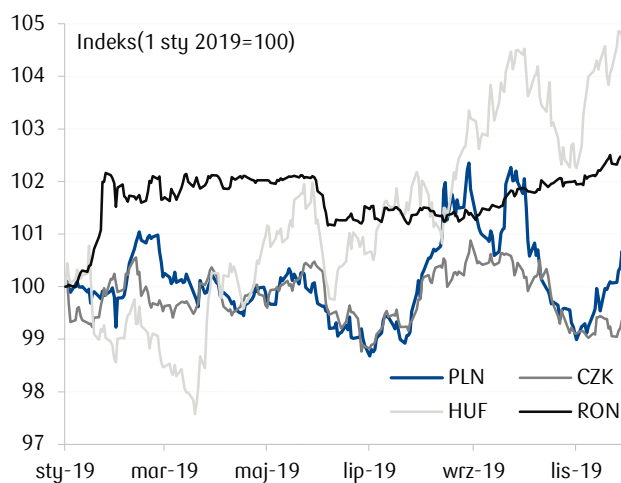
Spread asset swap dla PLN



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	4,2	Dekoniunktura w Niemczech zaczyna negatywnie oddziaływać na wyniki polskiej gospodarki (osłabienie tendencji wzrostowych w przemyśle). Rolę stabilizatora gospodarki odgrywać będzie przede wszystkim pakiet fiskalny, którego główna część weszła w życie w trakcie 3q19. Dotychczas mocny publiczny popyt inwestycyjny, po minięciu szczytu napływu środków z bieżącej perspektywy finansowej UE, nie będzie już istotnie pozytywnie oddziaływał na wzrost PKB w 2019, a w 2020 wpływ tego czynnika stanie się negatywny.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	1,6	2,3	Czynniki jednorazowe (ASF, susza) to główne przyczyny przekroczenia 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)	-1,0	-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)	-0,2	-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 ściągalności podatków.
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	2,2	Opóźnione efekty wcześniejszych 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 wymusza to na EBC ponowne luzowanie polityki pieniężnej.
- inflacja HICP (%)	1,8	1,3	
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	2,5	

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

Monitor RPP

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,9	„ Głosowałem za podwyżką stóp procentowych , gdyż jest to główne narzędzie ograniczania inflacji w Polsce, z którego może skorzystać Rada Polityki Pieniężnej. Trzeba jasno powiedzieć - ceny w Polsce rosną, ponieważ taki cel wprost postawiła sobie większość RPP, według mnie nie dbając o wartość polskiego pieniądza.” (26.08.2019, PAP)
E. Gatnar	4,9	„Uważam, że górną granicę pasma odchyleń od celu inflacyjnego, czyli 3,5 procent, osiągniemy w Polsce już niedługo - możliwe, że to będzie listopad, a najpewniej grudzień. W nowy rok wejdziemy z inflacją już wychodzącą poza to pasmo odchyleń.” „Oczywiście nie będę składał takich wniosków (o podwyżkę) co miesiąc, bo chciałbym poczekać, aż uzyskam poparcie kolejnych członków RPP. Może to mieć miejsce przy okazji następnej, listopadowej projekcji.” (17.09.2019, PAP)
Ł. Hardt	3,7	„ Nie twierdzą, że stopy procentowe w Polsce powinny być już teraz wyższe. (...) W lipcu byłem i teraz też jestem przeciwko podwyższaniu stóp procentowych, ponieważ niepewność jest wysoka. Mamy na stole całą paletę czynników proinflacyjnych, ale mamy też jedno duże 'ale'. Niemcy są być może w technicznej recesji. Gospodarka niemiecka słabnie. Nie wiemy, co będzie z cenami energii w 2020 r. Mamy wiele potencjalnych czynników, które mogą osłabiać presję inflacyjną. Do końca nie wiemy także, jaka będzie polityka fiskalna nowego rządu. (...) W takiej sytuacji myślę, że najbardziej optymalną strategią dla polityki pieniężnej w Polsce jest strategia adaptacyjna. Obserwuję bieżące dane i na nie reaguję, co jednocześnie nie znaczy, że jestem nieczuły na prognozy. (...) Bardziej obawiam się zbyt wczesnego, niż zbyt późnego podwyższenia stóp proc. w Polsce ” (18.10.2019, PAP)
J. Osiatyński	3,1	„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	2,7	„(...) nie ma powodów ani żeby obniżyć stopy procentowe, ani by je podwyższać. Obniżki mogłyby być odebrane przez rynek jako obawy banku centralnego o wystąpienie recesji, co absolutnie nam nie grozi. (...) Podwyżki stóp też nie wchodzi w grę, bo mamy bardzo duże zadłużenie w różnych sektorach gospodarki i nie ma powodu, by gospodarkę osłabiać. Wyższy koszt pieniądza to także wyższy koszt inwestycji, a mamy do czynienia w naszym kraju z szeroko zakrojonym frontem inwestycyjnym.” (11.10.2019, PAP)
R. Sura	2,6	„Na dziś nie ma żadnych przesłanek do zmiany stóp proc., najbardziej optymalny scenariusz dla polskiej gospodarki to stabilizacja stóp na obecnym poziomie” (11.09.2019, PAP)
J. Kropiwnicki	2,4	„Reasumując kwestię stóp procentowych, obecnie stosuję podejście +wait&see+. Z tym jednak zastrzeżeniem, że bilans czynników ryzyka dla ścieżki stóp procentowych w Polsce jest moim zdaniem przechylony bardziej w stronę ewentualnych podwyżek, aniżeli obniżek” (4.09.2019, 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 zaostrzeniu ” (09.08.2019, PAP)
J. Żyżyński	1,7	„Jeżeli gospodarka ma zareagować, to moim zdaniem, powinno być to ewentualne obniżenie nie o 25 pb., ale przynajmniej o 50 pb. Reakcja obniżką o 50 pb będzie miała sens wtedy, gdy tempo wzrostu gospodarczego obniży się jeszcze bardziej, na przykład jeszcze niżej niż w listopadowej projekcji. (...) Ludzie zobaczą wtedy, że jest tani kredyt i będą go brać, i jeszcze bardziej rozkręcić się może budownictwo mieszkaniowe. Nie jest to zagrażające np. rozděciem bańki w budownictwie, moim zdaniem, nie ma takiego niebezpieczeństwa” (20.11.2019, PAP)
E. Łon	1,1	„Inflacja konsumpcyjna obecnie jest taka jaka jest, ale jeżeli miałoby dojść do recesji w USA a może także i w strefie euro to trzeba myśleć o potrzebie łagodzenia polityki pieniężnej już teraz. (...) Warto bowiem zauważyć, że wskaźnik np. przyszłej inflacji spadł już po raz trzeci z rzędu a wskaźnik PMI w przemyśle od dłuższego czasu znajduje się poniżej 50 pkt.” (27.08.2019, 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	1,50-1,75	2,25-2,50	1,50-1,75	-25pb (paź. 2019)	Obniżce stóp w październiku, podobnie jak we wrześniu i w lipcu, towarzyszyła relatywnie jastrzębia retoryka, co stawia kolejny ruch w grudniu pod znakiem zapytania, zwłaszcza gdyby utrzymała się odwilż w relacjach USA-Chiny.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w sty. 2016	W ocenie banku jest przestrzeń do obniżenia stóp (większa niż w przypadku EBC).
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (mar. 2016)	EBC rozpoczął kolejny cykl luzowania polityki pieniężnej nie kończąc jeszcze poprzedniego.
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,75	0,75	0,75	+25pb (sie. 2018)	Nieznanym wciąż kształt brexitu (łagodny / nieuporządkowany) jest obecnie kluczowym czynnikiem determinującym perspektywę brytyjskiej gospodarki i polityki pieniężnej. Po październikowym posiedzeniu spadło prawdopodobieństwo podwyżek stóp proc.
Szwajcaria					
Stopa bazowa	-0,75	-1,25 / -0,25 (LIBOR 3M CHF)	-0,75	-50pb (sty. 2015)	We wrześniu SNB obniżył prognozy wzrostu PKB i inflacji, ale nie zmienił stóp. Dodatkowo od 1 listopada ujemne oprocentowanie obejmie środki przekraczające 25-krotność (a nie 20-krotność) minimalnej rezerwy.
Szwecja					
Stopa refinansowa	-0,25	-0,25	-0,25	+25pb (gru. 2018)	Riksbank wyraźnie zapowiada podwyżkę stóp do 0,0% w grudniu bieżącego roku.
Norwegia					
Stopa bazowa	1,25	0,75	1,50	+25pb (wrz. 2019)	W naszej ocenie podwyżka stóp we wrześniu zwieńczyła 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 luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. W samym CNB jastrzębia frakcja nie złożyła jeszcze broni.
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
dr Marcin Czaplicki, CFA
Urszula Kryńska
dr Michał Rot

marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
marcin.czaplicki@pkobp.pl
urszula.krynska@pkobp.pl
michal.rot@pkobp.pl

22 521 67 97
22 521 54 50
22 521 51 32
22 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl

22 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek
dr Mariusz Dziwulski
Michał Koleśnikow
Piotr Krzysztofik
Wojciech Matysiak
Katarzyna Piętka-Kosińska
Filip Romanowski
Anna Senderowicz

agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl
mariusz.dziwulski@pkobp.pl
michal.kolesnikow@pkobp.pl
piotr.krzysztofik@pkobp.pl
wojciech.matysiak@pkobp.pl
katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl
filip.romanowski@pkobp.pl
anna.senderowicz@pkobp.pl

22 521 81 22
22 521 81 88
22 521 81 23
22 521 81 25
22 521 51 80
22 521 65 15
22 521 87 39
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.