

4 listopada 2019

Powiew handlowego optymizmu

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- **Rynki finansowe będą uważnie śledziły sygnały z Waszyngtonu i Pekinu dotyczące terminu i miejsca potencjalnego spotkania, na którym miałyby zostać podpisana pierwsza część umowy handlowej** (wg D.Trumpa obejmuje ona 60% zakresu rozmów). Deklaracja Chin warunkująca przystąpienie do drugiej fazy rozmów od zniesienia wszystkich dotychczas wprowadzonych przez Waszyngton ceł (a także nieoficjalne informacje agencji Bloomberg jakoby wszystkie najbardziej kontrowersyjne tematy były przesuwane do drugiej fazy), oznacza, że na światowe rynki może powrócić niepewność co do dalszego kształtu relacji handlowych obu państw. Sekretarz handlu W.Ross stwierdził natomiast, że jest optymistą w kwestii osiągnięcia porozumienia przed planowanym na listopad spotkaniem przywódców Chin i USA. W.Ross ocenił także, że prawdopodobnie nie będzie potrzeby nakładania ceł na importowane samochody, dzięki postępom w negocjacjach z UE i Japonią.
- **Nowa prezes EBC Ch.Lagarde wygłosi dzisiaj swoje pierwsze przemówienie.**
- Po nieco rozczarującym piątkowym odczycie ISM w USA dziś **publikacje wskaźników PMI za październik** pokażą zapewne, że europejska gospodarka spowalnia, a Niemcy znajdują się w recesji (co potwierdzą **czwartkowe i piątkowe dane z przemysłu za wrzesień**). Dla nas ważniejsze od danych z przetwórstwa będą jednak informacje z sektora usług (środka), które pokażą, czy problemy eksporterów przenoszą się także na pozostałą część gospodarki. Również w USA to nie przemysł odgrywa główną rolę a konsumpcja, stąd ze szczególną uwagą należy śledzić wyniki badań nastrojów (**wtorkowy ISM, piątkowy indeks Uniwersytetu Michigan za wrzesień**) i publikacje z rynku pracy (**wrzesniowa ankieta JOLTS we wtorek**), które mogą dać sygnał odwrócenia pozytywnych trendów widocznych na nim od wielu lat.
- **Polski PMI za październik** wzrośnie wg nas (i konsensusu) do 48,1 pkt. z 47,8 pkt. we wrześniu. Lekkiej poprawie nastrojów przetwórców sprzyja odsunięcie terminu brexitu.
- **Środowe posiedzenie RPP** nie przyniesie naszym zdaniem zmian dotychczasowego nastawienia Rady. Nowa projekcja inflacyjna pokaże najpewniej nieznacznie niższą ścieżkę PKB i wyższą ścieżkę inflacji, w 2020 i 2021 (płaca minimalna). **Posiedzenia innych banków centralnych (NBR w środę, BoE i CNB w czwartek)** również nie powinny przynieść zmian dotychczasowej polityki.
- **Dane handlowe** (z USA – za wrzesień – we wtorek, z Chin – za październik – w piątek i z Niemiec – za wrzesień – również w piątek) prawdopodobnie pokażą, że spowolnienie globalnej koniunktury przybiera na mocę pomimo spadku niepewności.

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

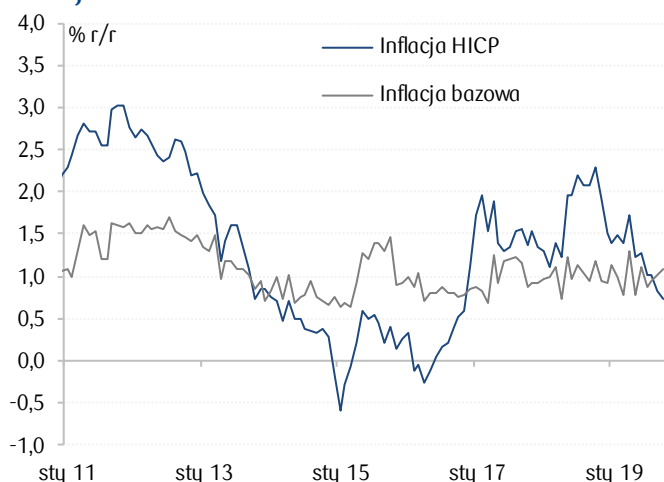
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

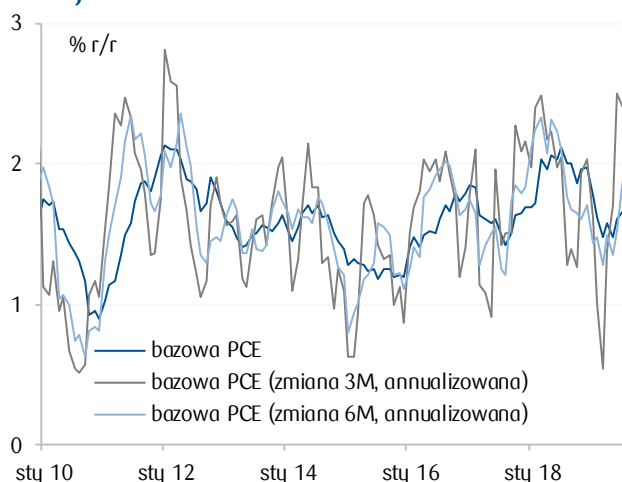
Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Inflacja HICP w strefie euro



Inflacja bazowa PCE w USA



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Przegląd wydarzeń:

- **POL:** Inflacja CPI powróciła w październiku (wg wstępnego odczytu) do celu NBP (2,5% r/r vs 2,6% r/r we wrześniu). W stronę spadku inflacji oddziaływały czynniki egzogeniczne (paliwa i żywność) podczas, gdy inflacja bazowa pozostała prawdopodobnie na stabilnym poziomie (2,4% r/r). Więcej w Makro Flashu: [„Chwilowy powrót do celu”](#).
- **USA:** Liczba miejsc pracy poza rolnictwem w USA wzrosła w październiku silniej od oczekiwań, o 128 tys., po wzroście o 180 tys. we wrześniu. Dane za październik były zaniżone o ok. 50 tys. przez strajk w General Motors, co sprawia, że odczyt był tak samo silny jak przed miesiącem. Standardowa rewizja danych za sierpień i wrzesień podniosła liczbę etatów o 95 tys. Badanie gospodarstw domowych pokazało wzrost zatrudnienia w październiku o 241 tys. oraz niewielki wzrost stopy bezrobocia do 3,6% z 3,5% miesiąc wcześniej. Wynagrodzenie godzinowe wzrosło, zgodnie z oczekiwaniami, o 3,0% r/r. Amerykański rynek pracy jest nadal w bardzo dobrej kondycji. W naszej ocenie pogorszenie warunków na rynku pracy (na które wskazują m.in. wyniki badań koniunktury) jest warunkiem koniecznym dalszego luzowania polityki pieniężnej Fed.
- **USA:** Indeks ISM dla przetwórstwa USA wzrósł w październiku słabiej od oczekiwań, do 48,3 pkt. z 47,8 pkt. we wrześniu i pozostał wyraźnie poniżej neutralnej granicy 50 pkt. ISM za październik pokazał przyspieszenie spadku produkcji, jednak w komponentach wyprzedzających nastąpiła nieznaczna poprawa. Tempo spadku nowych zamówień wyhamowało, a wskaźnik nowych zamówień eksportowych pokazuje niewielki wzrost, po trzech miesiącach odczytów poniżej 50 pkt. W październiku subindeks zatrudnienia pokazał wyhamowanie spadków. Ogólnie ISM pokazuje pewną stabilizację koniunktury w sektorze przemysłowym. Analogiczny indeks PMI wzrósł w październiku do 51,3 pkt. z 51,0 pkt. we wrześniu, nieco słabiej niż wstępnie szacowano.
- **EUR:** Tempo wzrostu PKB w strefie euro spowolniło w 3q19 do 1,1% r/r z 1,2% r/r w 2q. Wstępne dane nie zawierały bardziej szczegółowych informacji, ale można przypuszczać, że główną przyczyną obniżenia dynamiki PKB była techniczna recesja w Niemczech.
- **EUR:** Inflacja HICP w strefie euro obniżyła się w październiku do 0,7% r/r z 0,8% r/r za sprawą cen energii, których dynamika pogłębiła spadki. Wzrosła inflacja usług (1,6% r/r wobec 1,5% r/r miesiąc wcześniej) ciągnąc w górę inflację bazową (1,1% r/r vs 1,0% r/r we wrześniu). Presja inflacyjna pozostaje wciąż ograniczona wspierając obecne, gołębie nastawienie EBC.
- **EUR:** Stopa bezrobocia w strefie euro utrzymała się we wrześniu na sierpniowym poziomie 7,5%. Zharmonizowana stopa dla Polski również pozostała stabilna na poziomie 3,3% i była trzecią najniższą w UE po Czechach i Niemczech.
- **USA:** Dochody i wydatki amerykańskich konsumentów wzrosły we wrześniu odpowiednio o 0,3% m/m i 0,2% m/m potwierdzając solidną kondycję tego sektora wspieraną przez silny rynek pracy.
- **USA:** Inflacja bazowa PCE w USA obniżyła się we wrześniu zgodnie z oczekiwaniami do 1,7% r/r z 1,8% r/r w sierpniu. Słabnący impet inflacji bazowej może otworzyć okno na kolejną obniżkę stóp, ale naszym zdaniem nie nastąpi to wcześniej niż w 1q20.
- **CHN:** Indeks PMI dla chińskiego przemysłu (Caixin i Markit) nieoczekiwanie wzrósł w październiku do 51,7 pkt. z 51,4 pkt. we wrześniu. Pozytywna niespodzianka nie oznacza końca obaw o stan chińskiego przetwórstwa, w tym samym okresie indeks oficjalny spadł do najniższego poziomu od lutego.

Znalezione w sieci:

- O potencjalnych kierunkach dywersyfikacji rezerw walutowych NBP (BIS): [Reserves accumulation and diversification: the case of Poland](#).
- Jak zniwelować różnice w wynagrodzeniach kobiet i mężczyzn? (IZA World of Labour): [Equal pay legislation and the gender wage gap](#).
- Szacunki liczby cudzoziemców przebywających w Polsce (Wiadomości Statystyczne):

[Estymacja liczby cudzoziemców w Polsce z wykorzystaniem metody capture-recapture.](#)

- Wykorzystanie danych o płatnościach do szacowania rozmiarów aktywności gospodarczej (IJoCB): [Using Payment System Data to Forecast Economic Activity.](#)

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 1 listopada						
CHN: PMI w przetwórstwie (paź)	2:45	51,4 pkt.	51,0 pkt.	--	51,7 pkt.	Pozytywna niespodzianka nie oznacza końca obaw o stan chińskiego przetwórstwa.
SWI: Inflacja CPI (paź)	8:30	0,1% r/r	0,0% r/r	--	-0,3% r/r	Powrót deflacji w Szwajcarii otwiera drogę do nowej rundy luzowania polityki pieniężnej.
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (paź)	13:30	180 tys.	95 tys.	--	128 tys.	Dane za październik były zanizone o ok. 50 tys. przez strajk w General Motors, co sprawia, że odczyt był tak samo silny jak przed miesiącem.
USA: Stopa bezrobocia (paź)	13:30	3,5%	3,6%	--	3,6%	
USA: Przeciętna płaca godzinowa (paź)	13:30	2,9% r/r	3,0% r/r	--	3,0% r/r	
USA: ISM w przetwórstwie (paź)	15:00	47,8 pkt.	49 pkt.	--	48,3 pkt.	ISM za październik pokazał przyspieszenie spadku produkcji, jednak w komponentach wyprzedzających nastąpiła nieznaczna poprawa.
Poniedziałek, 4 listopada						
POL: PMI w przetwórstwie (paź)	9:00	47,8 pkt.	48,1 pkt.	48,1 pkt.	--	Odsunięcie brexitu może sprzyjać stabilizacji nastrojów.
GER: PMI w przetwórstwie (paź, rew.)	9:55	41,7 pkt.	41,9 pkt.	--	--	
EUR: PMI w przetwórstwie (paź, rew.)	10:00	45,7 pkt.	45,7 pkt.	--	--	Korekta aktywności w przemyśle Niemiec i strefy euro wydaje się powoli zbliżać ku końcowi.
EUR: Indeks Sentix (lis)	10:30	-16,8 pkt.	-13,8 pkt.	--	--	
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz, rew.)	16:00	0,3% m/m	-1,1% m/m	--	--	Słabszy popyt inwestycyjny nie sprzyja poprawie dynamiki PKB.
USA: Zamówienia fabryczne (wrz)	16:00	-0,1% m/m	-0,5% m/m	--	--	
Wtorek, 5 listopada						
USA: Bilans handlowy (wrz)	14:30	-54,9 mld USD	-53,7 mld USD	--	--	Szanse na długoterminową umowę handlową są na razie małe.
USA: ISM w usługach (paź)	16:00	52,6 pkt.	53,2 pkt.	--	--	Silny rynek pracy wspiera sektor usług w USA.
USA: Raport JOLTS (wrz)	16:00	7051 tys.	7088 tys.	--	--	Szczegóły raportu powinny mieć gołębi wydźwięk.
Środa, 6 listopada						
GER: Zamówienia w przemyśle (wrz)	8:00	-6,7% r/r	-6,5% r/r	--	--	Lepszy od konsensusu wynik byłby potwierdzeniem nastrojów firm, które przestały się istotnie pogarszać.
EUR: PMI w usługach (paź, rew.)	10:00	51,8 pkt.	51,8 pkt.	--	--	Słabszy od oczekiwań wynik dla sektora usługowego byłby istotnym sygnałem wspierającym gołębią politykę EBC.
EUR: Sprzedaż detaliczna (wrz)	11:00	2,1% r/r	2,4% r/r	--	--	Utrzymujący się popyt konsumpcyjny jest nadzieją dla gospodarki strefy euro.
POL: Stopa referencyjna NBP (lis)	--	1,50%	1,50%	1,50%	--	Ciekawostką na posiedzeniu będą nowe projekcje inflacji i PKB.
RO: Posiedzenie banku centralnego (lis)	--	2,50%	2,50%	--	--	Poluzowanie polityki przez EBC wspiera dotychczasowy kurs polityki pieniężnej w całym regionie.
Czwartek, 7 listopada						
GER: Produkcja przemysłowa (wrz)	8:00	0,3% m/m	-0,5% m/m	--	--	Dalszy spadek produkcji byłby niepokojącym sygnałem dla perspektyw wzrostu przemysłu w przyszłym roku.
UK: Posiedzenie BoE (lis)	13:00	0,75%	0,75%	0,75%	--	BoE zapewne wstrzyma się z decyzją w związku z odsunięciem brexitu w czasie.
CZ: Posiedzenie banku centralnego (lis)	13:00	2,00%	2,00%	2,00%	--	Niektórzy przedstawiciele CNB sugerują, że cykl podwyżek stop jeszcze się nie skończył.
Piątek, 8 listopada						
CHN: Saldo handlowe (paź)	--	39,65 mld USD	40,0 mld USD	--	--	Pomimo postępu rozmów koniec konfliktu handlowego może się opóźnić ze względu na brak zgody co do kwestii nie objętych wstępnym porozumieniem.
GER: Bilans handlowy (wrz)	8:00	16,2 mld EUR	--	--	--	Kluczową informacją będzie kondycja niemieckiego eksportu.
HUN: Inflacja CPI (paź)	9:00	2,8% r/r	--	--	--	Węgierska inflacja powróciła do celu, a luźna polityka pieniężna jest kontynuowana bez przeszkód.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis, wst.)	16:00	95,5 pkt.	96,1 pkt.	--	--	Dobre nastroje konsumentów wsparciem dla wzrostu konsumpcji i PKB.

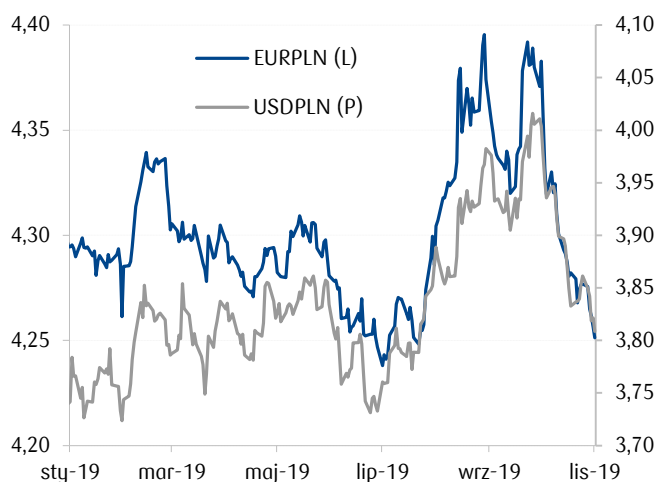
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szybkiego szacunku za wrzesień.

Podstawowe dane rynkowe

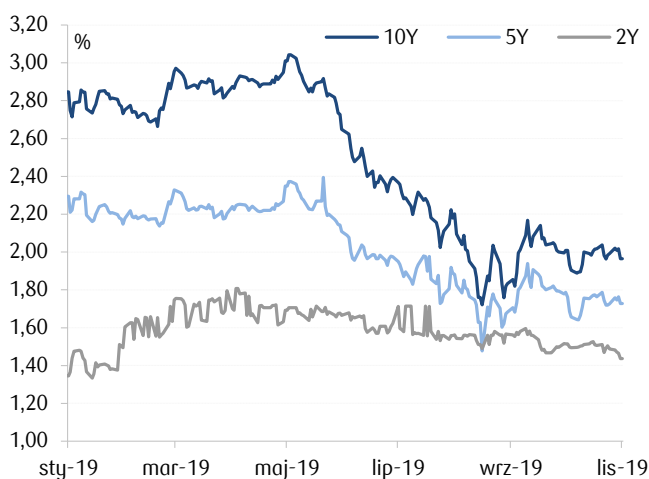
		Wartość 2019-11-01	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2512	-0,12%	-0,60%	-1,58%
	USDPLN	3,8061	-0,23%	-1,30%	-3,25%
	CHFPLN	3,8621	-0,11%	-0,50%	-2,30%
	GBPPLN	4,9266	-0,39%	-0,50%	1,51%
	EURUSD	1,1170	0,12%	0,71%	1,73%
	EURCHF	1,1008	-0,01%	-0,10%	0,74%
	GBPUSD	1,2949	0,07%	0,88%	5,31%
	USDJPY	108,15	0,04%	-0,39%	1,18%
	EURCZK	25,51	0,01%	-0,27%	-0,88%
	EURHUF	328,02	-0,05%	-0,16%	-1,39%
Obligacje	PL2Y	1,44	0	-5	-6
	PL5Y	1,73	0	0	7
	PL10Y	1,97	0	-3	6
	DE2Y	-0,66	0	0	10
	DE5Y	-0,63	1	0	18
	DE10Y	-0,38	2	0	21
	US2Y	1,56	4	-6	16
	US5Y	1,55	3	-7	23
	US10Y	1,73	4	-7	21
Akcje	WIG20	2194,1	0,0%	0,9%	3,4%
	S&P500	3066,9	1,0%	1,5%	3,9%
	Nikkei**	22850,8	0,0%	-0,1%	6,9%
	DAX	12961,1	0,7%	0,5%	7,9%
	VIX	12,3	-7,0%	-2,8%	-27,8%
Surowce	Ropa Brent	60,2	0,0%	-2,6%	2,9%
	Złoto	1511,3	0,1%	0,1%	0,2%

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

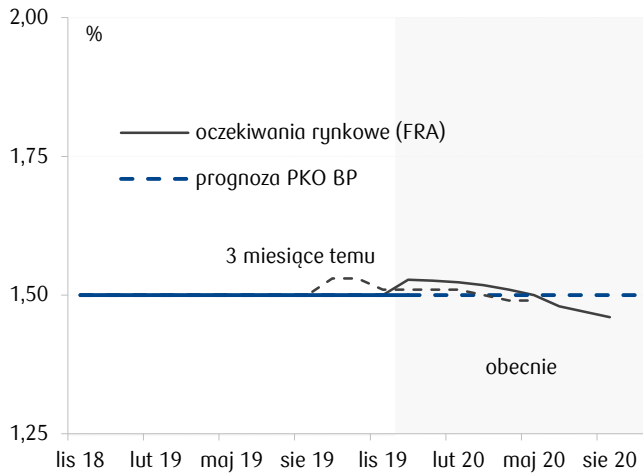
Notowania złotego wobec głównych walut



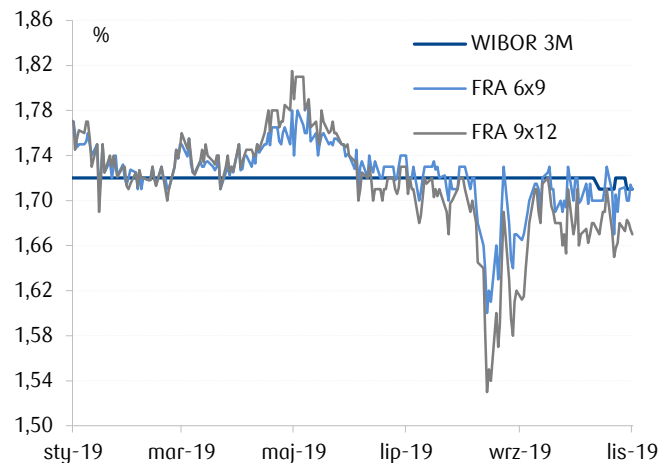
Rentowności polskich obligacji skarbowych



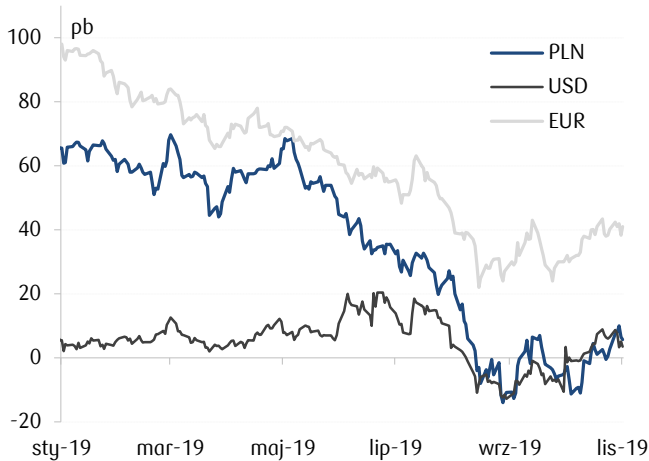
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



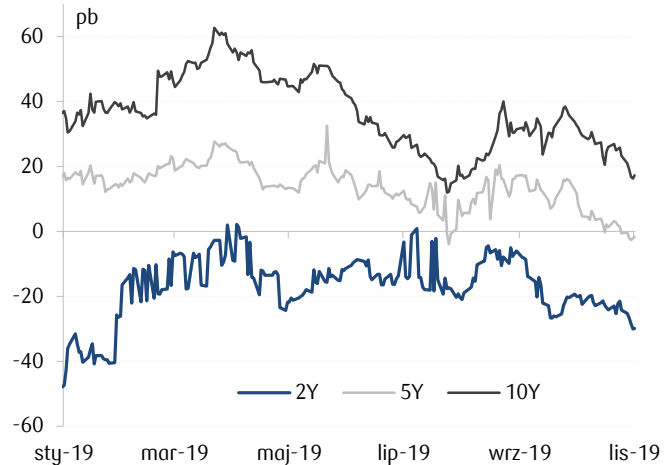
Krótkoterminowe stopy procentowe



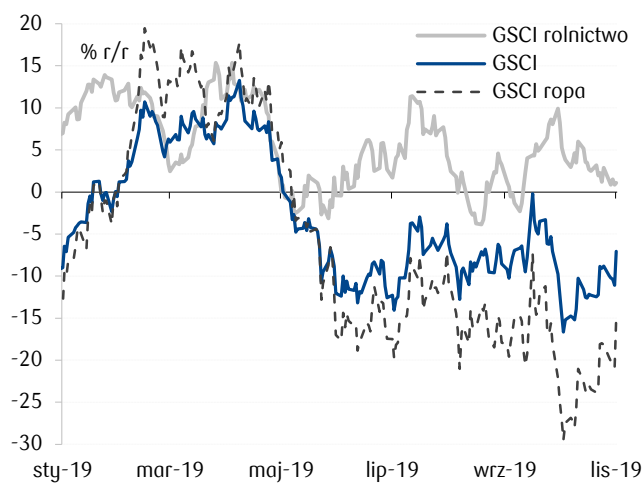
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



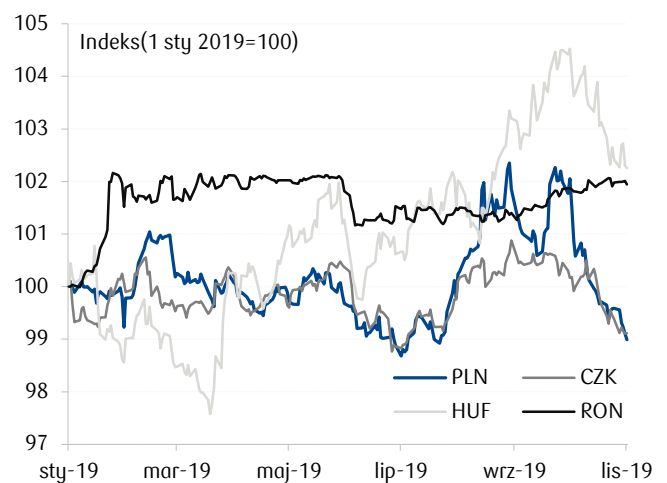
Spread asset swap dla PLN



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	4,3	Zaskakująco mocne ożywienie inwestycji firm na początku tego roku, szczyt absorpcji środków UE oraz rozpoczynająca się stymulacja konsumpcji przez pakiet fiskalny oznaczają, że chociaż w 2q19 tempo wzrostu gospodarczego nieznacznie wyhamowało, to w dalszej części roku przyspieszenie wzrostu popytu krajowego podbije dynamikę PKB.
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 napływu 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. 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	2,2	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 luzowanie 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	„Gdyby przyczyną inflacji było nadmierne rozkręcenie ekspansji pieniądza kredytowego, czyli nadmierna kreacja pieniądza bezgotówkowego, niepopartego 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)
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. Łagodny brexit mógłby otworzyć BoE drzwi do podwyżek stóp pod koniec 2019. Twardy zwiększy prawdopodobieństwo obniżek.
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 zwińczyła 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.
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): Michał Rot

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.