

Zaczynamy brexit

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- **Piątek będzie ostatnim dniem Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej.** W piątek B.Johnson ze strony Wlk. Brytanii i U. von der Leien oraz Ch.Michel ze strony UE podpisali wynegocjowane w październiku porozumienie o warunkach wystąpienia Wlk. Brytanii z Unii (podpisanie było możliwe dopiero po uchwaleniu przez Wlk.Brytanię tzw. ustawy brexitowej). W środę porozumienie ma zostać ratyfikowane przez Parlament Europejski. Wszystko to nie kończy niepewności związanej z brexitem, ponieważ jedyną istotną zmianą dla Londynu będzie póki co utrata prawa głosu na forum Unii. Kluczowym pytaniem pozostaje, co się stanie od 1 stycznia 2021, gdy skończy się okres przejściowy. Sobota 1 lutego otwiera krótkie, bo zaledwie około półroczne okienko negocjacyjne, w którym strony muszą zdefiniować zasady wzajemnych relacji po zakończeniu okresu przejściowego. Jeśli to się nie uda, uporządkowany brexit może się przekształcić w twardy.
- Uwaga rynków finansowych skupiona będzie na tym, co będzie się działo w Waszyngtonie. Oprócz trwającego już **impeachmentu D.Trumpa** w amerykańskim Senacie na uwagę zasługują również ew. dalsze losy **tlącego się konfliktu handlowego pomiędzy USA i UE**. Środowe **posiedzenie FOMC** nie przyniesie zmian w amerykańskiej polityce pieniężnej, a czwartkowy **wstępny odczyt PKB za 4q19** pokaże stabilizację tempa wzrostu gospodarczego w USA. **Grudniowe dane z gospodarki realnej**, w szczególności zamówienia na dobra trwałe, piątkowe dane o dochodach i wydatkach Amerykanów, a także odczyty nastrojów konsumentów (Conference Board we wtorek i Uniwersytetu Michigan w piątek) wskażą na rozdźwięk między konsumpcją a inwestycjami. Serię odczytów zwieńczy publikacja grudniowej inflacji bazowej PCE, która wciąż utrzymuje się poniżej celu Fed. Wszystko powyższe (a w szczególności niepewne perspektywy przemysłu i relacji USA-UE) oznaczają, że wciąż nie można wykluczyć kontynuacji cięć stóp w tym roku.
- Stopy może już w czwartek obciąć **Bank Anglii**, ale nie jest to nasz scenariusz bazowy. Uważamy, że M.Carney nie będzie chciał w ten sposób rozstawać się z BoE (będzie to ostatnie posiedzenie pod jego przewodnictwem), a szalę chwilowo przechylić może poprawa nastrojów widoczna we wstępnych odczytach PMI za styczeń. Stóp nie zmieni również **Narodowy Bank Węgier** (wtorek), ale tam problemem jest wysoka inflacja (4,0% r/r), której w Wielkiej Brytanii brakuje (podobnie jak wzrostu gospodarczego, co pokaże czwartkowa projekcja inflacyjna). Na Węgrzech natomiast mimo wszelkich przesłanek za zacieśnieniem polityki, MNB pozostaje w gołębim

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki

Ekonomista
tel. 22 521 54 50

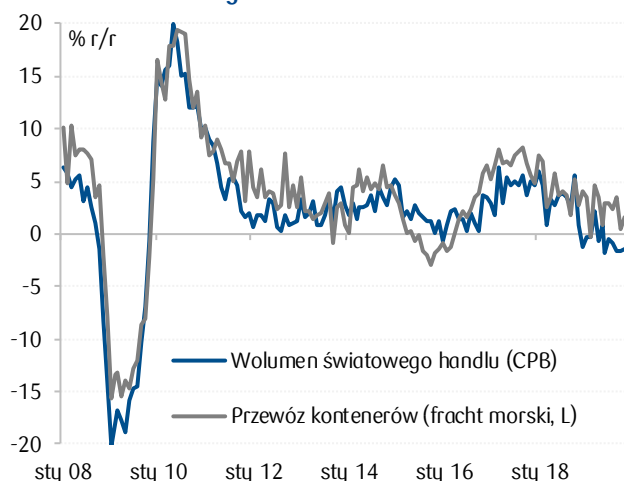
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

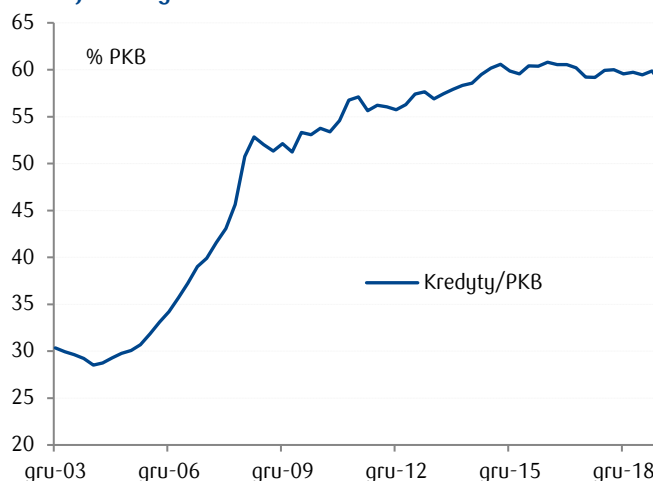
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Wolumen światowego handlu vs fracht morski



Źródło: Reuters Datastream, ISL, GUS, NBP, PKO Bank Polski. * 4q - prognoza PKB PKO BP.

Relacja kredytów do PKB* w Polsce



nastawieniu.

- W publikacjach wstępnej **styczeniowej inflacji w strefie euro** (piątek) i w Niemczech (czwartek) najważniejsze z naszego punktu widzenia będą komponenty cen żywności. Odwrócenie trendu wzrostowego cen wieprzowiny może oddalić perspektywę wzrostu krajowej inflacji w najbliższych miesiącach do 4,0%.
- W Polsce kluczową publikacją jest **wstępny szacunek PKB w 2019**. Naszym zdaniem wzrost gospodarczy wyhamował do 4,0% z 5,1% w 2018, a w samym 4q19 za silnym spowolnieniem dynamiki PKB stało budownictwo (inwestycje). Poniedziałkowa publikacja **stopy bezrobocia** powinna potwierdzić wstępny szacunek MRPIPS i naszą prognozę, tj. nieznaczny wzrost bezrobocia w grudniu do 5,2%.
- Z uwagi na trwającą rewizję koszyka inflacyjnego, GUS nie opublikuje wstępnej inflacji CPI za styczeń (ani za luty).

Przegląd wydarzeń:

- **EUR: Wstępne odczyty indeksów PMI dla przetwórstwa przemysłowego za styczeń zaskoczyły pozytywnie sugerując, że sektor mógł minąć dołek w trwającym od 2018 spowolnieniu.** Indeks dla strefy euro wzrósł do 47,5 pkt. (vs 46,1 pkt. w grudniu) i był najwyższy od 5 miesięcy; indeks dla Niemiec wzrósł do 45,2 pkt (43,7 pkt. w grudniu) i był najwyższy od 11 miesięcy. Dane wskazują na dalsze wyhamowywanie spadków nowych zamówień (także eksportowych) oraz wyraźny wzrost optymizmu przedsiębiorstw, których oceny co do gospodarczych perspektyw były najlepsze od 16 miesięcy. Pozytywną wymowę danych dla przetwórstwa psują nieznacznie wyniki dla sektora usługowego, dla którego oceny koniunktury pogorszyły się (52,2 pkt z 52,8 pkt. w grudniu dla strefy euro).
- **USA: PMI w przetwórstwie spadł do 51,7 pkt. w styczniu z 52,3 pkt. w grudniu** (wstępny odczyt). Pomimo wzrostu produkcji przyrost nowych zamówień był niewielki, a słabość popytu dotyczyła zarówno krajowych jak i zagranicznych klientów. Dane wpisują się w trwające od kilku miesięcy osłabienie amerykańskiego przemysłu zwracając uwagę na negatywne skutki prowadzonej przez D.Trumpa polityki handlowej.
- **POL: Dane o podaży pieniądza pokazały jej wyraźne spowolnienie na koniec roku** (8,3% r/r wobec 9,4% r/r w listopadzie). Dane o należnościach i zobowiązaniach banków wskazują na **silny spadek dynamiki depozytów i kredytów**. Gospodarstwa domowe poszukują alternatywnych kierunków inwestycji w środowisku niskich i wciąż malejących realnych stóp procentowych, podczas gdy akcja kredytowa wygasa z uwagi na fazę cyklu koniunkturalnego oraz malejącą podaż kredytów (problemy banków z rentownością i rosnące wymogi regulacyjne). Więcej w Makro Flashu: [W poszukiwaniu \(dodatniego\) realnego zwrotu z oszczędności](#).
- **ŚWIAT: Wolumen światowego handlu spadał w listopadzie o 1,4% r/r** (wobec -1,6% r/r w październiku) wskazując na kontynuację słabej koniunktury na świecie.
- **UE: Ch. Michel, szef Rady Europejskiej, zapowiedział, że 20 lutego odbędzie się specjalny szczyt UE, którego celem będzie wypracowanie porozumienia w kwestii unijnego budżetu na lata 2021-27.**

Znalezione w sieci:

- Państwa UE tracą miliardy (nawet 13% wpływów CIT) w związku ze sztucznym przesuwaniami zysków pomiędzy krajami i unikaniem opodatkowania, (PIE): [Tax unfairness in the European Union Towards greater solidarity in fighting tax evasion](#).
- Kolejny głos w rozważaniach o wpływie kapitału zagranicznego w sektorze bankowym na wzrost gospodarczy (Applied Economic Letters): [Foreign-owned banks and foreign trade in CESEE countries – a growth enhancing duo?](#)
- Zmiany klimatu mogą wywołać kryzys systemowy (Bloomberg): [‘Green Swan’ Climate Event Could Trigger Global Financial Crisis, BIS Warns](#), oryginalne opracowanie (BIS): [The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change](#).
- Długookresowy wpływ polityki pieniężnej na wydajność w gospodarce potwierdzony empirycznie (NBER): [The Long-Run Effects of Monetary Policy](#).

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 24 stycznia						
GER: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	9:30	43,7 pkt.	44,5 pkt.	--	45,2 pkt.	Wskaźniki sugerują, że spowolnienie gospodarcze się kończy.
EUR: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	10:00	46,3 pkt.	46,8 pkt.	--	47,8 pkt.	
POL: Podaż pieniądza M3 (gru)	14:00	9,4% r/r	9,1% r/r	9,1% r/r	8,3% r/r	Dalszy spadek dynamiki kredytów i depozytów.
USA: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	15:45	52,4 pkt.	52,5 pkt.	--	51,7 pkt.	Sygnal słabnięcia amerykańskiego przemysłu.
Poniedziałek, 27 stycznia						
POL: Stopa bezrobocia (gru)	10:00	5,1%	5,2%	5,2%	--	Wzrost stopy bezrobocia wynika z czynników sezonowych, trend spadkowy jest kontynuowany.
GER: Indeks Ifo (sty)	10:00	96,3 pkt.	97,0 pkt.	--	--	Kolejny indeks może pokazać nadchodzące odbicie w niemieckiej gospodarce.
USA: Sprzedaż nowych domów (gru)	16:00	719 tys.	725 tys.	--	--	Ubiegłoroczne obniżki stóp sprzyjają rynkowi nieruchomości.
Wtorek, 28 stycznia						
HUN: Posiedzenie MNB (sty)	14:00	0,90%	0,90%	0,90%	--	Wysoka inflacja nie uzasadnia bieżącej (luźnej) polityki MNB, ale też nie wpłynie na jej zmianę.
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru, wst.)	14:30	-2,1% m/m	1,2% m/m	--	--	Odczyty mogą pokazać słabość przemysłu, siłę konsumpcji i odrywające budownictwo luzowania polityki EBC.
USA: Ceny nieruchomości (lis)	15:00	2,23% r/r	2,45% r/r	--	--	
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sty)	16:00	126,5 pkt.	128,0 pkt.	--	--	
Środa, 29 stycznia						
POL: Wzrost PKB (2019)	10:00	5,1% r/r	4,2% r/r	4,0% r/r	--	Budownictwo pociągnęło w dół wyniki gospodarki w 4q19.
EUR: Podaż pieniądza M3 (gru)	10:00	5,6% r/r	5,4% r/r	--	--	Wyhamowywanie podaży pieniądza i akcji kredytowej wskazuje na potrzebę dalszego luzowania polityki EBC.
USA: Posiedzenie Fed (sty)	20:00	1,50-1,75%	1,50-1,75%	1,50-1,75%	--	Fed nadal będzie ze spokojem podchodził do napływających danych. Dopiero ewentualne zaostrożenie relacji USA z UE może zmusić FOMC do działania.
Czwartek, 30 stycznia						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sty)	11:00	101,5 pkt.	101,8 pkt.	--	--	Poprawa wskaźników koniunktury zwiastuje odbicie aktywności gospodarczej w dalszej części roku.
EUR: Koniunktura konsumencka (sty, rew.)	11:00	-8,1 pkt.	--	--	--	
UK: Posiedzenie BoE (sty)	13:00	0,75%	0,75%	--	--	Ostatnie posiedzenie z udziałem ustępującego M.Carneya może nie przynieść oczekiwanej przez rynki zmiany stóp. Stycyniowy silny wzrost PMI może opóźnić obniżkę, za którą opowiada się rosnąca liczba członków Komitetu. Decyzja będzie podjęta na ostrzu noża.
GER: Inflacja CPI (sty, wst.)	14:00	1,5% r/r	1,6% r/r	--	--	Z perspektywy polskiej gospodarki najciekawszy będzie tradycyjnie komponent cen żywności.
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	2,1%k/k saar	2,2%k/k saar	--	--	Solidny wzrost w 4q odciąga FOMC od decyzji o kolejnej obniżce stóp.
Piątek, 31 stycznia						
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	1,2% r/r	1,1% r/r	--	--	Seria danych ze strefy euro, które sugerują ostrożność i wskazują na potencjał dla dalszego luzowania europejskiej polityki pieniężnej.
EUR: Inflacja CPI (sty)	11:00	1,3% r/r	1,4% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa (sty, wst.)	11:00	1,3% r/r	1,2% r/r	--	--	
USA: Dochody Amerykanów (gru)	14:30	0,5% m/m	0,3% m/m	--	--	Dane z USA wskazują na solidne fundamenty konsumpcji, ale brak presji inflacyjnej nie pozwala zapomnieć, że FOMC może jeszcze obniżyć stopy procentowe, w szczególności gdyby pogłębiły się problemy przetwórstwa lub zaostrzyły relacje handlowe USA z UE.
USA: Wydatki Amerykanów (gru)	14:30	0,4% m/m	0,3% m/m	--	--	
USA: Inflacja bazowa PCE (gru)	14:30	1,6% r/r	1,6% r/r	--	--	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty, rew.)	16:00	99,1 pkt.	99,0 pkt.	--	--	

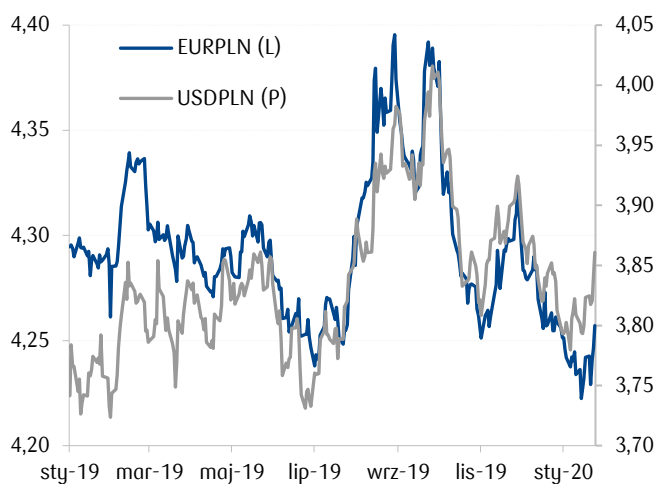
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters. *sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

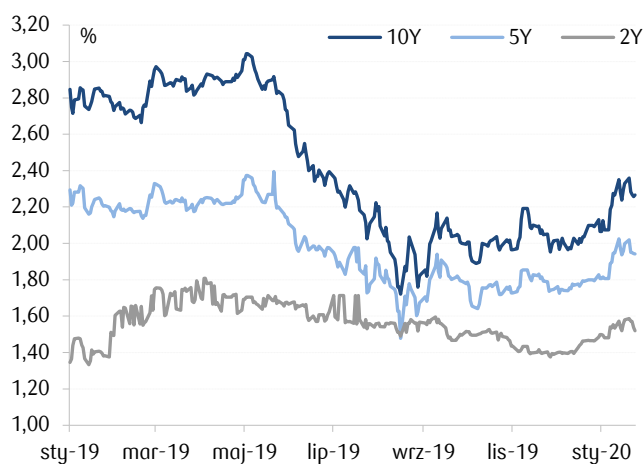
		Wartość 2020-01-24	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2571	0,25%	0,35%	-0,04%
	USDPLN	3,8613	0,43%	0,99%	1,21%
	CHFPLN	3,9775	0,27%	0,69%	1,74%
	GBPPLN	5,0492	0,18%	1,51%	1,27%
	EURUSD	1,1025	-0,19%	-0,63%	-1,24%
	EURCHF	1,0703	-0,03%	-0,33%	-1,75%
	GBPUSD	1,3068	-0,39%	0,28%	-0,17%
	USDJPY	109,44	0,06%	-0,67%	-0,14%
	EURCZK	25,16	0,09%	0,00%	-1,42%
	EURHUF	336,24	-0,13%	0,08%	1,63%
Obligacje	PL2Y	1,52	-2	-6	6
	PL5Y	1,94	0	-6	15
	PL10Y	2,27	1	-6	17
	DE2Y	-0,61	-1	-2	3
	DE5Y	-0,58	-2	-7	-6
	DE10Y	-0,33	-2	-12	-7
	US2Y	1,49	-3	-8	-10
	US5Y	1,50	-5	-13	-18
	US10Y	1,68	-6	-16	-19
Akcje	WIG20	2154,3	0,3%	-1,0%	0,1%
	S&P500	3295,5	-0,9%	-1,0%	1,7%
	Nikkei**	23343,5	-2,0%	-2,9%	-2,1%
	DAX	13576,7	1,4%	0,4%	1,8%
	VIX	14,56	12,2%	20,3%	8,4%
Surowce	Ropa Brent	61,9	0,0%	-4,3%	-9,3%
	Złoto	1571,2	0,5%	0,9%	3,9%

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

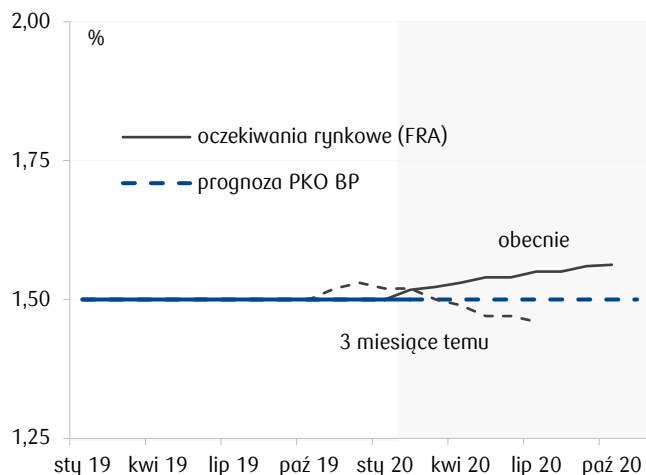
Notowania złotego wobec głównych walut



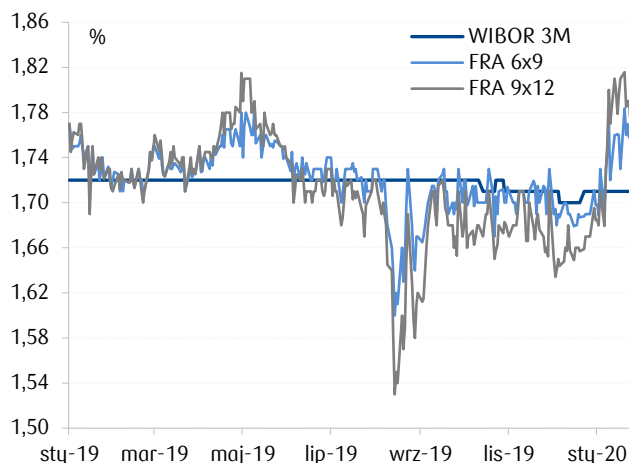
Rentowności polskich obligacji skarbowych



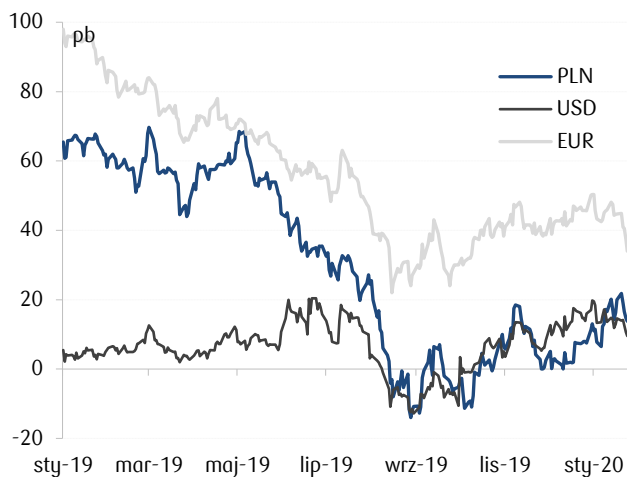
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



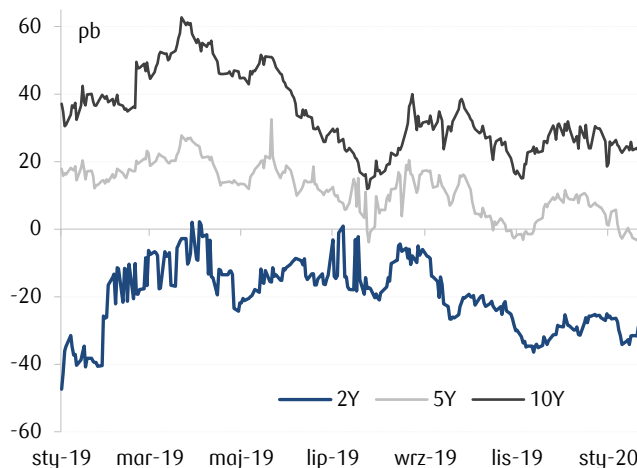
Krótkoterminowe stopy procentowe



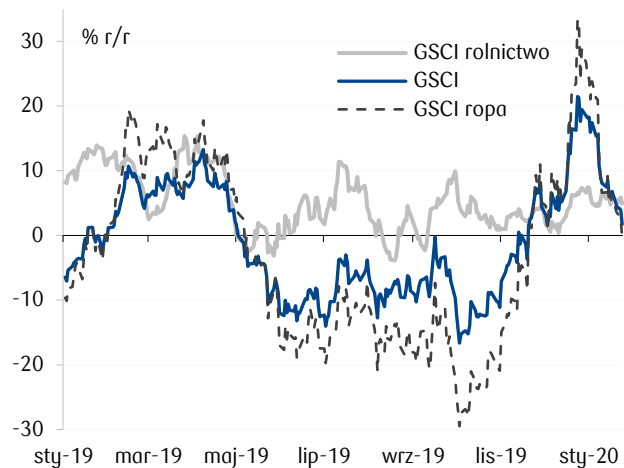
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



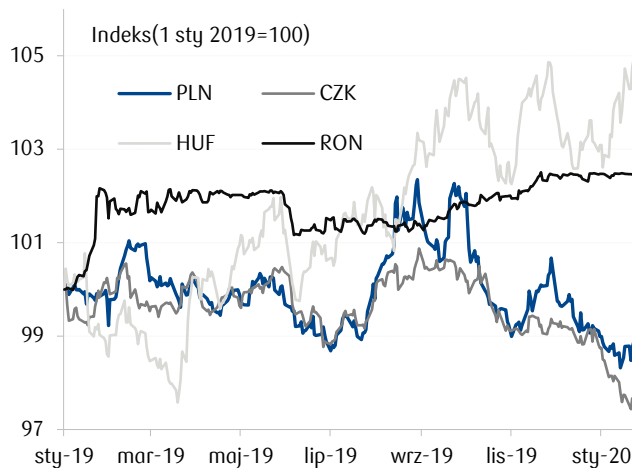
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Polska w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
Sfera realna			
- realny PKB (%)	4,0	3,7	Cztery dni robocze więcej niż przed rokiem powinny dodać min. 0,5pp do tempa wzrostu PKB (pomimo rozszerzenia zakazu handlu w niedzielę). Konsumenci będą siłować się z rosnącą inflacją i z obawami o spowolnienie, ale silny wzrost dochodów zapobiegnie istotnemu spadkowi realnych wydatków. Popyt inwestycyjny prawdopodobnie skurczy się - zarówno ten publiczny, gdyż nakłady na infrastrukturę związane z napływem środków z UE do Polski minęły szczyt w 2019, jak i prywatny, gdzie efekty nowych projektów <i>greenfield</i> wygasną. Słabszy popyt krajowy będzie amortyzowany przez rosnący wkład eksportu netto do wzrostu PKB.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	2,3	3,6	Inflacja CPI prawdopodobnie wystrzeli w 1q20 przekraczając 4%. W dalszej części roku inflacja powróci w okolice 3%. Inflacja bazowa wzrośnie, a znaczny udział w narastającej presji inflacyjnej będą miały czynniki regulacyjne.
Agregaty monetarne			
- kredyty / depozyty (%)	5,1 / 8,2	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).
Równowaga zewnętrzna			
- 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.
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-0,9	0,0	Silna pozycja fiskalna utrzyma się w 2020, pomimo wydatków na nowe programy społeczne, ze względu na dochody jednorazowe (opłata za przeniesienie aktywów otwartego funduszu emerytalnego i przychody ze sprzedaży częstotliwości 5G) oraz zysk NBP (który najprawdopodobniej będzie powtarzalny w kolejnych latach).
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	Pomimo przekroczenia przez inflację CPI bariery 3,5% RPP utrzyma swoje dotychczasowe nastawienie, podkreślając tymczasowy i przejściowy charakter szoku inflacyjnego w otoczeniu słabnącej gospodarki. Wraz ze spowalnianym wzrostem PKB i normalizacją inflacji w 2h20 będzie rosło prawdopodobieństwo obniżenia stóp.

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

Zagranica w makro-pigułce

	2019	2020	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	2,2	1,7	Amerkańska gospodarka utrzymuje solidne tempo wzrostu, którego głównym motorem pozostaje konsumpcja. Silny rynek pracy, a także poprawa sentymentu na giełdzie i rynku nieruchomości po obniżkach stóp Fed będą wspierać nastroje konsumentów utrzymując wysokie tempo wzrostu konsumpcji. Kluczowe znaczenie dla gospodarki i przyszłości relacji z Chinami będą miały listopadowe wybory prezydenckie.
- inflacja CPI (%)	1,8	2,1	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	1,1	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	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,1	5,9	Chiny ponownie rosną na kredyt, co nasila pytania co do konsekwencji ekspansji finansowanej wzrostem długu sektora prywatnego. Pomimo uzgodnienia szczegółów pierwszej (wstępnej) umowy handlowej z USA cła pozostaną na wysokim poziomie, co nie będzie wspierać wzrostu chińskiego eksportu (podobnie jak słaba kondycja innych niż USA gospodarek rozwiniętych). Wyzwaniem będzie zatem utrzymanie wzrostu PKB w okolicach 6%.
- inflacja CPI (%)	2,9	2,3	

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

Monitor RPP

Członkowie RPP Jastrzębiomierz* Wybrane wypowiedzi

K. Zubelewicz	4,9	„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.(...) Podwyżka stóp procentowych byłaby dobrym środkiem zaradczym na rosnące ryzyko bańki na rynku nieruchomości mieszkaniowych. (...) Nadal jednak uważam za mało prawdopodobne zebranie w Radzie większości za podwyżkami. ” (26.11.2019, PAP)
E. Gatnar	4,9	„(...) w całym pierwszym kwartale będziemy mieli inflację w górnym pasmie odchyłeń od celu, a być może pasmo to zostanie przekroczone (...) wydaje mi się, że inflacja może się utrwalić powyżej 3%, co wymagałoby reakcji Rady (...) Dynamika sprzedaży nowych kredytów w 2019 roku w porównaniu z poprzednim rokiem, moim zdaniem, wykazuje bardzo wysoki poziom, który dla mnie jako członka Rady jest niepokojący. (...) Moim zdaniem, obniżaniem stóp procentowych inwestycji już nie napędzimy, bo to nie działa nawet w strefie euro. Mamy w ekonomii pojęcie odwróconej stopy procentowej . Przy pewnym, bardzo niskim poziomie, nie zachęca ona do inwestycji, a wręcz nawet zniechęca. Moim zdaniem, w Polsce mamy już taki poziom stóp procentowych” (13.12.2019, money.pl)
Ł. Hardt	3,7	„Mamy obecnie dużo czynników proinflacyjnych (...), ale jest jedno duże 'ale' i tym 'ale' jest zwalniająca gospodarka w Niemczech, niepewność co do cen energii elektrycznej i pewna niepewność co do polityki fiskalnej rządu w przyszłym roku. To nie jest ten moment, abyśmy w tym momencie reagowali zmianami parametrów polityki pieniężnej ” (6.11.2019, PAP)
G. Ancyparowicz	2,7	„ 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. 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	„ Na razie RPP nie ma powodów do reakcji. Przewidywaliśmy realizujący się wzrost inflacji i wciąż przypuszczamy, że inflacja pod koniec pierwszego kwartału 2020 r. powinna wrócić w granice odchyłeń od celu. Dla NBP istotne jest utrzymanie wskaźnika inflacji w granicach 2,5 proc. +/- 1 pkt. proc. Dopóki inflacja trwale nie przekracza granic pasma odchyłeń, nie widzę powodów, by niepokoić się tym wskaźnikiem i domagać się reakcji w postaci zmiany stóp procentowych” (20.01.2020, PAP)
A. Głapiński	1,9	„W moim przekonaniu wszystko przemawia za stabilnością stóp proc. , jeśli projekcja okaże się zgodna z rzeczywistością, co zakładam. Co nie oznacza, że nie mogą się w przyszłości zdarzyć wnioski za obniżeniem lub podwyższeniem stóp procentowych, na dziesięciu członków Rady zawsze się tak może zdarzyć. (...) W moim przekonaniu - tak jak mówię od pierwszego dnia - jest bardzo prawdopodobne, że do końca mojej kadencji stopy nie ulegną zmianie.” (04.12.2019, PAP)
J. Żyżyński	1,7	„Trzeba pamiętać, że wskaźnik inflacji r/r jest pewną orientacyjną wielkością. Jeżeli na skutek chwilowych procesów inflacja r/r wzrasta powyżej 3 proc., a w I kw. 2020 r. pójdzie jeszcze wyżej, ale co dla RPP kluczowe: z perspektywą powrotu do celu, to nie jest powód do zmiany stóp procentowych. Powrót rocznej miary inflacji w okolice celu będzie trwał około pół roku, więc na początku IV kw. 2020 r. inflacja powinna spaść w okolice 2,5 proc. Ale podkreślam, że nie można mylić miary zjawiska z samym zjawiskiem” (17.01.2020, PAP)
E. Łon	1,1	„Bardzo ważne znaczenie mają dla mnie wskaźniki nastrojów konsumenckich oraz wskaźnik PMI w przemyśle. Jeśliby okazało się, że wskaźnik PMI w przemyśle wzrósłby powyżej 50 pkt., a nastroje konsumenckie powróciłyby do trendu wzrostowego, to gotów jestem zrezygnować ze składania wniosków o obniżkę stóp procentowych ” (23.12.2019, PAP)
C. Kochalski	--^	„Proszę pamiętać, że efekty działań Rady to jest połowa 2021 roku. Z prognoz, które analizowaliśmy wynika, że nie ma podstaw do zmiany stóp procentowych, ponieważ w 2021 roku mielibyśmy taką sytuację, że będziemy mieć bardzo solidny wzrost gospodarczy i jednocześnie stopy procentowe bliskie celowi inflacyjnemu NBP.” (PAP 08.01.2020)

* Uszeregowanie dokonane na podstawie wyników ankiety PAP wśród ekonomistów bankowych (skala 1-5, gdzie 1 to skrajnie „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
USA					
Stopa fed funds	1,50-1,75	1,50-1,75	1,25-1,50	-25pb (paź. 2019)	FOMC deklaruje, że po trzech obniżkach wszedł w fazę obserwowania gospodarki. W naszej ocenie w 2020 możliwy jest powrót do obniżek, zwłaszcza, gdyby oczekiwana odwilż w relacjach handlowych z Chinami nie nastąpiła.
Japonia					
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	-0,10	-0,10	-0,10	stopa wprowadzona w sty. 2016	W sukurs polityce pieniężnej przysły kolejne działania fiskalne co może ograniczać presję na dalsze luzowanie ze strony BoJ.
Strefa euro					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	-5pb (mar. 2016)	EBC rozpoczął kolejny cykl luzowania polityki pieniężnej nie kończąc jeszcze poprzedniego. Pod przewodnictwem Ch.Lagarde luzowanie to może zyskać także „proekologiczny” wymiar.
Wielka Brytania					
Stopa bazowa	0,75	0,75	0,50	+25pb (sie. 2018)	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.
Szwajcaria					
Stopa bazowa	-0,75	-0,75	-0,85	-50pb (sty. 2015)	W grudniu 2019 SNB obniżył prognozy wzrostu PKB i inflacji, ale nie zmienił stóp. Dodatkowo od 1 listopada 2019 ujemne oprocentowanie objęło środki przekraczające 25-krotność (a nie 20-krotność) minimalnej rezerwy.
Szwecja					
Stopa refinansowa	0,00	0,00	0,00	+25pb (gru. 2019)	Riksbank wycofał się z polityki ujemnych stóp procentowych internalizując koncepcję <i>reversal interest rate</i> .
Norwegia					
Stopa bazowa	1,50	1,50	1,50	+25pb (wrz. 2019)	W naszej ocenie podwyżka stóp we wrześniu 2019 zwińczyła cykl zacieśniania polityki pieniężnej.
Czechy					
Stopa refinansowa	2,00	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.
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.krzysztofik@pkobp.pl 22 521 81 25
Wojciech Matysiak wojciech.matysiak@pkobp.pl 22 521 51 80
Katarzyna Piętka-Kosińska katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl 22 521 65 15
Filip Romanowski filip.romanowski@pkobp.pl 22 521 87 39
Anna Senderowicz anna.senderowicz@pkobp.pl 22 521 81 24

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki marcin.morawiecki@pkobp.pl 22 521 72 24

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.