

## Klimatyczne Davos

### W tym tygodniu w centrum uwagi:

- Po podpisaniu wstępnej umowy USA-Chiny temat wojen handlowych przynajmniej przejściowo schodzi na dalszy plan, chociaż pewnie pozostanie istotnym przedmiotem rozmów na rozpoczynającym się w poniedziałek **Światowym Forum Ekonomicznym w Davos**. Tematem nr 1 będzie tam najpewniej kwestia zmian klimatycznych i działań przyspieszających transformację do gospodarki niskoemisyjnej. Dla inwestorów kluczowym pytaniem będzie to, jak dużych nakładów inwestycyjnych i w jakiej perspektywie można się spodziewać oraz czy rosną szanse, by w kwestię wspierania takich inwestycji zaangażowały się banki centralne. Ten temat będzie także obecny podczas **posiedzenia EBC** w czwartek, na którym perspektywy średnioterminowe (w tym głównie zakres planowanego przeglądu strategicznego) przyćmią bieżące decyzje banku (parametry polityki pieniężnej bez zmian).
- W kraju wśród bogatej palety publikacji miesięcznych danych za grudzień najwięcej uwagi przyciągną wyniki produkcji przemysłowej (śr.) i sprzedaży detalicznej (czw.)**. W obydwu przypadkach nasza prognoza plasuje się nieznacznie poniżej konsensusu, wpisując się także w zakładany przez nas scenariusz dalszego hamowania dynamiki PKB w 4q19. We wtorek **dane z rynku pracy** mogą potwierdzić osłabienie presji płacowej, ale z punktu widzenia trendów w zatrudnieniu i wynagrodzeniach i tak kluczowe jest to, co wydarzy się w styczniu (wzrost płacy minimalnej o blisko 16%). Także we wtorek **wyniki produkcji budowlanej** pokażą wg nas utrzymującą się presję ze strony spadających inwestycji infrastrukturalnych.
- Leniwie rozpoczynający się tydzień (dziś brak istotnych publikacji) jest trafną zapowiedzią całego tygodnia dla danych z globalnej gospodarki. Wśród nielicznych istotnych publikacji będą jedynie: w piątek **wstępne odczyty przetwórczego PMI** (Niemcy, strefa euro i USA) za styczeń, a we wtorek **niemiecki indeks ZEW**.

### Przegląd wydarzeń:

- USA: Produkcja przemysłowa w grudniu spadła o 0,3% m/m**, nieznacznie silniej od oczekiwań. Wymowa szczegółowych danych o produkcji jest bardziej optymistyczna niż ogólny odczyt i pokazuje, że drugi miesiąc z rzędu, wzrosła produkcja w przetwórstwie (0,2% m/m), a za spadkami produkcji przemysłowej stał sektor użyteczności publicznej (-5,6% m/m, m.in. efekt ciepłej zimy). W samym przetwórstwie negatywnie wyróżniła się branża motoryzacyjna (spadek produkcji o 4,6% m/m). Wyniki przetwórstwa pokazują, że wzrost barier handlowych nadal odciska na nim

### Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

### Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

### Marcin Czaplicki

Ekonomista  
tel. 22 521 54 50

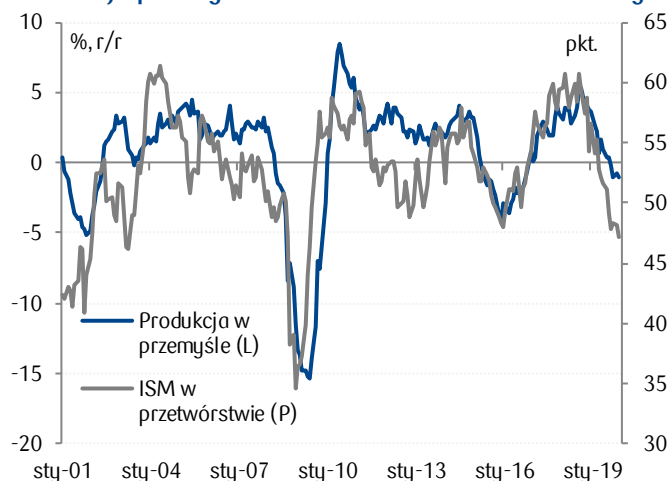
### Urszula Kryńska

Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

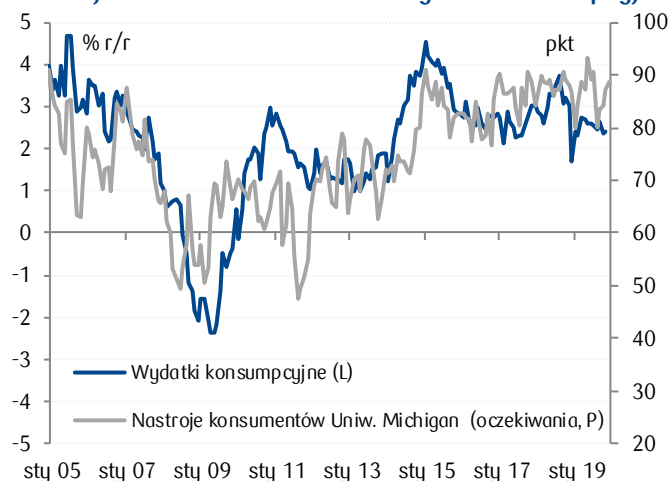
### Michał Rot

Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

### Produkcja przemysłowa w USA vs ISM Manufacturing



### Nastroje konsumentów w USA a wydatki konsumpcyjne



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

swoje negatywne piętno, ale jednocześnie pozostają wciąż lepsze niż sugerowałyby wskaźniki koniunktury.

- **USA: Wstępny odczyt indeksu koniunktury Uniwersytetu Michigan** za styczeń pokazał, że nastroje gospodarstw domowych utrzymały się na wysokim poziomie, a zmiany oceny bieżącej sytuacji i oczekiwań w porównaniu z grudniem były minimalne. Trwające w USA polityczne zamieszanie dotyczące impeachmentu nie oddziałuje na nastroje konsumentów.
- **USA: Liczba nowo rozpoczętych budów domów wzrosła w grudniu do najwyższego poziomu od 13 lat** (1,61 mln w ujęciu zannualizowanym vs 1,37 mln w listopadzie). Skala wzrostu aktywności na rynku pierwotnym była największa od 3 lat i przekroczyła najwyższe rynkowe prognozy. Rynek nieruchomości mieszkaniowych wspierają niskie stopy procentowe (po 3 obniżkach stóp przez Fed), optymistyczne nastroje konsumentów i wciąż bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Ożywienie inwestycji mieszkaniowych będzie wspierało dynamikę PKB w 4q19 i powinno się także utrzymać w 2020. Jednocześnie jednak nieco słabsze od prognoz dane o wydanych pozwoleniach na budowy sugerują, że aż tak silne wzrosty nowych inwestycji mieszkaniowych jak w grudniu, trudno będzie utrzymać.
- **USA: Raport JOLTS** obrazujący rotację na amerykańskim rynku pracy pokazał, że w listopadzie liczba wakatów wyniosła 6,8 mln wobec 7,3 mln. w październiku i była najniższa od lutego 2018. Dane wpisują się w wymowę innych wskaźników dla rynku pracy (m.in. zatrudnienie w agencjach pracy tymczasowej), które sygnalizują, że szczyt popytu na pracę już minął, co może zapowiadać niższe tempo tworzenia nowych miejsc pracy (NFP) i utrzymanie dynamiki wynagrodzeń poniżej 3% r/r.
- **EUR: Finalne dane potwierdziły, że w grudniu inflacja HICP wzrosła do 1,3% r/r** z 1,0% r/r miesiąc wcześniej, a inflacja bazowa (bez cen żywności, energii, alkoholu i tytoniu) utrzymała się na poziomie 1,3% r/r. Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z odwrócenia spadków cen energii (+0,2% r/r wobec -3,2% r/r w listopadzie). Inflacja HICP pozostaje wyraźnie poniżej celu głównie ze względu na niskie ceny towarów nieżywnościowych (efekt niskiego popytu i globalnej presji deflacyjnej), podczas gdy dynamika cen usług i samej żywności kształtuje się w pobliżu 2% r/r.
- **POL: Zdaniem J.Kropiwnickiego RPP nie ma powodów do reakcji dopóki inflacja trwale nie przekracza granic pasma odchyień od celu NBP.** Obecny wzrost inflacji jest realizacją przewidywań Rady, która wciąż przypuszcza, że inflacja pod koniec 1q20 powinna wrócić w granice odchyień od celu. Sam J.Kropiwnicki, **dostrzega pewne niepokojące procesy w strukturze inflacji.** Jego zdaniem wzrost cen energii, poza bezpośrednimi opłatami gospodarstw domowych, musi wpłynąć na niemal wszystkie ceny dóbr i usług w gospodarce, a skutki wzrostu płacy minimalnej są niedoszacowane. W najbliższych miesiącach będzie się opowiadał za stabilizacją stóp procentowych. Członek RPP wskazał, że argumentem przeciw podwyżkom stóp jest hamowanie tempa wzrostu gospodarczego oraz potencjalne ograniczenie aktywności w sektorze budowlanym i osłabienie konsumpcji. Przeciw cięciu przemawiają jego zdaniem głęboko ujemne realne stopy procentowe oraz pozycja cykliczna polskiej gospodarki.
- **POL: Jerzy Żyżyński (RPP) ocenił, że odnotowany w grudniu wzrost inflacji jest jednorazowym skokiem** spowodowanym przez różne czynniki podażowe, a RPP nie powinna na niego reagować. Członek RPP zgodził się z opinią A.Głapińskiego, że najbliższą zmianą stopy procentowej NBP będzie jej obniżka i podkreślił, że za takim kierunkiem zmiany stóp przemawia m.in. polityka innych banków centralnych, które luzują politykę pieniężną. Wg J.Żyżyńskiego podwyżka stóp procentowych byłaby konieczna, gdyby źródłem wzrostu inflacji była nadmierna akcja kredytowa (co nie ma miejsca). Przedstawiciel RPP ocenił, że przy dobrej sytuacji finansów publicznych można rozluźnić regułę wydatkową, a po uzgodnieniach z Komisją Europejską rząd mógłby nawet zawiesić jej funkcjonowanie.

#### Znalezione w sieci:

- Wzrost cen nieruchomości w Wielkiej Brytanii w ostatnich 30 latach może być wyjaśniony przez spadek stopy wolnej od ryzyka oraz wzrost realnych dochodów

(Bank Underground): [What's been driving long-run house price growth in the UK?](#)

- Zombifikacja firm w strefie euro jest zjawiskiem realnym, a nie monetarnym (voxeu.org): [Zombification is a real, not a monetary phenomenon: Exorcising the bogeyman of low interest rates.](#)
- Przesiedlenia podnoszą kapitał ludzki (CEPR/NBER/AER): [Forced Migration and Human Capital: Evidence from Post-WWII Population Transfers.](#)
- Osiem wieków globalnej realnej stopy procentowej (Bank Anglii): [Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311-2018.](#)
- Podsumowanie 20 lat polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, istotne przed zbliżającym się przeglądem polityki banku (EBC): [A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20.](#)

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
<b>Piątek, 17 stycznia</b>						
CHN: Wzrost PKB (4q)	3:00	6,0% r/r	6,0% r/r	--	6,0% r/r	Stabilizacja wzrostu w Chinach pomimo napięć handlowych osiągnięta dzięki wydatkom na infrastrukturę.
EUR: Inflacja HICP (gru, rew.)	11:00	1,0% r/r	1,3% r/r	--	1,3% r/r	Wzrost inflacji to efekt odwrócenia spadków cen energii. Inflację zaniżają towary pozażywnościowe.
EUR: Inflacja bazowa (gru, rew.)	11:00	1,3% r/r	1,3% r/r	--	1,3% r/r	Niskie stopy i dobra sytuacja na rynku pracy ponownie napędzają popyt na rynku nieruchomości.
USA: Rozpoczęte budowy domów (gru)	14:30	1375 tys.	1370 tys.	--	1608 tys.	Za spadkiem stały problemy w sektorze motoryzacyjnym, a także ciepła zima, która obniżyła produkcję w sekt. użyteczności publ.
USA: Produkcja przemysłowa (gru)	15:15	0,8% m/m	0,1% m/m	--	-0,3% m/m	Styczeń nie przyniósł wymiernych zmian w nastrojach konsumentów - nadal dominuje optymizm.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty, wst.)	16:00	99,3 pkt.	99,0 pkt.	--	99,1 pkt.	
<b>Poniedziałek, 20 stycznia</b>						
Brak publikacji kluczowych danych						
<b>Wtorek, 21 stycznia</b>						
JAP: Posiedzenie BoJ (sty)	--	-0,1%	-0,1%	-0,1%	--	Ogłoszony w grudniu pakiet fiskalny powinien zaowocować rewizją w górę prognoz BoJ na 2020, pomimo silnego obniżenia dynamiki PKB w 4q19.
POL: Płace w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	5,3% r/r	6,1% r/r	6,3% r/r	--	Widoczne w ostatnich miesiącach wyhamowanie dynamiki płac to cisza przed burzą, która może nastąpić w styczniu, wraz ze wzrostem płacy minimalnej.
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	2,6% r/r	2,6% r/r	2,6% r/r	--	Na wynikach budownictwa wciąż waży wyhamowanie inwestycji publicznych.
POL: Produkcja budowlano-montażowa (gru)	10:00	-4,7% r/r	0,6% r/r	0,0% r/r	--	Perspektywa co najmniej zawieszenia sporu handlowego między USA i Chinami powinna podtrzymać trend poprawy nastrojów, który zarysował się w 4q19.
GER: Indeks instytutu ZEW (sty)	11:00	10,7 pkt.	15,1 pkt.	--	--	
<b>Środa, 22 stycznia</b>						
POL: Produkcja przemysłowa (gru)	10:00	1,4% r/r	6,0% r/r	5,3% r/r	--	Neutralny układ kalendarza pozwoli produkcji na powrót do dynamiki zbliżonej do średnioterminowego trendu.
POL: Inflacja PPI (gru)	10:00	-0,1% r/r	0,9% r/r	0,9% r/r	--	Ceny paliw i niższa baza sprawią, że dynamika cen producentów powróci do dodatniego poziomu.
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (gru)	16:00	5,35 mln	5,42 mln	--	--	Sprzedaż listopadzie była najniższa od 5 miesięcy, głównie ze względu na ograniczenia podażowe. W grudniu oczekiwane jest nieznaczne odbicie sprzedaży.
<b>Czwartek, 23 stycznia</b>						
NOR: Posiedzenie Norges Banku (sty)	10:00	1,50%	1,50%	--	--	Posiedzenie bez konferencji prasowej i aktualizacji prognoz nie przyniesie zmian stóp.
POL: Sprzedaż detaliczna (gru)	10:00	5,2% r/r	5,8% r/r	5,0% r/r	--	Dobre wyniki za listopad mogły wynikać m.in. z wcześniejszych zakupów świątecznych, co oznacza mniejszy potencjał do wzrostu w danych za grudzień.
EUR: Stopa refinansowa EBC (sty)	13:45	0,00%	0,00%	0,00%	--	Bieżące trendy gospodarcze pokrywają się z oczekiwaniami EBC, w centrum uwagi znajdzie się więc nie tyle obecne spojrzenie EBC na politykę pieniężną, co szczególnie planowanego przez bank strukturalnego przeglądu.
POL: Minutes RPP (sty)	14:00	--	--	--	--	Wymowa minutes z dyskusji RPP prowadzonej po silnym wzroście inflacji CPI za gru. może być bardziej jastrzębia, niż konferencja prasowa bezpośrednio po posiedzeniu.
<b>Piątek, 24 stycznia</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	9:30	43,7 pkt.	44,5 pkt.	--	--	Złagodzenie napięć handlowych powinno prowadzić do dalszej odwilży w zamówieniach eksportowych.
EUR: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	10:00	46,3 pkt.	46,8 pkt.	--	--	Uwagę przyciągnie m.in. dynamika kredytów, która wyraźnie wyhamowała w listopadzie.
POL: Podaż pieniądza M3 (gru)	14:00	9,4% r/r	9,1% r/r	9,1% r/r	--	Dywergencja pomiędzy wskazaniami PMI a ISM pogłębia się.
USA: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	15:45	52,4 pkt.	--	--	--	

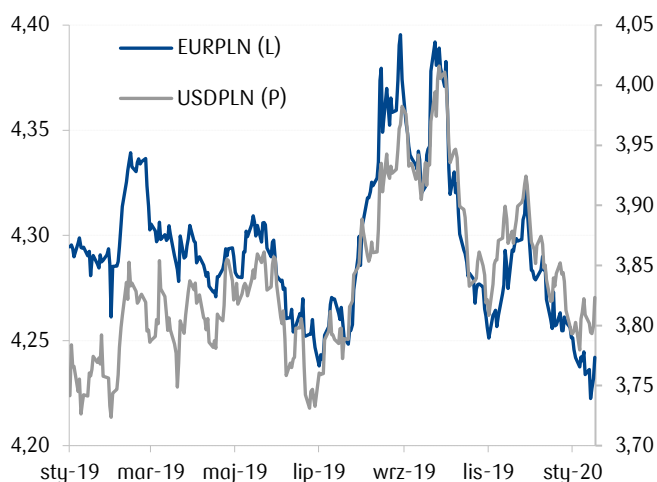
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters. \*sprzed publikacji szacunku flash.

## Podstawowe dane rynkowe

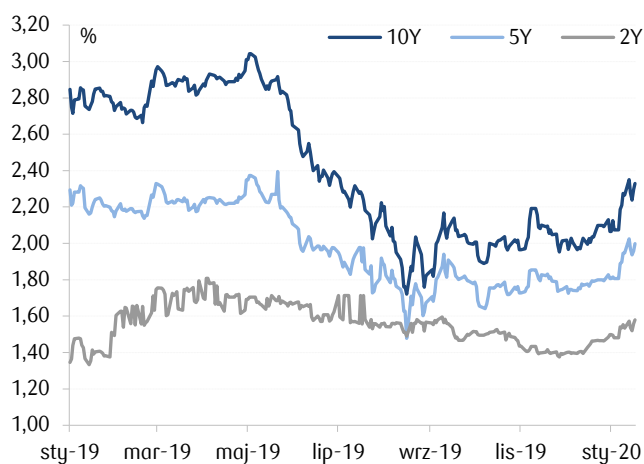
		Wartość 2020-01-17	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2420	0,24%	0,19%	-0,36%
	USDPLN	3,8233	0,66%	0,36%	-0,45%
	CHFPLN	3,9503	0,27%	0,92%	0,98%
	GBPPLN	4,9741	0,09%	-0,02%	-0,47%
	EURUSD	1,1095	-0,42%	-0,17%	0,09%
	EURCHF	1,0739	-0,03%	-0,72%	-1,33%
	GBPUSD	1,3031	-0,27%	-0,23%	-0,13%
	USDJPY	110,18	0,04%	0,56%	0,66%
	EURCZK	25,16	-0,01%	-0,42%	-1,10%
EURHUF	335,96	0,44%	0,72%	1,54%	
<b>Obligacje</b>	PL2Y	1,58	2	5	12
	PL5Y	2,00	4	5	21
	PL10Y	2,33	3	6	29
	DE2Y	-0,59	0	1	4
	DE5Y	-0,52	0	-1	0
	DE10Y	-0,21	0	2	3
	US2Y	1,57	0	0	-6
	US5Y	1,63	1	0	-10
US10Y	1,84	3	1	-8	
<b>Akcje</b>	WIG20	2176,0	0,1%	0,4%	2,3%
	S&P500	3329,6	0,4%	2,0%	3,4%
	Nikkei**	24083,5	0,2%	1,0%	1,1%
	DAX	13526,1	0,7%	0,3%	1,6%
	VIX	12,1	-1,8%	-3,7%	-3,3%
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	64,9	0,0%	-1,1%	-1,9%
	Złoto	1557,1	0,4%	-0,2%	5,4%

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

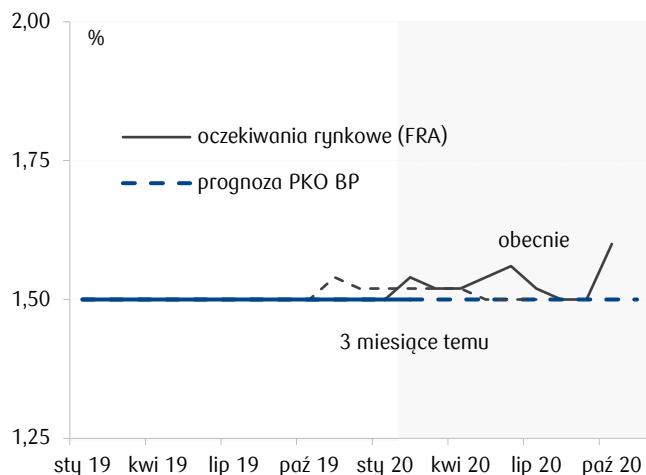
## Notowania złotego wobec głównych walut



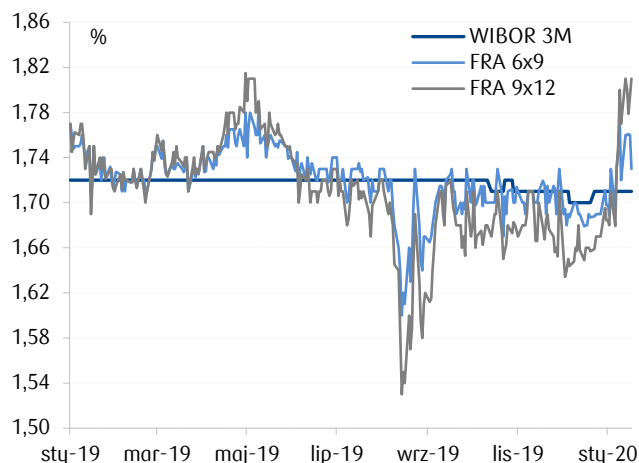
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



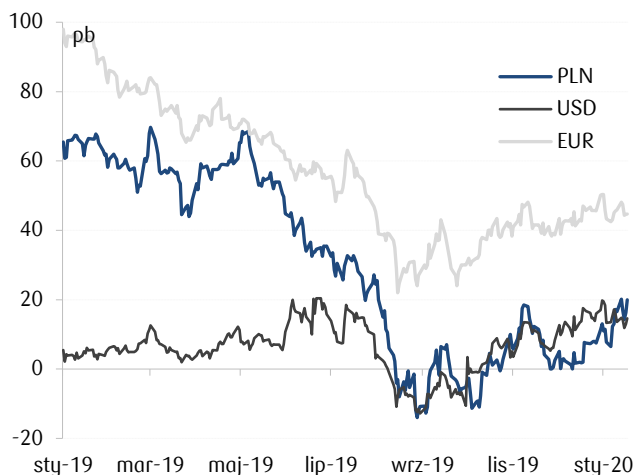
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



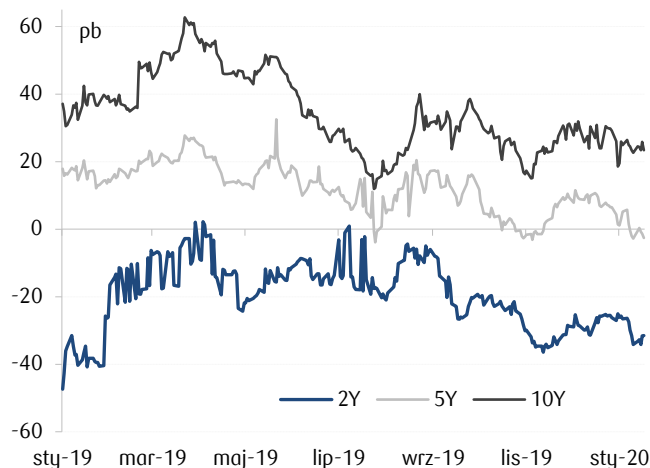
Krótkoterminowe stopy procentowe



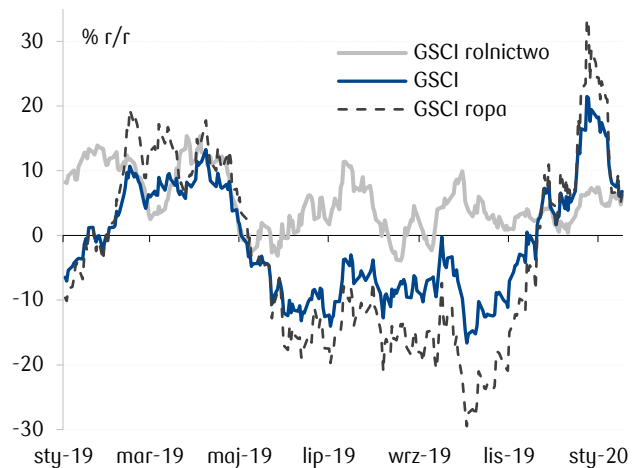
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



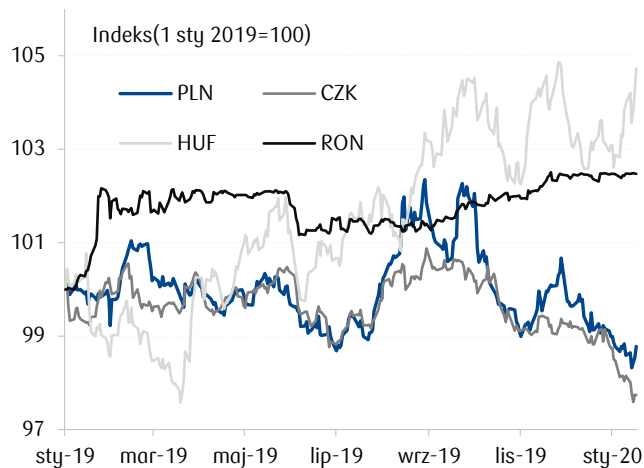
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



## Polska w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
<b>Sfera realna</b>			
- realny PKB (%)	4,2	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.
<b>Procesy inflacyjne</b>			
- 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.
<b>Agregaty monetarne</b>			
- kredyty / depozyty (%)	6,6 / 7,1	6,1 / 7,1	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).
<b>Równowaga zewnętrzna</b>			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,6	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.
<b>Polityka fiskalna</b>			
- 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).
<b>Polityka pieniężna</b>			
- 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 spowalnającym 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
<b>USA</b>			
- realny PKB (%)	2,2	1,7	Amerykańska gospodarka utrzymuje solidne tempo wzrostu, którego głównym motorem pozostaje konsumpcja. Silny rynek pracy, a także poprawa sentymentu na giełdzie i rynku nieruchomości po obniżkach stóp Fed będą wspierać nastroje konsumentów utrzymując wysokie tempo wzrostu konsumpcji. Kluczowe znaczenie dla gospodarki i przyszłości relacji z Chinami będą miały listopadowe wybory prezydenckie.
- inflacja CPI (%)	1,8	2,1	
<b>Strefa euro</b>			
- realny PKB (%)	1,1	1,1	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 (%)	1,3	1,2	
<b>Chiny</b>			
- realny PKB (%)	6,2	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 (%)	2,5	2,3	

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



## Monitor RPP

## Członkowie RPP Jastrzębiomierz\* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,9	„Obniżenie 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.(...) <b>Podwyżka stóp procentowych</b> byłaby dobrym środkiem zaradczym na rosnące ryzyko bańki na rynku nieruchomości mieszkaniowych. (...) <b>Nadal jednak uważam za mało prawdopodobne zebranie w Radzie większości za podwyżkami.</b> ” (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 <b>odwróconej stopy procentowej</b> . 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. <b>To nie jest ten moment, abyśmy w tym momencie reagowali zmianami parametrów polityki pieniężnej</b> ” (6.11.2019, PAP)
G. Ancyparowicz	2,7	„ <b>Nie widzę najmniejszych przesłanek, by w horyzoncie prognoz NBP - do 2021 r. - dokonywać jakichkolwiek zmian w parametrach polityki pieniężnej ani w górę, ani w dół.</b> Główną zaletą tej Rady było przyjęcie postawy <i>wait-and-see</i> , co okazało się słuszne (...) Stabilność to bardzo dobra cecha obecnie prowadzonej polityki pieniężnej, bo wprowadzając jakieś nieoczekiwane rozwiązania niewiele moglibyśmy poprawić, za to bardzo dużo moglibyśmy zepsuć.” (23.12.2019, 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	„ <b>Na razie RPP nie ma powodów do reakcji.</b> Przewidywaliśmy realizujący się wzrost inflacji i wciąż przypuszczamy, że inflacja pod koniec pierwszego kwartału 2020 r. powinna wrócić w granice odchyłeń od celu. Dla NBP istotne jest utrzymanie wskaźnika inflacji w granicach 2,5 proc. +/- 1 pkt. proc. Dopóki inflacja trwale nie przekracza granic pasma odchyłeń, nie widzę powodów, by niepokoić się tym wskaźnikiem i domagać się reakcji w postaci zmiany stóp procentowych” (20.01.2020, PAP)
A. Glapiński	1,9	„W moim przekonaniu <b>wszystko przemawia za stabilnością stóp proc.</b> , 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 <b>gotów jestem zrezygnować ze składania wniosków o obniżkę stóp procentowych</b> ” (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 „gotów” poglądy, a 5 to skrajnie „jastrzębie” poglądy).^ brak wypowiedzi nt. polityki pieniężnej od czasu nominacji do Rady.



## Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	2019^(%)	2020^(%)	Ostatnia zmiana	Komentarz
<b>USA</b>					
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.
<b>Japonia</b>					
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.
<b>Strefa euro</b>					
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.
<b>Wielka Brytania</b>					
Stopa bazowa	0,75	0,75	0,50	+25pb (sie. 2018)	Przygotowania do formalnego brexitu najpóźniej 31 stycznia idą pełną parą, ale niepewność co do kształtu relacji Wlk.Brytanii i UE pozostaje. To wraz z coraz silniejszymi sygnałami osłabienia koniunktury i niską inflacją napędza oczekiwania na obniżki stóp.
<b>Szwajcaria</b>					
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.
<b>Szwecja</b>					
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> .
<b>Norwegia</b>					
Stopa bazowa	1,50	1,50	1,50	+25pb (wrz. 2019)	W naszej ocenie podwyżka stóp we wrześniu 2019 zwińczyła cykl zacieśniania polityki pieniężnej.
<b>Czechy</b>					
Stopa refinansowa	2,00	2,00	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.
<b>Węgry</b>					
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](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

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

### Zespół Analiz Sektorowych

[analizy.sektorowe@pkobp.pl](mailto:analizy.sektorowe@pkobp.pl) 22 521 81 22

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

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki [marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto: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.